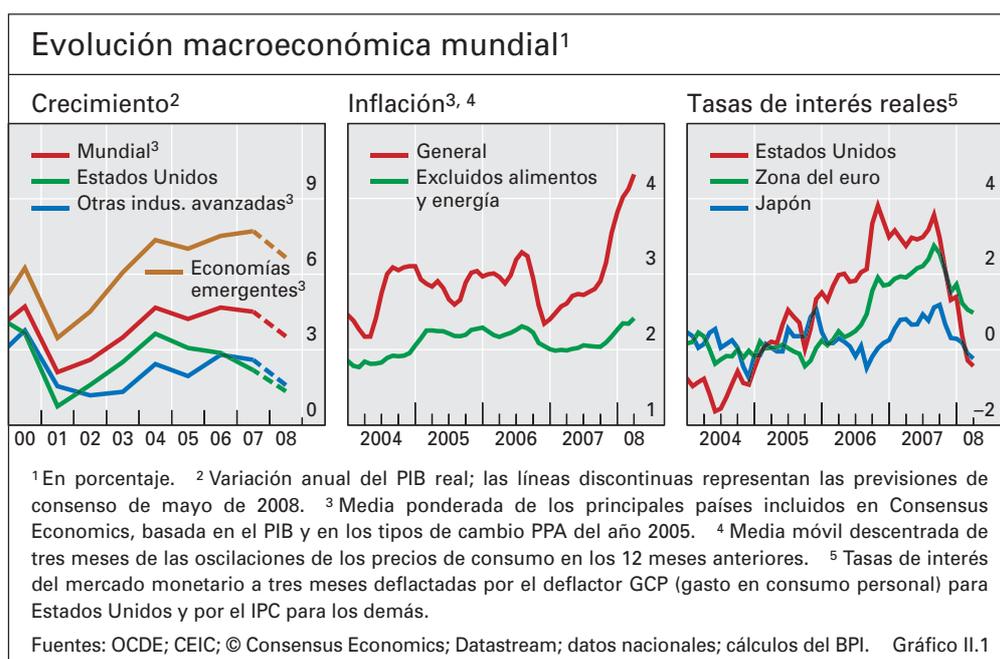


## II. La economía mundial

### Aspectos más destacados

La convulsión vivida en algunos de los centros financieros más importantes, que estuvo ocasionada por la creciente constatación de la vulnerabilidad de los principales bancos a las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, ha deteriorado la confianza de consumidores e inversionistas de todo el mundo. La desaceleración de la economía estadounidense y el endurecimiento de las condiciones de financiación provocaron un debilitamiento de la demanda en otras economías industriales avanzadas (véase el Gráfico II.1). Sin embargo, al mismo tiempo ha aumentado la inflación mundial, alentada por el rápido encarecimiento de la energía y los alimentos básicos.

Pese a esta convulsión, la opinión de consenso aún insiste en que la economía mundial evitará una desaceleración pronunciada y sincronizada como la de 2001, aunque moderará significativamente su tasa de crecimiento en 2008. El escenario de referencia prevé que la desaceleración en Estados Unidos venga acompañada de un menor crecimiento en la zona del euro y Japón; por su parte, los principales mercados emergentes también frenarán su crecimiento, sin que por ello deje de ser enérgico. Este escenario no sólo propiciaría una deseable relajación de las presiones inflacionistas, sino que además la previsible evolución de la demanda reduciría aún más el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.



No obstante, los eventos acontecidos en el núcleo del sistema financiero internacional han introducido una gran incertidumbre sobre las perspectivas económicas futuras. En concreto, todavía es difícil estimar la cuantía final de las pérdidas que deberán afrontar los principales bancos. Al mismo tiempo, la forma en que el sector financiero y sus reguladores respondan ante la situación tendrá repercusiones de gran alcance para la economía mundial. Así, una contracción generalizada del crédito disponible en las principales economías industriales avanzadas sigue siendo perfectamente factible, con consecuencias para la demanda que podrían ser más graves de lo previsto en la actualidad. Además, la desaceleración en Estados Unidos podría ser más intensa y prolongada, dado el elevado endeudamiento de los hogares. Por otra parte, tampoco está claro cómo se verían afectadas las economías emergentes; de hecho, la brusca caída de las cotizaciones bursátiles en esos mercados a comienzos de 2008 sugiere que ya se habría producido un cambio en el clima de opinión. Si, pese a las fuertes perturbaciones en los precios del petróleo y los alimentos, las expectativas de inflación permaneciesen firmemente ancladas, unas condiciones monetarias más laxas podrían contribuir a mejorar la situación. Aun así, surgen dudas sobre la eficacia de una política monetaria más expansiva si, al mismo tiempo, los bancos racionasen el crédito y los agentes económicos redujesen el gasto a fin de recomponer sus balances.

## Evolución general

Cambio en la  
dinámica de  
crecimiento  
mundial...

La economía mundial atravesó el pasado año por dos etapas diferenciadas. En la primera mitad del año, las laxas condiciones de financiación, el constante crecimiento de los ingresos y la robusta confianza empresarial sostuvieron la demanda en las principales economías industriales avanzadas. En este periodo, la mayor parte de las economías disfrutaron de un crecimiento vigoroso. En Estados Unidos, la inversión en vivienda disminuyó, pero se mantuvieron otros componentes de la demanda, especialmente el consumo privado y la inversión empresarial. Esta dinámica cambió en la segunda mitad de 2007, ante el brusco deterioro de los mercados de la vivienda y de trabajo estadounidenses y el agravamiento de la crisis financiera.

... con una  
menor expansión  
de las principales  
economías  
industriales  
avanzadas...

Aunque el producto mundial aún creció a buen ritmo el año pasado (4,5%), en las economías del G-3 se desaceleró desde tasas próximas al 3% en 2006 hasta niveles inferiores al 2,5% en 2007. Esta desaceleración se extendió también a otras economías industriales avanzadas. Con ello, el crecimiento del volumen de importaciones en el conjunto de estas economías, que desde 2004 había oscilado entre el 6% y el 9%, se moderó hasta situarse apenas por encima del 3% en 2007. Con todo, los efectos de esta desaceleración sobre las economías de mercado emergentes han sido por ahora limitados. La fortaleza de la demanda interna en países como Brasil, China y la India, entre otros, elevó el crecimiento del producto agregado de las economías de mercado emergentes en 2007 por encima del 7,5% (véase el Capítulo III).

Contribución a la demanda, el consumo y la inversión mundiales <sup>1</sup>					
En porcentaje y puntos porcentuales					
	1995	2000	2005	2006	2007
PIB real					
Mundial <sup>2</sup>	3,8	4,8	4,2	4,7	4,5
Estados Unidos	0,6	0,9	0,8	0,7	0,5
Zona del euro	0,6	0,8	0,3	0,5	0,5
Otras industriales avanzadas <sup>3</sup>	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5
Economías emergentes <sup>4</sup>	2,2	2,5	2,7	3,0	3,0
Consumo real <sup>5</sup>					
Mundial <sup>2</sup>	3,5	4,7	4,3	4,5	4,7
Estados Unidos	0,7	1,2	0,8	0,8	0,7
Zona del euro	0,5	0,6	0,3	0,4	0,3
Otras industriales avanzadas <sup>3</sup>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Economías emergentes <sup>4</sup>	1,9	2,5	2,8	2,9	3,2
Inversión real <sup>6</sup>					
Mundial <sup>2</sup>	4,6	6,4	7,7	7,1	5,7
Estados Unidos	1,4	1,5	1,5	0,6	-0,5
Zona del euro	0,5	1,0	0,6	1,0	0,8
Otras industriales avanzadas <sup>3</sup>	0,3	0,4	0,8	0,8	0,5
Economías emergentes <sup>4</sup>	2,4	3,5	4,8	4,7	4,9

<sup>1</sup> Variación durante un año. <sup>2</sup> Crecimiento en las economías enumeradas, en porcentaje; ponderado por el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005. <sup>3</sup> Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza y Reino Unido. <sup>4</sup> Arabia Saudita, Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Taiwan (China), Tailandia, Turquía y Venezuela. <sup>5</sup> Gasto final en consumo personal. <sup>6</sup> Formación bruta de capital fijo.

Fuentes: FMI; Datastream; datos nacionales. Cuadro II.1

Este patrón de crecimiento trajo consigo cambios significativos en la economía mundial. En primer lugar, la contribución de las economías emergentes al crecimiento mundial aumentó en 2007, prolongando la tendencia observada en los últimos años (véase el Cuadro II.1). En segundo lugar, la caída de la inversión en vivienda en las economías industriales avanzadas produjo una desaceleración de la demanda de inversión mundial, pese al aumento del gasto en formación de capital en las emergentes. En cambio, el consumo mundial mantuvo su ritmo de crecimiento, cimentado en la solidez del gasto de los hogares tanto en las economías emergentes como en las industriales avanzadas. En tercer lugar, estos cambios de los patrones de crecimiento y demanda contribuyeron a una deseable reducción de los desequilibrios internacionales por cuenta corriente. Así, el déficit comercial estadounidense pasó de 811.000 millones de dólares en 2006 a 692.000 millones en el cuarto trimestre de 2007 en términos anualizados, o lo que es lo mismo del 6,2% al 4,9% del PIB. Las principales contrapartidas de este ajuste fueron un aumento de los déficits en Australia, el Reino Unido y Europa central y oriental, así como los superávits algo más reducidos de Rusia y América Latina. En cambio, el superávit agregado de las economías asiáticas se incrementó notablemente, alcanzando en China la cifra récord de 372.000 millones de dólares en 2007.

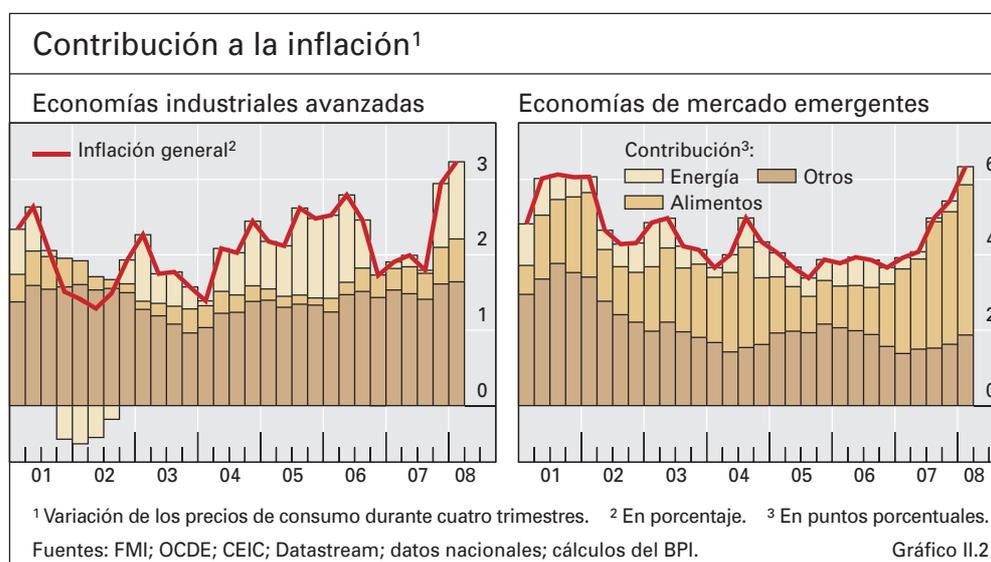
... pero una actividad relativamente intensa de las economías emergentes

La actual desaceleración se ha acentuado en 2008...

