

# ¿Un nuevo escenario para la economía mundial?

David Cano Martínez\*

Álvaro Francisco Lissón Aguiar\*\*

## Introducción

La economía mundial persiste en su expansión, acumulando una de las fases de crecimiento más largas de los últimos años, por lo que es lógico plantearse si estamos ante un nuevo modelo de crecimiento o si inevitablemente se repetirán los habituales ciclos, de tal forma que en próximos trimestres asistiremos a una contracción o, al menos, a una desaceleración. En Cano y Soler (2006) se realiza un enfoque de la posición cíclica desde la vertiente de los desequilibrios por cuenta corriente, pero se expone también el potencial riesgo que podría derivarse de un excesivo crecimiento de la inversión residencial, así como de una sobrevaloración inmobiliaria. En este sentido, los últimos meses han aportado claras evidencias de pérdida de dinamismo de ese componente del PIB en EE.UU. En línea con ello, en su último *World Economic Outlook*, el FMI (2006) introduce como factor de riesgo una desaceleración más intensa de lo esperado del mercado inmobiliario en EE.UU., con las implicaciones que tendría, no sólo sobre el resto de partida del PIB de aquel país, sino sobre el resto del mundo. La intención de este trabajo es anticipar cuál puede ser la evolución de la economía mundial en 2007 y si es posible un cambio de modelo, comparando, para ello, los aspectos en los que ha mejorado y en los que se han deteriorado.

\* Socio de Analistas Financieros Internacionales.

\*\* Economista de Analistas Financieros Internacionales.

## 1. Principales ventajas de la actual posición de la economía mundial

### 1.1. El proceso de endurecimiento de las condiciones monetarias parece ya concluido, sin que se hayan situado en terreno excesivamente restrictivo

En los diversos ciclos económicos expansivos observados en los últimos años, una de las causas más comunes que han originado una desaceleración intensa o, incluso, una recesión, ha sido un excesivo endurecimiento de las condiciones monetarias. El repunte de la inflación característico del excesivo consumo privado con el que suelen concluir los picos del ciclo y las distorsiones generadas por varios trimestres de *output gap* positivo, no suelen corregirse a corto plazo, sino que necesitan entre nueve y quince meses para compensarse. De esta forma, el banco central suele ser remiso a comenzar la necesaria fase bajista de los tipos de interés e, incluso, en ocasiones decide nuevas alzas, cuando el ciclo económico ya no las requiere. En definitiva, uno de los principales riesgos para la expansión es un excesivo endurecimiento de las condiciones monetarias. Y este ciclo no es distinto en ese aspecto. En los últimos meses hemos asistido a subidas generalizadas que convierten a 2006 en el ejercicio más tensionador. El principal riesgo lo encontramos en EE.UU., donde Ben Bernanke decidió situar los *fed funds* en el 5,25 por 100, es decir, por encima del 4,50 por 100 considerado como nivel neutral<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Ver, entre otros, "Estimating the «Neutral» Real Interest Rate in Real Time." TAO Wu. Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, number 2005-27, 21 de octubre de 2005.

Cuadro 1

### SUBIDAS Y BAJADAS DE TIPOS DE INTERÉS

En puntos básicos

| Año          | Subidas   |              | Bajadas   |              |
|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
|              | Número    | Cuánta       | Número    | Cuánta       |
| 2001         | 1         | 25           | 43        | 1.600        |
| 2002         | 13        | 375          | 10        | 425          |
| 2003         | 5         | 125          | 23        | 925          |
| 2004         | 19        | 475          | 7         | 200          |
| 2005         | 19        | 475          | 2         | 75           |
| 2006         | 22        | 550          | 0         | 0            |
| <b>Total</b> | <b>79</b> | <b>2.025</b> | <b>85</b> | <b>3.225</b> |

Fuente: Elaboración propia. Datos de EE.UU., UME, Reino Unido, Canadá, Australia, Suiza, Noruega, Suecia y Nueva Zelanda. A 6 de octubre de 2006.

Cuadro 2

### MÁXIMO TIPO DE INTERÉS DEL ANTERIOR CICLO ALCISTA, MÍNIMO DEL ÚLTIMO CICLO BAJISTA, NIVEL ACTUAL Y PORCENTAJE DE CORRECCIÓN DEL RECORTE DE TIPOS ENTRE 2001 Y 2003

|            | Máximo | Mínimo | Actual | Porcentaje |
|------------|--------|--------|--------|------------|
| Fed        | 6,50   | 1,00   | 5,25   | 77         |
| Canadá     | 5,75   | 2,00   | 4,25   | 60         |
| Australia  | 6,25   | 4,25   | 6,00   | 88         |
| N. Zelanda | 