Diversas perturbaciones adversas han seguido debilitando la economía mundial en 2008. Primero, se ha intensificado la desaceleración del sector inmobiliario residencial en Estados Unidos, con fuertes caídas de los precios de la vivienda. A principios de año, la economía estadounidense parecía encaminarse hacia tasas de crecimiento muy bajas. Segundo, la convulsión en los mercados hipotecarios y otros segmentos relacionados ha inducido un aumento intenso y generalizado de la aversión al riesgo. Pese a las medidas concertadas de los bancos centrales para estabilizar los mercados interbancarios, los diferenciales de rendimiento de la deuda y de tasas de interés se han ampliado desde julio de 2007. Además, el endurecimiento de los criterios de concesión de crédito por los bancos de numerosas economías industriales avanzadas ha generalizado el temor a una contracción del crédito. Tercero, se ha registrado un fuerte encarecimiento adicional de las materias primas. Desde comienzos de año y hasta abril de 2008, el índice agregado de precios de los principales productos alimenticios creció un 30%, mientras el petróleo (Brent) subió más del 60%. Este reciente repunte del precio de las materias primas ha dado continuidad a las subidas de los últimos años (véase el Capítulo III).

... acompañada de una creciente inflación

Básicamente a raíz del encarecimiento de los alimentos y de la energía, la inflación general se ha elevado con fuerza tanto en las economías emergentes como en las industriales avanzadas (véase el Gráfico II.2). En numerosos países se ha observado incluso un alza en los indicadores de inflación que excluyen los alimentos y la energía de la cesta de consumo. Además, la inflación prevista a largo plazo, derivada de los precios de los bonos, ha aumentado en Estados Unidos y en menor medida en la zona del euro desde el segundo semestre de 2007. Las expectativas de inflación procedentes de encuestas a consumidores también han crecido en diversos países. Esta tendencia podría obedecer en parte a que el notable encarecimiento de los artículos de frecuente adquisición, como alimentos y gasolina, ha elevado la percepción de la inflación pasada y, a su vez, las expectativas de inflación.



## Evolución de la demanda mundial

### Desaceleración cíclica en las principales economías industriales avanzadas

El continuo deterioro del mercado de la vivienda (véase el Gráfico II.3) ha lastrado considerablemente el crecimiento estadounidense desde el segundo semestre de 2006. A diferencia de crisis anteriores en el sector inmobiliario residencial de Estados Unidos, este último periodo de auge del sector de la construcción se caracterizó por un exceso de oferta muy superior al del pasado, siendo el incremento en vivienda nueva mucho mayor que la tasa de crecimiento de la población. Así, más de un 2,5% del parque de viviendas ocupado por sus propietarios ha permanecido vacío y en venta desde finales de 2006, lo que duplica el promedio de las últimas cinco décadas. En la antesala de las recesiones a comienzos de los años 80 y los 90, por ejemplo, la tasa de desocupación permaneció muy por debajo del 2%. Aunque la cifra de viviendas iniciadas ha caído alrededor de un 60% desde 2006 y se sitúa en los niveles del mínimo cíclico de comienzos de los años 90, es probable que este exceso de oferta lastre por algún tiempo tanto la actividad constructora como los precios de la vivienda.

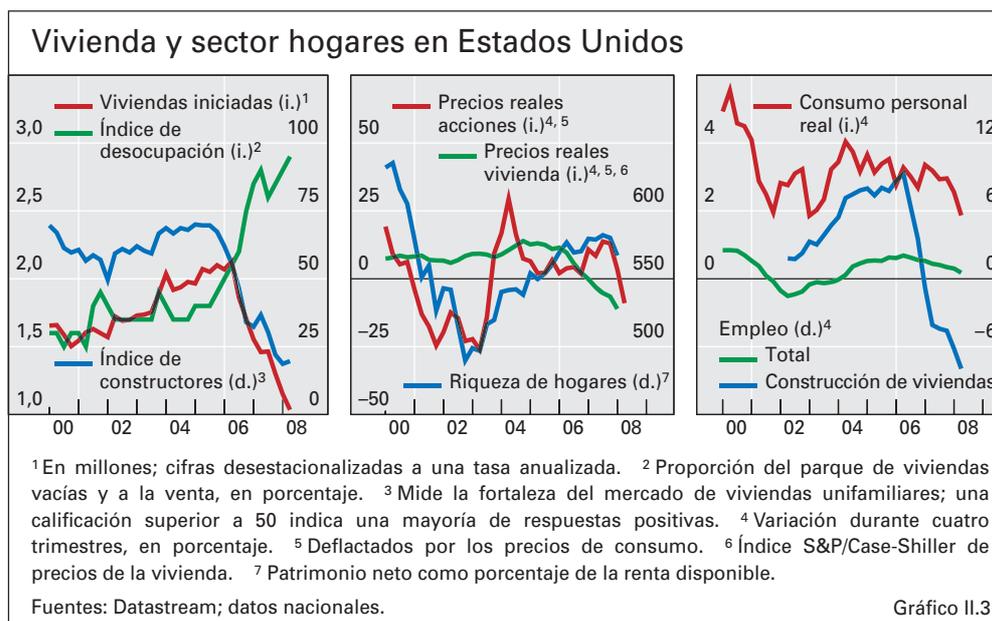
Un aspecto particularmente destacable del reciente ciclo ha sido la mayor influencia de factores especulativos en la construcción de viviendas unifamiliares. Muchas de las nuevas casas parecen haberse adquirido con fines de alquiler o reventa, a ritmos superiores al de la demanda demográfica estructural. En consecuencia, la inversión en este tipo de vivienda ascendió en 2006 hasta una cota récord del 3,5% del PIB, desde el 2,5% de comienzos de esta década.

A principios de 2007, la desaceleración del mercado de la vivienda estadounidense comenzó a afectar a otros sectores de la economía. La inversión residencial restó directamente 1 punto porcentual al crecimiento del PIB de ese año, mientras las caídas de los precios de la vivienda y de

La desaceleración en EEUU se caracteriza por un gran exceso de oferta de viviendas...

... y la construcción con fines especulativos

La desaceleración del mercado de la vivienda en EEUU se transmite al consumo...



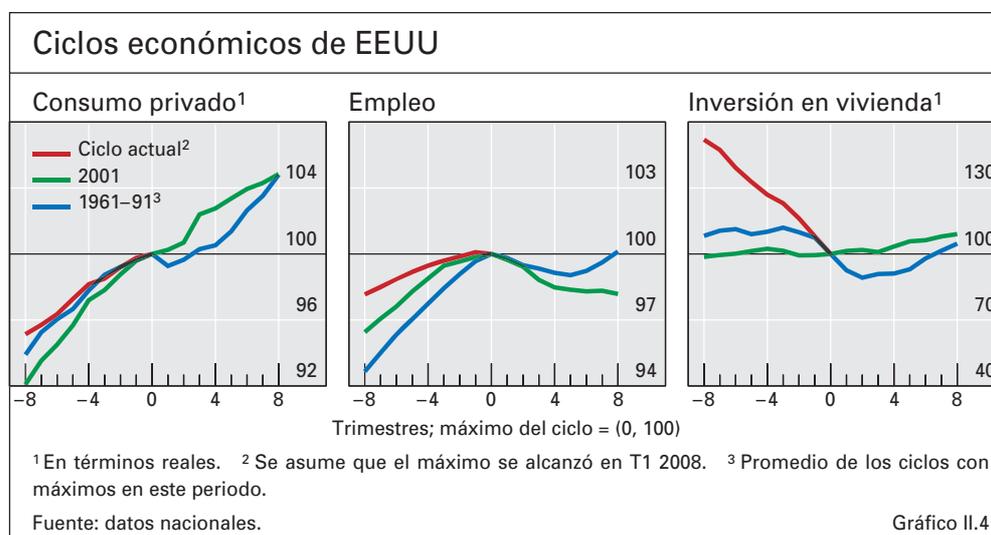
las acciones erosionaron la riqueza de los hogares (véase el Gráfico II.3). Todo ello, unido al descenso generalizado del empleo y al encarecimiento de la energía, debilitó el gasto de consumo, cuya aportación al crecimiento se redujo desde 2 puntos porcentuales en 2007 hasta 0,7 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2008. El gasto en bienes duraderos, el más sensible a cambios en la riqueza y en las condiciones crediticias, se contrajo bruscamente, situándose en el primer trimestre de 2008 en el 6% en términos anualizados.

... con riesgo de un brusco ajuste adicional

La presente fase de desaceleración de la economía estadounidense presenta similitudes y diferencias respecto a las de ciclos anteriores. Siguiendo su patrón de comportamiento típico previo a una recesión, el consumo privado creció de forma sostenida antes del reciente máximo cíclico, pese a que el crecimiento del empleo fue inferior al promedio (véase el Gráfico II.4). Dado que en la actualidad la tasa de ahorro familiar es anormalmente baja y los niveles de deuda son extraordinariamente altos, cabría esperar una tasa de consumo mucho menor que la de ciclos anteriores. La inversión residencial ya ha caído con más fuerza de lo que lo hizo antes de las desaceleraciones previas y, como se señaló anteriormente, aún podría descender más.

También crecen los riesgos de deterioro de la inversión...

Un factor determinante al respecto será la evolución de la construcción no residencial en Estados Unidos. Tras un rápido crecimiento en trimestres previos, la inversión en inmuebles no residenciales cayó con fuerza en los tres primeros meses de 2008. Como se explica más adelante, el riesgo de un nuevo debilitamiento de la actividad continúa siendo elevado en un contexto de endurecimiento de las condiciones crediticias y de los efectos negativos procedentes del sector residencial. Durante la recesión registrada a comienzos de los 90, la participación de la construcción (residencial y no residencial) en el PIB se redujo desde su máximo del 11% en 1985 hasta superar apenas el 8% en 1992. A lo largo del presente ciclo, la participación de la construcción alcanzó un máximo similar en 2006, pero su retroceso hasta ahora ha sido de poco más de 1,5 puntos porcentuales.



Por lo que respecta a otros componentes de la demanda, el gasto empresarial en bienes de equipo se ha contraído, si bien persisten dudas sobre el alcance final de su corrección. Es probable que se registren fuertes recortes en la inversión de los sectores manufactureros más dependientes de la construcción, que podrían agravarse ante un nuevo debilitamiento del consumo que moderase la demanda y las expectativas de beneficios. Con todo, a diferencia de la desaceleración de 2001, la ausencia de excesos de inversión previos debería garantizar en esta ocasión un ajuste a la baja más suave del gasto en bienes de equipo. Además, un aspecto positivo de la economía estadounidense ha sido la fortaleza de sus exportaciones netas, cuya aportación al crecimiento del PIB se tornó positiva en 2007 (0,5 puntos porcentuales). Esta circunstancia podría tener trascendencia de cara a un aumento de la inversión en el sector de bienes comerciables, que se deterioró durante el periodo de apreciación del dólar.

... aunque la solidez de las exportaciones podría limitar los daños

En cuanto a otras grandes economías industriales avanzadas, el Reino Unido compartió algunos rasgos con Estados Unidos. La economía británica parecía haberse desacelerado hacia finales de 2007, al moderarse el consumo por el endurecimiento de las condiciones crediticias y la erosión de la confianza. El espectro de la desaceleración también planeó sobre el sector de la construcción ante la caída de los precios inmobiliarios. En Canadá, aunque la demanda agregada continuó hasta el pasado año por encima de la capacidad productiva sostenible del país, la economía empezó a perder fuelle al deslucirse las exportaciones. Además, el endurecimiento de las condiciones crediticias empezó a afectar a la demanda.

Síntomas de desaceleración también en otras economías

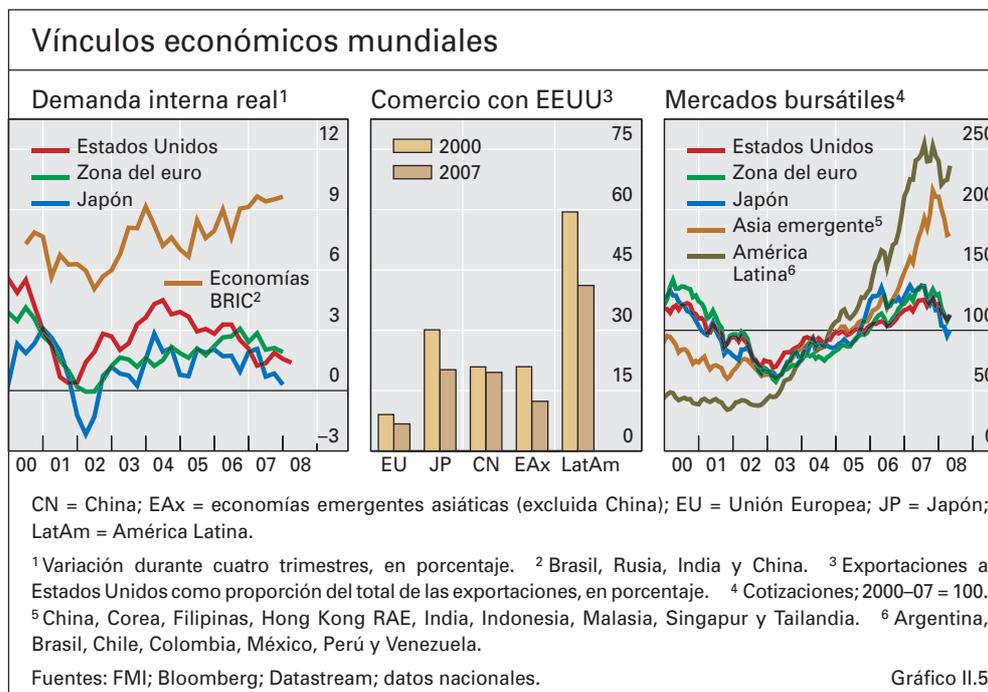
La evolución de la coyuntura económica en la zona del euro y Japón ha exhibido contrastes. A pesar de haberse desacelerado en cierta medida, el crecimiento en la zona del euro sostuvo su dinamismo hasta el primer trimestre de 2008, habiendo mostrado en particular la inversión un sólido avance en 2007. Los índices Ifo de confianza empresarial, pese a su deterioro en abril de 2008, permanecieron por encima del promedio de los cinco últimos años. Sin embargo, el consumo privado se desaceleró considerablemente hacia finales de 2007 ante la erosión de la confianza, a lo que hay que sumar la ralentización de las exportaciones en los últimos meses. Por su parte, la economía japonesa también siguió creciendo hasta el primer trimestre de 2008, merced básicamente a la fortaleza de su sector exportador. El consumo se mantuvo relativamente robusto, con un aumento del empleo hasta comienzos de 2008. Sin embargo, la rápida contracción de la inversión en vivienda a partir del segundo semestre de 2007, a raíz de cambios en las normas de edificación, redujo la intensidad de la demanda interna. Además, los indicadores de confianza empresarial se han deteriorado en los últimos meses y las expectativas de beneficios han caído.

El crecimiento se ha visto por ahora algo menos afectado en la zona del euro y Japón...

### *Conexiones internacionales y perspectivas económicas*

Aunque en ciclos anteriores la desaceleración de la economía estadounidense a menudo fue acompañada de un menor crecimiento en el resto del mundo, existen motivos para pensar que dichos efectos podrían amortiguarse en el presente ciclo. De hecho, la evolución económica de los últimos años ha

... introduciendo ciertas divergencias en los ciclos de demanda...



mostrado rasgos que parecen corroborar esta opinión. Así, mientras que en Estados Unidos la tasa anual de crecimiento de la demanda interna cayó desde el 4,1% en 2004 al 1,5% en 2007, en Japón lo hizo del 2% al 1%, e incluso registró un ligero fortalecimiento en la zona del euro, desde el 1,7% al 2,2%. Asimismo, y contrastando aún más con la citada evolución en Estados Unidos, la demanda interna continuó creciendo con rapidez durante todo el periodo en las principales economías emergentes (especialmente en Brasil, China, la India y Rusia) (véase el Gráfico II.5).

Estas divergencias en los patrones de demanda han llevado a pensar a algunos observadores que el resto del mundo podría contrarrestar parte de las perturbaciones negativas de la demanda originadas en Estados Unidos. Un argumento favorable a esta hipótesis es que los desequilibrios en el resto del mundo seguramente revisten menos gravedad que en Estados Unidos, a diferencia de la desaceleración de comienzos de 2001, que estuvo provocada por la brusca corrección de un auge de la inversión mundial en el sector de las tecnologías informáticas. El hecho de que la cuota de exportaciones hacia Estados Unidos haya disminuido significativamente en un buen número de economías también se ha aducido para explicar por qué una desaceleración en aquel país podría tener efectos limitados sobre la economía mundial.

Al margen de Estados Unidos, las perspectivas de demanda interna en otras importantes economías se estiman en conjunto favorables, aunque con marcadas diferencias. En la zona del euro, la demanda interna se ha cimentado en una recuperación generalizada de la inversión empresarial. Además, el reciente descenso de la tasa de desempleo de la zona del euro podría contribuir a estimular el consumo. En el primer trimestre de 2008, el desempleo se situó en el 7,1%, su nivel más bajo desde comienzos de la década de los 80. Esta tendencia se aprecia especialmente en Alemania, donde

... por diversos motivos

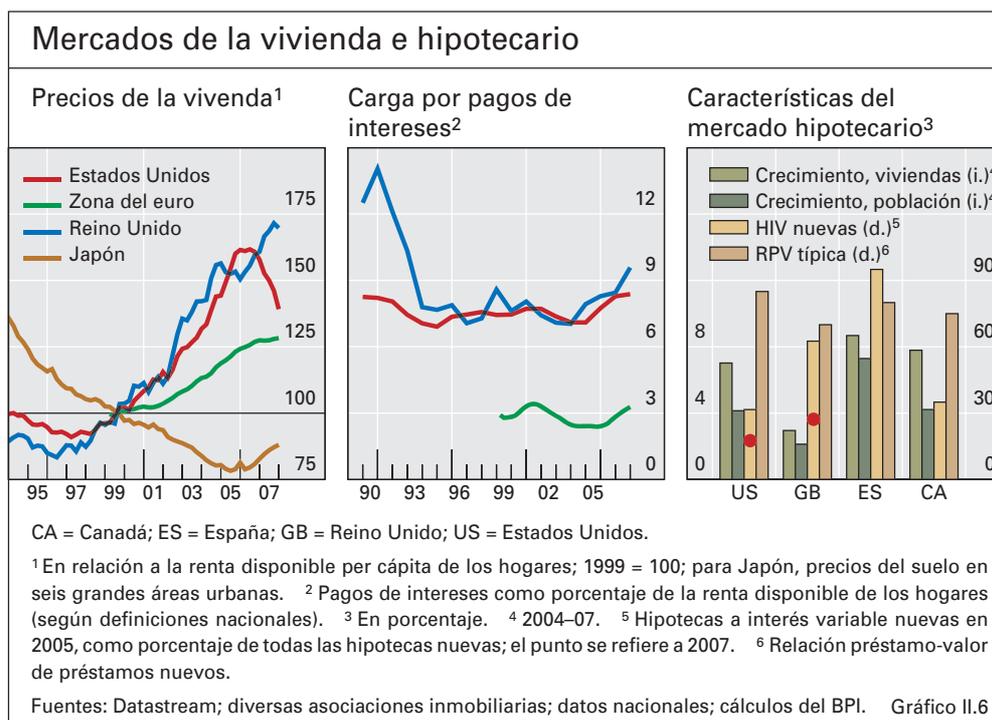
La demanda en la zona del euro podría reaccionar mejor esta vez...

las reformas estructurales han propiciado un aumento de la flexibilidad del factor trabajo y de la tasa de participación en el mercado laboral. Los salarios reales también han comenzado a subir en ese país, si bien aún permanecen en niveles bajos y avanzan a un ritmo inferior a la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo.

Los ciclos de demanda interna ya han mostrado evoluciones dispares dentro de la zona del euro, en parte como reflejo de las diferentes dinámicas del mercado de la vivienda. En el conjunto de la zona del euro, los precios nominales de los inmuebles residenciales han subido durante la última década de forma más gradual que en Estados Unidos y el Reino Unido, por ejemplo (véase el Gráfico II.6). Esta evolución ha reflejado en cierta medida la tendencia observada en Alemania, donde los precios de la vivienda se mantuvieron estables o bien descendieron ligeramente en el periodo comprendido entre 2000 y 2007. Sin embargo, en España, Francia e Irlanda estos precios se dispararon a comienzos de la década, para iniciar después una desaceleración en el periodo 2004–06. El parque de viviendas creció también por encima del aumento de la población en algunos países, sobre todo en España, aunque sin llegar al diferencial observado en Norteamérica. Durante la expansión, el valor añadido de la construcción alcanzó porcentajes del 11% y del 9% del PIB en España e Irlanda, respectivamente, magnitudes muy superiores al promedio de la zona del euro, situado en el 6%. El mayor valor de la vivienda también parece haber estimulado el consumo, especialmente en España y Francia. Con el cambio de ciclo en los precios de la vivienda y el endurecimiento de las condiciones crediticias, es probable que el debilitamiento de la demanda sea más acusado en estos países que en el resto de la zona del euro.

... aunque las disparidades dentro de la zona son amplias

En Japón, la demanda interna se ha cimentado en unas condiciones de financiación muy laxas, creando un enorme diferencial entre la tasa de



Mientras que las perspectivas de demanda interna se muestran más débiles en Japón...

rentabilidad de la inversión de las grandes empresas manufactureras y sus costes de financiación. En cambio, las empresas más pequeñas, cuyos márgenes de beneficio y poder de fijación de precios suelen ser menores, han resultado más vulnerables a las presiones por el lado de los costes. Además, el consumo ha evolucionado hasta ahora impulsado por el empleo. Pese a que los salarios nominales aumentaron a comienzos de 2008 tras varios trimestres de crecimiento negativo, en términos reales han permanecido endebles. Por otra parte, diversos factores estructurales podrían continuar limitando el futuro crecimiento salarial, como la jubilación de las cohortes de trabajadores más numerosas y su sustitución por empleados peor remunerados, o el llamativo aumento de la proporción de asalariados a tiempo parcial desde comienzos de la presente década. Así pues, el consumo sigue siendo vulnerable a una contracción de la renta de los hogares derivada de la atonía de los salarios reales, sobre todo en un contexto de encarecimiento de la energía.

... han mejorado en las economías emergentes

Según se discute en el Capítulo III, la demanda interna en los países emergentes parece haber mostrado mayor solidez que en ciclos precedentes, debido a la mejora de sus fundamentos macroeconómicos y a sus balances más saneados. El continuo aumento del capital afluente hacia muchas de estas economías ha mejorado también las perspectivas de inversión. Sin embargo, el encarecimiento de los alimentos y el petróleo ha debilitado en los últimos meses la confianza de los consumidores, especialmente en los países asiáticos importadores de materias primas.

Con todo, EEUU continúa siendo un importante socio comercial

Existen también motivos para pensar que la economía mundial aún no ha encajado plenamente el impacto de la desaceleración en Estados Unidos. Este país sigue siendo un importante socio comercial de economías como Canadá, China, Japón y México. Las importaciones del sector estadounidense de alta tecnología han mantenido su vigor, limitando los efectos adversos sobre el comercio intrarregional asiático, aunque la situación podría cambiar en caso de agudizarse la desaceleración en Estados Unidos. Una reducción prolongada del ritmo de crecimiento en ese país podría socavar la confianza de consumidores y empresarios en todo el mundo, un riesgo que la brusca caída de los mercados bursátiles internacionales en enero de 2008 se encargó de subrayar. Además, la inversión y el empleo de numerosas empresas de China y Japón dependen de sus exportaciones a Estados Unidos, lo que implica que el gasto de capital en esos países podría no ser tan autónomo como suele suponerse. De igual modo, las exportaciones continúan siendo la principal fuente de demanda en Alemania, lo que hace a la zona del euro vulnerable ante una posible desaceleración de otras economías, incluida la estadounidense, no sólo a través de los efectos directos sobre la economía alemana, sino también de los indirectos sobre el comercio y la inversión intrarregionales.

Otras perturbaciones simétricas también podrían debilitar la demanda mundial

También es probable que la demanda mundial se vea frenada por otras perturbaciones concomitantes a la desaceleración estadounidense. En primer lugar, los efectos de la perturbación negativa sobre la demanda podrían agravarse por una contracción generalizada de la oferta de crédito en las economías industriales avanzadas, cuestión ésta que se examina más

adelante. En segundo lugar, el notable encarecimiento de las materias primas, sobre todo del crudo, ha deteriorado considerablemente los términos de intercambio en los países importadores de petróleo. Un análisis de la Agencia Internacional de la Energía posterior a la subida de precios a comienzos de la década actual planteaba que un encarecimiento medio de 10 dólares por barril del petróleo importado por los países de la OCDE podría reducir el crecimiento en 0,4 puntos porcentuales y elevar la inflación en 0,5 puntos porcentuales al cabo de un año. De hecho, el coste medio de importación de petróleo de los principales países de la OCDE experimentó una subida de 35 dólares por barril en los doce meses anteriores a enero de 2008.

El impacto real sobre el crecimiento ha sido por ahora limitado, en parte por la reticencia o la incapacidad de las empresas para trasladar plenamente a los consumidores el encarecimiento del petróleo. Además, la mayor riqueza procedente de la revalorización de la vivienda y de las acciones, así como la amplia oferta de crédito bancario hasta mediados de 2007, alentaron el consumo. Sin embargo, un deterioro sustancial de las perspectivas de empleo y riqueza podría reforzar los efectos del encarecimiento del petróleo y de los alimentos sobre el gasto de los hogares, especialmente en países en los que el consumo se ha apoyado de forma significativa en la acumulación de deuda.

#### *Políticas y otros factores que influyen en la demanda futura*

Siempre que las presiones inflacionistas se mantengan contenidas, podría resultar útil aplicar políticas que compensen la debilidad de la demanda mundial. Las masivas operaciones de provisión de liquidez realizadas por los principales bancos centrales pueden haber limitado el impacto potencial de la reciente convulsión financiera sobre los costes de financiación de los bancos. Además, desde agosto del pasado año, la política monetaria se ha vuelto más expansiva en diversas economías industriales avanzadas. Con todo, sus efectos sobre la demanda dependen crucialmente de varios factores. Uno de ellos es la valoración de los riesgos crediticios. Por ejemplo, en Estados Unidos, donde el sesgo expansivo de la política monetaria ha estado más marcado, las tasas de interés de los préstamos de bajo riesgo a los hogares han caído, aunque las aplicadas a productos de más riesgo como las hipotecas de importe elevado (*jumbo*) y los bonos sin grado de inversión han subido al aumentar las primas de riesgo. Un segundo factor radica en la posibilidad de que los bancos recorten la oferta de crédito mediante mecanismos ajenos a los precios, atenuando así el impacto de las menores tasas de interés oficiales. Un tercer factor sería el excesivo endeudamiento de los hogares, que podría inducirles al ahorro en lugar de al gasto (según se analiza más adelante). Al margen del impacto de las menores tasas oficiales sobre la demanda agregada, un riesgo fundamental es que el reciente aumento de la inflación y de las expectativas de inflación pudiera limitar la futura flexibilidad de la política monetaria.

Una política fiscal más expansiva también podría estimular la demanda en algunos países. En caso de desaceleración, los estabilizadores automáticos ayudarán a sostener la demanda, en especial en la zona del euro (véase el

Una rápida reacción de los bancos centrales y la rebaja de las tasas de interés oficiales podrían estimular la demanda...

... al igual que una política fiscal expansiva

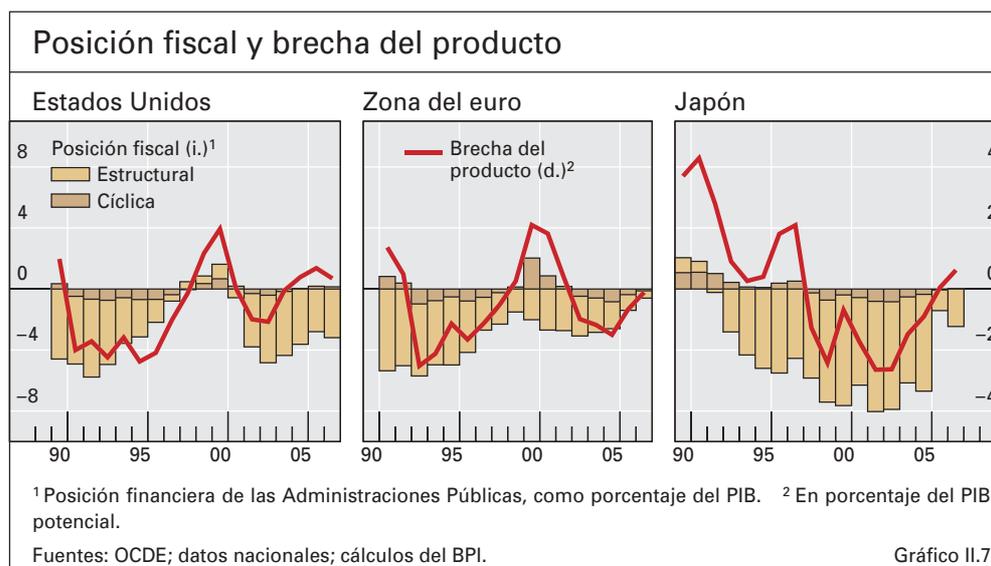


Gráfico II.7). Además, el déficit presupuestario estructural ha ido disminuyendo en la zona del euro en los últimos años, conforme a las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Este mayor margen de maniobra ha permitido que los planes presupuestarios para 2008 prevean un ligero incremento del déficit estructural hasta el 0,9% del PIB. En Japón, se prevé que el déficit estructural disminuya en 2008. En Estados Unidos, la orientación general de los presupuestos ha seguido fomentando la demanda a corto plazo. Para este año se prevé un impulso temporal de la demanda derivado del reciente paquete de estímulo fiscal, consistente en devoluciones impositivas a particulares y empresas por un importe aproximado del 1% del PIB de 2007.

Una cuestión importante es si se dispone de margen de maniobra para estimular aún más la demanda con medidas fiscales discrecionales. En Estados Unidos, el cociente de deuda sobre PIB ronda ya el 60% y sería mucho más elevado si incluyera los pasivos implícitos derivados de los gastos a largo plazo en asistencia sanitaria y pensiones. En la zona del euro, los reducidos déficits o los continuos superávits de Alemania, Austria y España, así como el descenso previsto de los cocientes de deuda, podrían implicar un mayor margen para que las autoridades utilicen políticas fiscales a fin de estimular la demanda. No obstante, en Grecia e Italia los cocientes de deuda pública rondaban el 100% del PIB a finales de 2007, con visos de permanecer en cotas elevadas. En casi todos los países de la zona del euro, los pasivos implícitos derivados de los futuros gastos en sanidad y pensiones continúan siendo abultados en un contexto de rápido envejecimiento de la población. En Japón, por su parte, la deuda pública bruta supera ya el 180% del PIB y los pasivos implícitos del sector público también son elevados. Aunque el tipo impositivo agregado es reducido y podría incrementarse a la larga, el descenso de la población que ya se viene produciendo complica aún más la situación.

Otra cuestión es la eficacia de la política fiscal. Los multiplicadores fiscales parecen haber disminuido en los países industriales avanzados en el curso de las últimas décadas, siendo así que la mayor apertura de sus economías y la liberalización financiera han reducido el número de personas

Sin embargo, el margen de maniobra para un estímulo fiscal difiere por países...

... y existe incertidumbre sobre su eficacia

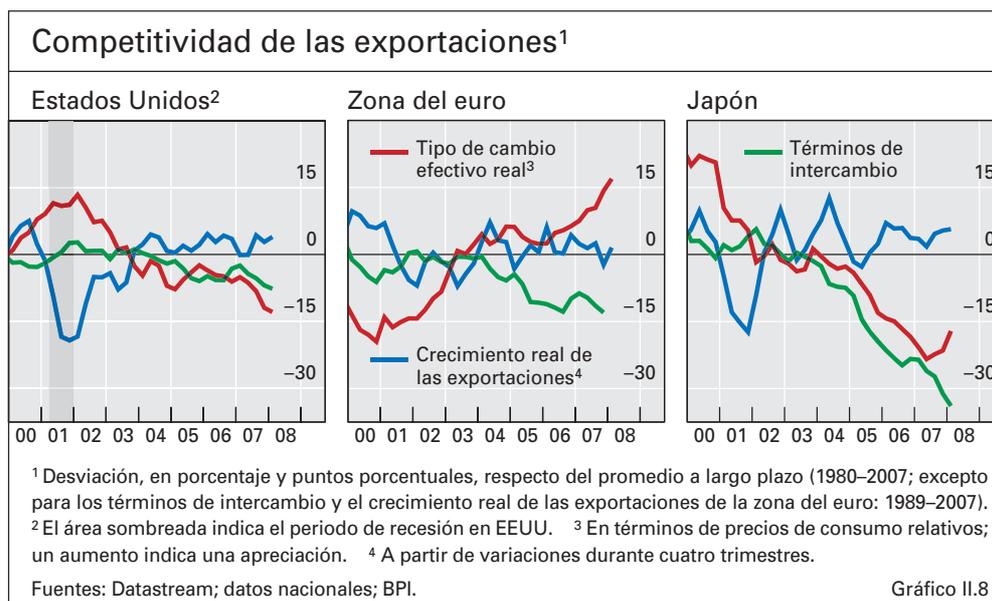
con problemas de liquidez. Pese a ello, la aplicación de programas de estímulo bien dirigidos aún podría ser útil, especialmente si relajaran las restricciones de gasto de los hogares que ya no tienen acceso al crédito. Un estímulo de carácter temporal también podría limitar los déficits futuros, y con ello el impacto de cualquier aumento esperado de las cargas tributarias futuras. En el caso de Estados Unidos, estimaciones recientes sugieren que la propensión marginal a consumir a cuenta de incentivos fiscales temporales podría ser sustancial (en torno a 0,4) y la materialización del impacto, rápida. Sin embargo, es probable que la paulatina desaparición de los efectos de dichos incentivos menoscabe el crecimiento más adelante.

Un factor con implicaciones para la distribución de la demanda mundial ha sido la variabilidad de los tipos de cambio. En abril de 2008, el valor efectivo real del dólar estadounidense era un 25% inferior al de su máximo de febrero de 2002, siendo su depreciación sustancial incluso en comparación con el promedio de largo plazo del periodo 1980–2007 (véase el Gráfico II.8). Un dólar más débil continuará respaldando el crecimiento estadounidense, al fomentar las exportaciones y la demanda de bienes producidos por los sectores internos que compiten con las importaciones. Además, también eleva el valor en dólares de los ingresos procedentes de activos estadounidenses en el extranjero, reforzando el impacto positivo sobre la balanza comercial. Sin embargo, si la depreciación del dólar fuera acusada podría crear mayores expectativas de inflación y dificultar el control de la misma.

En cambio, el valor efectivo del euro ha aumentado considerablemente en los dos últimos años. Esta apreciación amortigua el efecto de la subida del precio del petróleo en dólares, pero también modera la demanda de bienes comerciables producidos en la zona del euro. Aun así, sus exportaciones han seguido creciendo en torno a su tasa secular, gracias a la fuerte demanda de los mercados emergentes. El mayor crecimiento de la productividad en el sector manufacturero alemán ha compensado parte

La depreciación del dólar podría impulsar el crecimiento en EEUU...

... pero crea fuertes presiones sobre la competitividad de la zona del euro



de los efectos negativos de la apreciación del euro sobre la competitividad, que sin embargo se ha deteriorado en otros países de la zona, como España e Italia. Por su parte, el valor efectivo real del yen se ha reducido notablemente en los últimos años, contribuyendo a incentivar las exportaciones japonesas.

## Evolución de la inflación en las economías industriales avanzadas

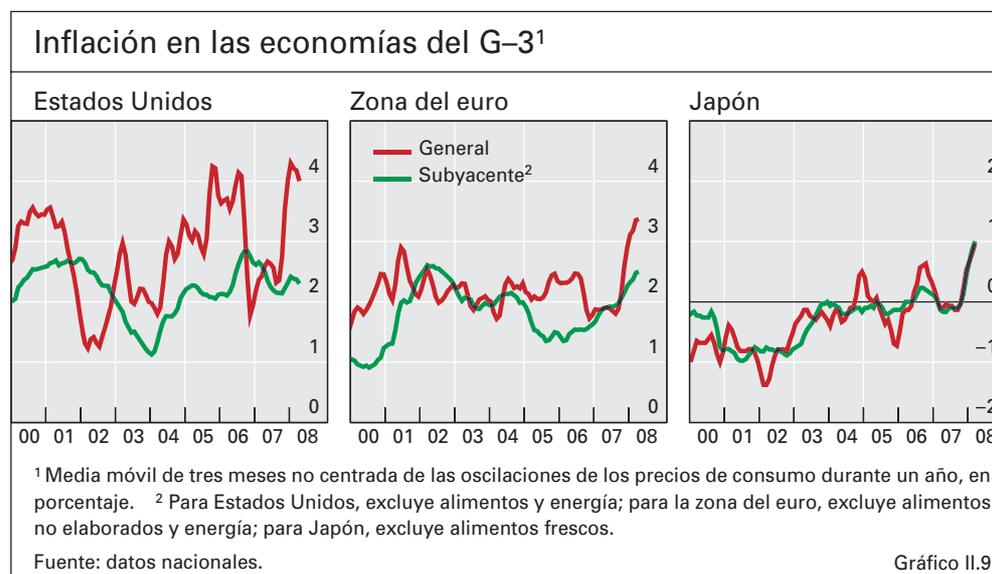
### *Crecientes riesgos de inflación*

El aumento de la inflación, liderado por las materias primas,...

El brusco encarecimiento de las materias primas desde comienzos de 2007 ha elevado considerablemente la inflación general en las economías industriales avanzadas. En abril de 2008, la tasa de inflación interanual medida por el IPC rondaba el 4% en Estados Unidos y superaba el 3% en la zona del euro, mientras en Japón consiguió situarse en marzo por encima del 1% (véase el Gráfico II.9). En Estados Unidos, el coste de la energía en el mercado interno se incrementó más del 15% en el periodo de 12 meses hasta abril de 2008, al tiempo que la inflación de precios de alimentos y bebidas lo hizo un 5%, rozando su máximo de las dos últimas décadas. En la zona del euro, el encarecimiento de la energía superó el 10,5% y el de los alimentos el 6%. El mayor coste de la energía representó casi un tercio de la inflación general en Estados Unidos y en la zona del euro. Además, la inflación subyacente (calculada conforme a diferentes definiciones nacionales), que había permanecido relativamente contenida hasta 2006, repuntó en la zona del euro y en Japón. En Estados Unidos, la inflación subyacente medida por el IPC se mantuvo relativamente estable hasta abril de 2008.

... plantea incógnitas sobre la persistencia de la inflación...

Un interrogante básico es si persistirán los altos precios de los alimentos y del petróleo. Si el aumento de la demanda de las principales materias primas siguiera superando al de la oferta en el largo plazo, seguiría siendo muy factible un encarecimiento sostenido de los alimentos y de la energía. En muchas economías industriales avanzadas es probable que la carestía de los



Evolución de las previsiones de inflación <sup>1</sup>						
	Periodo de previsión: Ene 2001–Abr 2003		Periodo de previsión: May 2003–Sep 2005		Periodo de previsión: Oct 2005–Mar 2008	
	General	Sub- yacente <sup>2</sup>	General	Sub- yacente <sup>2</sup>	General	Sub- yacente <sup>2</sup>
IPC EEUU	0,88	0,86	0,67	0,79	1,05	1,14
Deflactor GCP, EEUU	0,51	0,48	0,79	0,90	0,87	0,98
IAPC, zona del euro	0,52	0,87	0,32	0,34	0,64	0,84
IPC, Japón	0,93	0,70	0,40	0,28	0,54	0,50

<sup>1</sup> Raíz del error cuadrático medio (RMSE) de las previsiones de inflación extramuestrales a doce meses obtenidas a partir de una regresión de la inflación general anual sobre la inflación general o bien sobre la subyacente (periodo de estimación: enero 1991–diciembre 2000). Las áreas sombreadas indican una RMSE menor dentro de cada periodo de previsión. <sup>2</sup> Para Estados Unidos, excluye alimentos y energía; para la zona del euro, excluye alimentos no elaborados y energía; para Japón, excluye alimentos frescos.

Fuentes: datos nacionales; estimaciones del BPI. Cuadro II.2

alimentos incluidos en la cesta de consumo se mantenga por algún tiempo conforme las subidas de los precios industriales se transmitan a los precios minoristas y las presiones de los costes compriman los márgenes de beneficio de las empresas más allá de niveles sostenibles.

En el pasado, el índice de inflación general solía seguir al subyacente, debido sobre todo a que la volatilidad de los precios de los alimentos y del petróleo reflejaba breves perturbaciones por el lado de la oferta. Este hecho animó a los bancos centrales a centrarse en la inflación subyacente como medida de las presiones estructurales sobre los precios, pero esta relación se ha debilitado por la prolongada subida de los precios de las materias primas en los últimos años (véase el Cuadro II.2). Por ejemplo, en la zona del euro, la inflación general ha sido en los tres últimos años un indicador mucho más fiable de la inflación a un año vista que la inflación subyacente. En Estados Unidos, la inflación general también ha permitido predecir la inflación un poco mejor que su componente subyacente desde mediados de 2003, momento en que los precios de la energía iniciaron su tendencia alcista. La experiencia de Japón ha sido un tanto distinta, ya que el indicador de inflación subyacente conforme a la definición nacional continúa prediciendo mejor la inflación general futura, aunque esto podría obedecer básicamente a que aquel incluye los precios del petróleo.

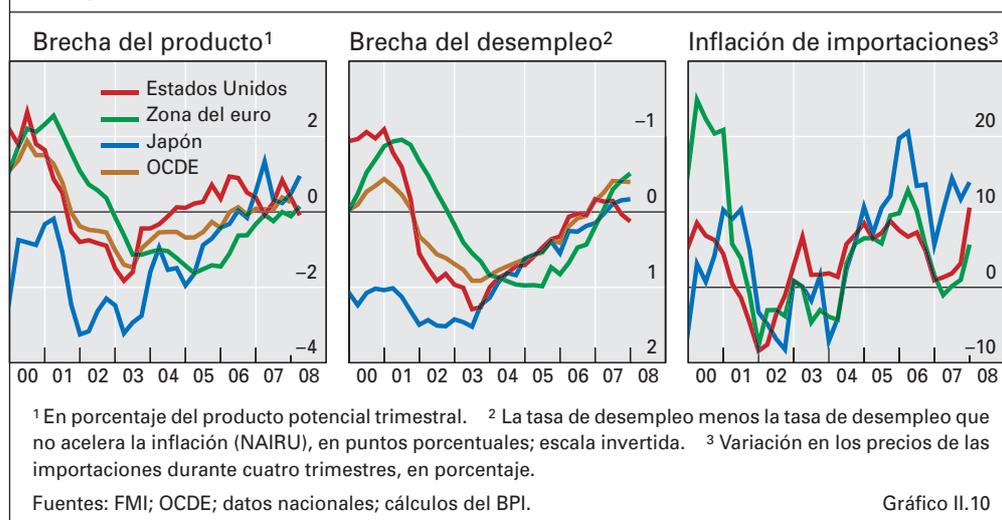
#### *Determinantes de la inflación subyacente*

En vista de los factores que subyacen a la actual coyuntura, cabe preguntarse qué es más probable: que la inflación subyacente converja hacia la inflación general o al contrario. En numerosas economías industriales avanzadas, la producción parece haberse mantenido en torno a su potencial, e incluso podría situarse por debajo del mismo en el futuro (véase el Gráfico II.10). En Estados Unidos, los indicadores de la brecha del desempleo sugieren una creciente holgura de la economía. En otros países de economías industriales

... y desafíos a las autoridades monetarias al evaluar las presiones inflacionistas

Previsión de mayor holgura económica en las principales economías industriales avanzadas...

## Holgura económica y precios de las importaciones



avanzadas, si bien las tasas de desempleo aún son bajas, una mayor debilidad de la demanda podría reducir el empleo en el futuro. Así pues, las presiones de la demanda sobre la inflación subyacente deberían seguir siendo moderadas en conjunto.

... y escasa probabilidad de que los costes laborales unitarios representen una seria amenaza...

Del mismo modo, la reciente trayectoria de los costes laborales unitarios en las economías del G-3 ha sido favorable. En Estados Unidos, la tasa de crecimiento interanual de éstos retrocedió hasta el 0,2% en el primer trimestre de 2008, quebrando la tendencia alcista que la había situado por encima del 4% en el primer semestre de 2007. En la zona del euro, aunque dichos costes han aumentado en los últimos años a ritmos moderados y estables próximos al 1,5%, en el cuarto trimestre de 2007 crecieron en torno al 2%. En Japón en cambio han disminuido en los últimos años, en parte por la caída o el lento aumento de los salarios nominales.

La futura evolución de los costes laborales unitarios dependerá de forma significativa del comportamiento de los salarios. Desde la década de los 80, su participación en el valor añadido bruto total se ha reducido en diversas economías industriales avanzadas, con el correspondiente aumento de la participación de los beneficios. Sin embargo, recientemente han aumentado las demandas salariales, sobre todo en Europa. En Alemania, por ejemplo, tras un largo periodo de estancamiento o caída de los salarios reales, los sindicatos han reivindicado este año mayores subidas. Un reajuste aislado de los salarios, tras un periodo de notable crecimiento de la productividad, no sería necesariamente inflacionista, pues podría compensarse con una caída de los márgenes de beneficio hasta los niveles anteriores. Sin embargo, si el aumento salarial fuera continuo podría acarrear importantes riesgos de inflación al inducir a las empresas a revisar sus precios al alza.

... pero se observa una moderación de las presiones a la baja por el efecto de la globalización sobre la inflación

Otra incógnita relativa a la evolución de la inflación es en qué medida las presiones a la baja sobre los precios por efecto de la globalización podrían estar moderándose o incluso revirtiéndose. Uno de estos factores ha sido la demanda sostenida de materias primas, impulsada por el fuerte crecimiento de las economías de mercado emergentes. Esa demanda parece estar

presionando sobre los recursos disponibles a escala mundial, encareciendo los principales productos básicos y alimenticios.

Un segundo factor atañe al rápido crecimiento de los salarios reales en algunos países con estructuras productivas de bajo coste, como China, en parte por la escasez de mano de obra cualificada y las subidas del salario mínimo (véase el Capítulo III). Esta dinámica ha tendido a elevar los precios de los bienes manufacturados importados desde las economías emergentes, sugiriendo que el proceso de convergencia de estas economías posiblemente acarreará continuas presiones alcistas sobre los precios de importación. Un factor distintivo de ciertos países, que podría haber acentuado algunos de los citados efectos sobre los precios, especialmente en Estados Unidos y el Reino Unido, es el acusado deterioro del tipo de cambio real en los últimos meses.

Por ahora no existen pruebas sólidas que indiquen una reversión más reciente de la tendencia, observada durante los años 90 y principios de la década actual, hacia una notable reducción del grado en que la oscilación de los precios de las materias primas y los tipos de cambio se transmite a los precios de importación y de consumo (véase el Cuadro II.3, así como el Cuadro II.2 del 75º Informe Anual). El grado de transmisión continúa siendo menor que el registrado durante las décadas de los 70 y los 80. Esto se debe en parte a que los exportadores extranjeros han sido capaces de mantener estables los precios en la moneda local de los importadores, ya sea ajustando sus márgenes de beneficio y los de sus distribuidores locales o hallando formas de incrementar en igual medida su productividad. Esto también podría implicar que las expectativas de inflación a largo plazo han permanecido ancladas.

Con todo, el grado de transmisión podría aumentar. Fuera de Estados Unidos, los márgenes obtenidos por los exportadores durante el periodo de apreciación del dólar han ido reduciéndose notablemente en periodos más recientes, al tiempo que podría resultar cada vez más difícil lograr ganancias

El grado de transmisión de los costes parece aún reducido...

... pero podría aumentar en el futuro

Transmisión de la inflación						
	Desde precios de materias primas hacia precios de importación <sup>1</sup>		Desde tipos de cambio hacia precios de importación <sup>1</sup>		Desde precios de importación hacia IPC subyacente <sup>2</sup>	
	1971-89	1990-2007	1971-89	1990-2007	1971-89	1990-2007
EEUU	0,29 **	0,22 **	0,47 **	0,16 *	0,33 **	0,14
Japón	0,35 **	0,27 **	0,74 **	0,40 **	0,23 **	0,02
Alemania	0,22 **	0,17 **	0,37 **	0,23 **	0,17 **	-0,07
Francia	0,19 **	0,10 **	0,77 **	0,03	0,27 **	-0,08
Reino Unido	0,20 **	0,12 **	0,68 **	0,46 **	0,25 *	0,14
Italia	0,31 **	0,25 **	0,66 **	0,41 **	0,32 **	0,49

\*\* y \* indican que las cifras son significativamente distintas de cero para niveles de confianza del 99% y 95% respectivamente.

<sup>1</sup> Variación, en porcentaje, de los precios de las importaciones en respuesta a un incremento del 1% en los precios de las materias primas (medidos en moneda local) o a una depreciación del 1% del tipo de cambio efectivo nominal. <sup>2</sup> Variación, en porcentaje, del índice de precios de consumo subyacente en respuesta a un incremento del 1% de los precios de las importaciones.

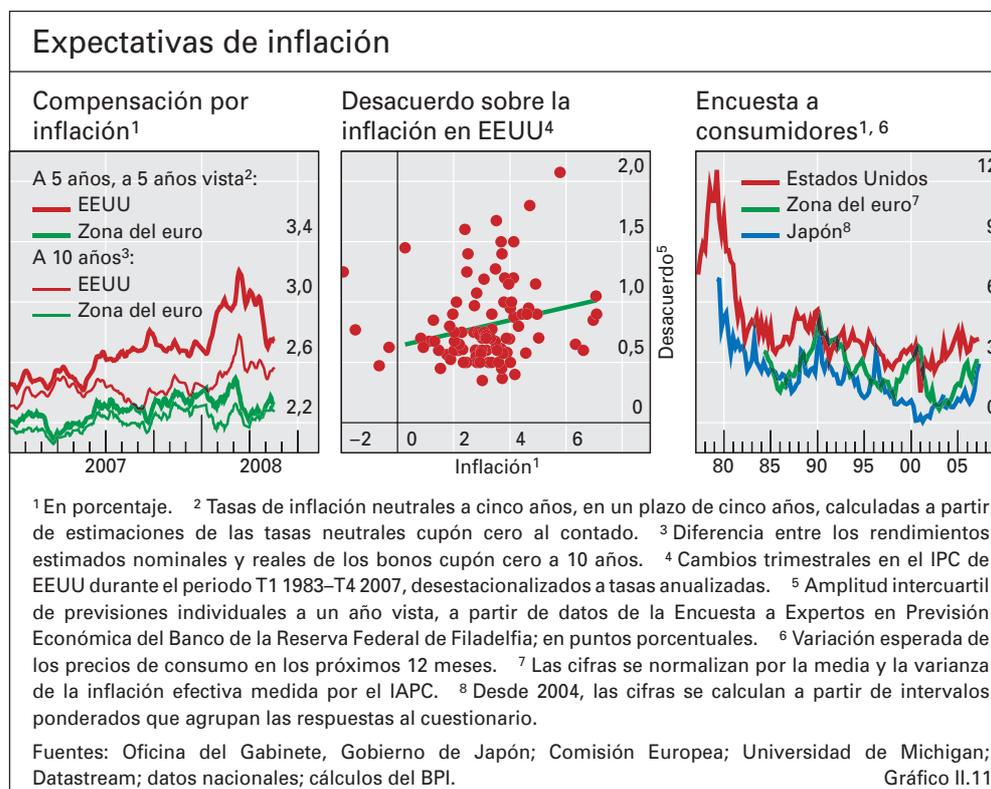
Fuentes: estimaciones del BPI a partir de datos de la OCDE, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) y otras agencias nacionales.

Cuadro II.3

de productividad. Además, el encarecimiento pronunciado y persistente de las materias primas o la depreciación de la moneda podrían elevar a la larga las expectativas de inflación, lo que más adelante podría desencadenar aumentos adicionales en el IPC subyacente.

Las expectativas de inflación a largo plazo han aumentado recientemente...

En este contexto, es probable que las expectativas de inflación jueguen un papel clave. Tras reducirse durante gran parte de 2006, los indicadores de expectativas de inflación a largo plazo basados en el mercado (a cinco años vista) crecieron durante 2007 en las principales economías industriales avanzadas (véase el Gráfico II.11), aunque retrocedieron ligeramente a comienzos de 2008. El incremento fue especialmente notable en Estados Unidos, donde existe una correlación positiva entre tasas de inflación más altas y mayor dispersión de las expectativas de inflación de los expertos en previsión económica. Con todo, no queda claro el grado de fiabilidad que ofrecen los precios de los bonos a la hora de conocer las expectativas de inflación en las actuales circunstancias. Por ejemplo, los considerables efectos de liquidez registrados en los mercados de deuda pública durante la reciente convulsión financiera podrían haber afectado a la volatilidad de estos indicadores. Otro factor explicativo podría haber sido un aumento de las primas por riesgo de inflación (en vez de mayores expectativas de inflación futura), si bien esto parece más probable en el caso de la zona del euro que en Estados Unidos (véase el Capítulo VI). La posibilidad de que las expectativas de inflación hayan comenzado a elevarse se apoya también en otro tipo de indicios. Aunque las expectativas de inflación a corto plazo reveladas en las encuestas a los hogares han permanecido en general por debajo de los niveles de la década de los 80, su tendencia ha sido alcista durante el último año en las principales economías industriales avanzadas.



Una cuestión importante que atañe a la política monetaria es la firmeza del anclaje de las expectativas de inflación ante perturbaciones adversas sobre los precios. Por una parte, si las expectativas de inflación estuvieran orientadas hacia el futuro, su anclaje habría mejorado en la última década gracias a la mayor credibilidad de la política monetaria. Por otra, si estuvieran orientadas sobre todo hacia el pasado, basándose por ejemplo en el aprendizaje de los agentes privados, podrían haberse moderado a raíz de la favorable evolución de la inflación en periodos anteriores, básicamente por la contención de los precios de los productos manufacturados gracias al aumento efectivo de la oferta de trabajo mundial. El mero hecho de que las expectativas de inflación a largo plazo parezcan haber estado bien ancladas en los últimos años no permite saber con certeza si podría revertirse su tendencia y en qué grado, ni cuál podría ser el detonante de esa reversión.

... y su anclaje podría perder firmeza

En la medida en que las expectativas de inflación estén orientadas hacia el pasado, la reciente tendencia al encarecimiento de los alimentos y de la energía podría afectarlas muy desfavorablemente. Existen indicios de que fuertes variaciones en los precios de algunos artículos «visibles» de adquisición más generalizada y frecuente (como por ejemplo pan, carne, leche y gasolina) pueden modificar las percepciones de inflación del público más que los cambios en los precios de artículos comprados de forma más intermitente. En la zona del euro, las encuestas indican que la inflación «percibida» aumentó a finales de 2007, coincidiendo con un alza de los precios de los alimentos. En el Reino Unido se ha constatado que la percepción de inflación de los consumidores suele estar más correlacionada con las tasas de inflación de los artículos adquiridos con una frecuencia al menos trimestral.

El encarecimiento de los bienes de adquisición frecuente subraya este riesgo

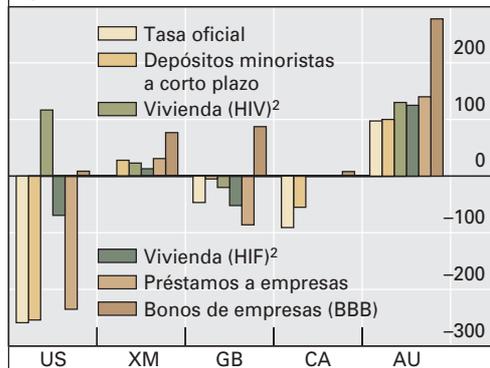
## Vulnerabilidad de los balances, endurecimiento crediticio y otros obstáculos

Las perspectivas de las economías industriales avanzadas dependen en gran medida de cómo interactúen las recientes perturbaciones de los mercados con la situación financiera de hogares y empresas y sus correspondientes decisiones de gasto. La convulsión ya ha conducido a un endurecimiento de las condiciones crediticias a través del aumento de los diferenciales aplicados en los préstamos bancarios (véase el Gráfico II.12). En el caso de Estados Unidos, y en menor medida Canadá y el Reino Unido, es indudable que las menores tasas oficiales han compensado en diversa medida la ampliación de los diferenciales crediticios. Aun así, las condiciones crediticias se han vuelto más estrictas en todos estos países, al endurecer los bancos sus criterios ajenos al precio para la concesión de crédito. En Estados Unidos, la proporción neta de bancos que notificaron tal endurecimiento en la mayoría de las modalidades de préstamo fue tan alta en el primer trimestre de 2008 como durante las recesiones de comienzos de los años 90 y principios de la década actual. En Australia, Canadá y el Reino Unido también se produjo un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito en una parte o en

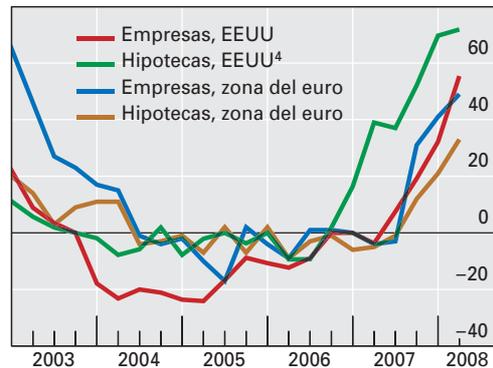
El endurecimiento de las condiciones crediticias en las principales economías...

## Condiciones actuales de concesión de crédito

Cambios en las tasas de interés desde julio 2007<sup>1</sup>



Cambios en los criterios de concesión de crédito<sup>3</sup>



AU = Australia; CA = Canadá; GB = Reino Unido; US = Estados Unidos; XM = zona del euro.

<sup>1</sup> Medias mensuales, en puntos básicos; a marzo de 2008. <sup>2</sup> Hipotecas a interés variable (HIV) y fijo (HIF).

<sup>3</sup> Porcentaje neto de bancos que endurecieron sus criterios de préstamo. <sup>4</sup> Desde 2007, media simple de créditos de bajo riesgo, alto riesgo y no tradicionales.

Fuentes: Datastream; datos nacionales.

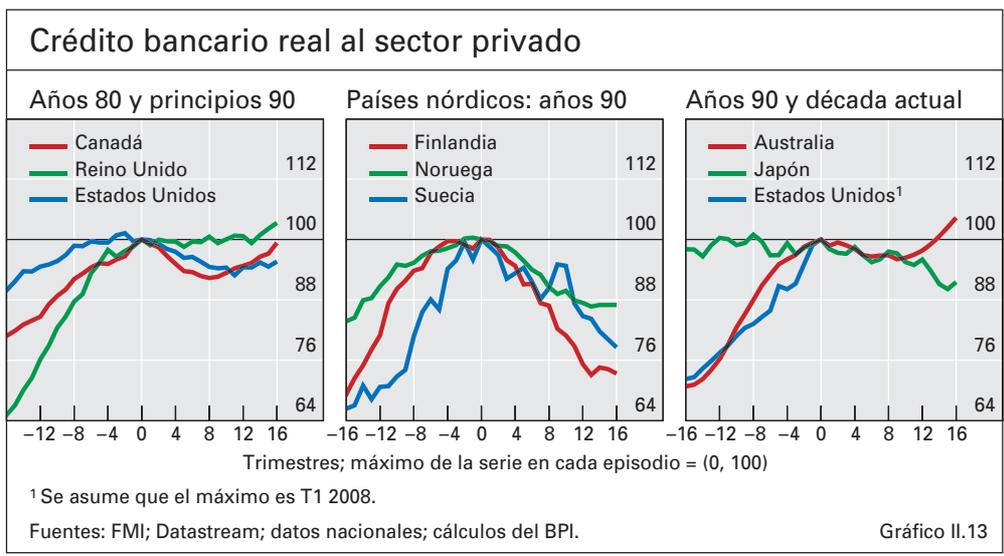
Gráfico II.12

la mayoría de los segmentos del mercado. En la zona del euro, el rigor de esos criterios es ahora mucho mayor en el caso del crédito a empresas, aproximándose a los niveles observados durante la contracción del mercado de crédito a principios de la presente década. En cuanto al crédito a los hogares, el endurecimiento ha sido significativo.

El reciente endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados de crédito se ha producido en un entorno de grandes aumentos del endeudamiento, sobre todo de los hogares estadounidenses. A juzgar por episodios de crisis anteriores en los mercados de deuda, cabe esperar importantes efectos macroeconómicos de este endurecimiento. Por ejemplo, se considera que la contracción del crédito en el periodo 1989–92 en Estados Unidos agravó la recesión de 1990. Este estrangulamiento crediticio se produjo inmediatamente después de la crisis de las cajas de ahorro y crédito estadounidenses en la década de los 80, un periodo caracterizado por el fuerte incremento de la exposición bancaria al sector inmobiliario comercial. Tras el máximo previo a la crisis, el crédito bancario en términos reales al sector privado estadounidense se contrajo durante largo tiempo (véase el Gráfico II.13). En otros países, la desaceleración del crédito fue más suave y la recuperación más rápida, como en el caso del Reino Unido, cuyo sector bancario también se encontraba en dificultades por aquel entonces. No obstante, en otros lugares la contracción del crédito fue más severa, como por ejemplo en los países nórdicos durante las crisis bancarias de comienzos de la década de los 90. En Suecia, por ejemplo, se produjo un acusado descenso del gasto de los hogares y una caída de la participación de la inversión en vivienda en el PNB desde un máximo del 6,5% en 1991 hasta el 1,5% en 1995.

Los efectos de todas estas crisis se vieron en última instancia agravados por la interacción de una fase de desaceleración del ciclo económico en la que se produjeron importantes caídas en los precios de los activos y un brusco

... ha tenido en el pasado notable relevancia macroeconómica...



deterioro de la solvencia de los prestatarios. En concreto, conforme se discute en el Capítulo VII, el ciclo crediticio corrió paralelo al de los precios de los inmuebles, con un gran impacto sobre el valor de las garantías reales aportadas y sobre el gasto agregado, tanto en la etapa expansiva como en la contractiva. En el actual ciclo crediticio, la elevada vulnerabilidad de la situación financiera de los agentes económicos en algunos países podría menoscabar las perspectivas económicas.

... al combinarse con ciclos económicos y de precios desfavorables

*Vulnerabilidad de los hogares*

Cabe esperar que cualquier modificación de los criterios de concesión de crédito tenga mayor repercusión en Estados Unidos, donde los problemas financieros de los hogares podrían ser más graves. El rápido aumento de su endeudamiento a partir de 2002 ha hecho posible que las familias mantengan el consumo y la inversión en vivienda en niveles insostenibles dado su nivel de renta (véase el Cuadro II.4). Este auge del endeudamiento fue en gran medida posible gracias a la fuerte subida de los precios de la vivienda, que relajó las restricciones al crédito en términos de garantías aportadas por hogares que, en caso contrario, no habrían podido endeudarse en tal medida, o incluso en absoluto. Además, los hogares estadounidenses pudieron movilizar el creciente valor neto de sus viviendas vendiéndolas, obteniendo nuevos préstamos contra su valor (*cash-out refinancing*) y ampliando el principal del préstamo aportando garantías hipotecarias. Algunas estimaciones del sector privado sugieren que estos ingresos ayudaron a financiar en promedio el 3% del consumo personal (incluida la liquidación de deudas no hipotecarias) entre 2001 y 2005.

Los hogares estadounidenses parecen más vulnerables...

Así, una fuente de vulnerabilidad es la combinación de escaso ahorro y elevado endeudamiento por parte de los hogares. Aunque la tasa de ahorro de las familias estadounidenses en relación con su renta disponible comenzó a caer desde niveles cercanos al 7,5% en 1992, su descenso fue particularmente acusado durante los primeros años de la presente década hasta prácticamente anularse en 2005. El notable incremento de la carga del servicio de la deuda

... por su elevado nivel de deuda...

## Sector no financiero: financiación, gastos y coeficientes de balance

En porcentaje del PIB, a menos que se indique lo contrario

	Estados Unidos		Zona del euro		Reino Unido	
	1998–2002	2003–07	1999–2002	2003–07	1998–2002	2003–07
<b>Sector empresarial no financiero</b>						
Inversión	8,2	7,1	11,2	11,0	10,5	9,2
Beneficios retenidos	7,6	7,6	8,2	7,7	10,7	10,1
Endeudamiento neto con intermediarios	0,6	1,1	2,6	3,7	6,9	10,2
Emisión neta de deuda	2,2	1,3	0,9	0,4	3,1	1,1
Emisión neta de acciones y participaciones	-1,1	-3,0	4,8	2,7	8,6	1,4
Deuda en circulación	45,5	43,7	76,3	85,3	83,6	108,7
<b>Sector hogares</b>						
Renta disponible	73,5	73,7	66,3	65,8	68,9	67,0
Gasto en consumo final	68,7	70,1	57,5	57,1	62,5	61,5
Inversión en vivienda	3,9	4,7	5,4	5,7	3,0	3,9
Deuda hipotecaria pendiente	50,7	70,4	28,3	35,4	56,9	76,5
Total de deuda pendiente	76,7	97,6	48,5	56,6	72,0	94,3
Activos financieros	330,6	320,2	186,5	191,7	305,2	280,8
<i>Pro memoria:</i>						
<i>valor neto de la vivienda</i> <sup>1</sup>	57,0	51,6	84,9 <sup>2</sup>	87,7 <sup>2,3</sup>	72,0	72,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Diferencia entre los activos inmobiliarios y la deuda inmobiliaria de los hogares en porcentaje de sus activos inmobiliarios totales. <sup>2</sup> Sólo para Francia; los activos no financieros de los hogares se utilizan como aproximación a los activos inmobiliarios. <sup>3</sup> 2003–06.

Fuentes: OCDE; Eurostat; Datastream; datos nacionales.

Cuadro II.4

durante este periodo, hasta superar el 14% de la renta disponible en 2007, aumentó la vulnerabilidad de los hogares frente a perturbaciones en la renta y en las tasas de interés. Es probable que el gasto de los hogares se debilite ahora ante el fuerte endeudamiento y la elevada carga de su servicio, el descenso del empleo y el endurecimiento generalizado de las condiciones crediticias.

... y la caída de los precios de la vivienda...

Una segunda fuente de vulnerabilidad se deriva de las fuertes caídas reales y previstas de los precios de la vivienda y de la riqueza, lo que reduce el patrimonio neto esperado de los hogares y por ende su capacidad de endeudarse para mantener su actual nivel de gasto. De hecho, el patrimonio neto de los hogares estadounidenses procedente del parque total de viviendas (la diferencia entre sus activos y pasivos inmobiliarios) ha sufrido una notable caída en los últimos años. Algunas estimaciones sugieren que la proporción de hogares estadounidenses donde el valor neto de su vivienda es negativo supera ya la cota máxima observada en el Reino Unido durante la desaceleración del mercado inmobiliario residencial de comienzos de los años 90.

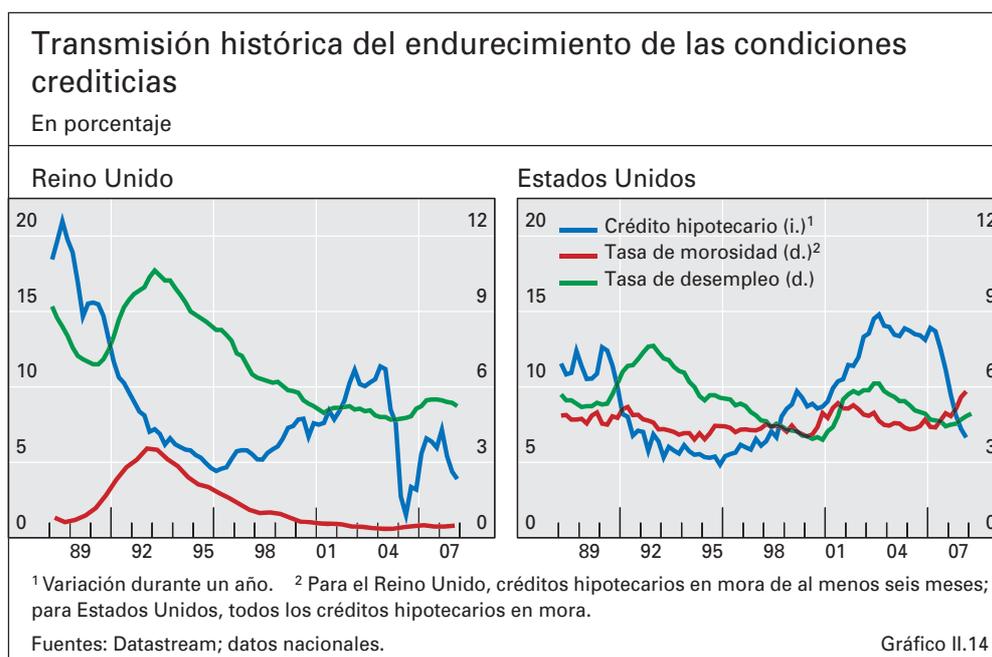
... así como por el alto riesgo de su endeudamiento

Una tercera fuente de vulnerabilidad responde al hecho de que, durante la expansión crediticia, el peso relativo en Estados Unidos de los préstamos hipotecarios concedidos a prestatarios de alto riesgo (*subprime*) o sin verificación de sus ingresos (*stated-income*) y de otros productos hipotecarios no convencionales muy arriesgados fue muy superior al de

otras economías industriales avanzadas. Conforme caen los precios de la vivienda y se endurecen las condiciones crediticias, aumenta la probabilidad de impago de esos créditos, pues los prestatarios disponen de escasos recursos financieros alternativos con los que amortiguar una caída de sus rentas o retrasar una ejecución hipotecaria, provocando con ello endurecimientos adicionales de las condiciones crediticias y más restricciones sobre el gasto. Además, la enorme laxitud de los criterios de concesión de crédito permitieron a numerosos prestatarios conseguir créditos que no podían costear ni siquiera a corto plazo, quizá especulando con que podrían refinanciarlos conforme subiesen los precios de la vivienda. Este fenómeno podría explicar por qué, en esta ocasión, las tasas de morosidad comenzaron a aumentar mucho antes que el desempleo, cuando en ocasiones anteriores ambas magnitudes evolucionaron más o menos a la par tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido (véase el Gráfico II.14).

El endeudamiento de los hogares también ha crecido con fuerza en el Reino Unido, aunque allí se ha utilizado menos para financiar el consumo, que de hecho ha disminuido en porcentaje del PIB (véase el Cuadro II.4). El cociente entre el valor neto de la vivienda y los activos inmobiliarios ha dejado de aumentar al desacelerarse o caer los precios de aquélla. Aunque las estimaciones actuales sugieren que existen muy pocos hogares con un valor neto negativo de la vivienda, su evolución dependerá en gran medida de hasta dónde caigan los precios de ésta en el futuro. Los compradores de primera vivienda podrían ser más vulnerables, al soportar por lo general un elevado grado de apalancamiento y una carga del servicio de la deuda sustancialmente mayor. Aunque los criterios de concesión de crédito hipotecario en el Reino Unido no llegaron a ser tan permisivos como en Estados Unidos, sí que se relajaron considerablemente, al ser hasta hace poco más habituales relaciones préstamo-valor elevadas en el momento de la concesión del crédito (véase el Gráfico II.6).

El grado de vulnerabilidad parece menor en el Reino Unido...



... y es incluso más reducido en la zona del euro

En la zona del euro, por el contrario, la posición financiera neta de los hogares mantiene su solidez gracias al aumento sostenido de la riqueza estimada y al tímido incremento del endeudamiento. Durante el actual episodio de convulsión en los mercados, la ausencia de un auge generalizado en el segmento de la vivienda, la concentración relativamente alta de los activos financieros de los hogares en instrumentos de renta fija y la mayor proporción de hipotecas a interés fijo parecen haber limitado la vulnerabilidad financiera de los hogares. Además, la carga del servicio de sus deudas, situada en torno al 3% en promedio, continúa bastante por debajo de la existente en otras importantes economías industriales avanzadas.

Aun así, se observan notables diferencias dentro de la zona del euro. En algunos países, la deuda de los hogares ha crecido muy por encima del promedio de la zona, situado en torno al 60% del PIB. A finales de 2006, los coeficientes de endeudamiento superaban el 120% del PIB en los Países Bajos y oscilaban entre el 80% y el 90% en España y Portugal. Los criterios de concesión también parecen haberse relajado en ciertos casos durante el auge del mercado de la vivienda; por ejemplo en España, la relación préstamo-valor habitual superaba a la de Canadá y el Reino Unido. Dada la alta concentración de su riqueza en activos inmobiliarios, los hogares de algunos países parecen más expuestos al endurecimiento de las condiciones crediticias, especialmente si conlleva fuertes descensos de los precios de la vivienda.

#### *Posibles efectos sobre las empresas no financieras*

Los efectos sobre el sector empresarial dependen de su necesidad de financiación externa...

Los efectos de un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito sobre el sector empresarial dependerán de en qué medida recurran las empresas a financiación externa en lugar de hacerlo a recursos generados internamente. De hecho, los balances de las empresas no financieras han mejorado en las principales economías industriales avanzadas desde comienzos de esta década y su capacidad para financiar inversiones con beneficios no distribuidos continúa siendo elevada. En Estados Unidos, los beneficios no distribuidos han bastado para cubrir el gasto de inversión bruta de los últimos años, por lo que las empresas sólo han necesitado endeudarse para financiar recompras de acciones. Igualmente, en el Reino Unido los beneficios no distribuidos han cubierto por lo general la inversión bruta. Para saber si esto permitirá a las empresas amortiguar el impacto del endurecimiento de las condiciones crediticias sobre la economía habrá que ver antes cuánto se resienten sus beneficios al desacelerarse la economía, si pueden repartir menos dividendos para mantener elevados sus recursos propios y qué tipo de crédito externo estará disponible.

Una característica del presente endurecimiento de las condiciones crediticias es que el volumen de los préstamos apalancados, que había experimentado un enorme auge antes de la convulsión en los mercados, se ha reducido más que el de los préstamos incluidos en el balance (véase el Capítulo VII). Puesto que los primeros se utilizaron sobre todo para financiar operaciones de fusión y adquisición de empresas, cabe esperar que esta actividad se vea más afectada que la inversión en capital físico. Sin embargo, el auge previo del mercado de préstamos apalancados también impulsó al

alza los precios de las acciones, lo que probablemente dificultará ahora el acceso de las empresas a fondos más baratos para financiarse conforme se desaceleren las operaciones de fusión y adquisición.

En la zona del euro, la financiación con fines de inversión que recibe el conjunto del sector empresarial no financiero procede en gran medida de intermediarios financieros. Así pues, es probable que la inversión en estas economías sea más sensible a una contracción de la oferta de crédito intermediado que en Estados Unidos. Las empresas más pequeñas serían las más afectadas, por su limitado acceso a fuentes de financiación alternativas. No se sabe con certeza hasta qué punto las grandes empresas serían capaces de amortiguar los efectos de una contracción de la oferta de crédito recurriendo a los mercados de capitales. Estas empresas se verían más afectadas en Estados Unidos que en la zona del euro por perturbaciones en los mercados de deuda corporativa.

... la utilización de fuentes de financiación específicas...

Dentro del sector empresarial, es probable que un endurecimiento de las condiciones crediticias afecte en mayor medida a las empresas del segmento inmobiliario de uso comercial. Este tipo de prestatario suele recurrir al apalancamiento contra garantías más que a otras modalidades de crédito comercial y ha gozado de condiciones crediticias mucho más ventajosas que otras empresas. El endurecimiento de las condiciones declarado por los bancos estadounidenses ha sido especialmente acusado en dicho segmento y el crecimiento de la deuda hipotecaria del sector empresarial ya da muestras de desaceleración.

... y la modalidad de endeudamiento, con especial vulnerabilidad del segmento inmobiliario comercial...

Además, la caída de los precios del suelo inducida por el descenso de los precios de la vivienda ha afectado también al valor de la propiedad inmobiliaria no residencial en Estados Unidos (véase el Capítulo VII) y, con ello, al valor de las garantías aportadas. La demanda de edificios comerciales relacionados con la construcción residencial (como por ejemplo centros comerciales) es probable que disminuya. Estas dinámicas probablemente afectarán también al segmento inmobiliario de uso comercial en otros países.

... debido a su sensibilidad al valor de las garantías aportadas

En resumen, la conjunción actual de notables perturbaciones (dificultades de grandes bancos, endurecimiento de las condiciones crediticias, caída de los precios de los activos y encarecimiento inesperado de las materias primas) arroja gran incertidumbre sobre la previsión predominante de crecimiento sostenido —aunque más moderado— de la economía mundial en 2008. Resulta difícil predecir en qué medida los hogares con una situación financiera muy deteriorada en Estados Unidos y otras economías industriales avanzadas deberán replegarse ante estas perturbaciones. Aunque un aumento sustancial de la tasa de ahorro de los hogares estadounidenses podría propiciar una considerable reducción adicional del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, sería al precio de debilitar la demanda en el resto del mundo. Al mismo tiempo, los riesgos de inflación son superiores a lo que lo han sido en muchos años y, si no remiten al debilitarse el crecimiento, será necesario revisar la orientación de la política monetaria y fiscal.

En conclusión, las actuales perspectivas económicas son muy inciertas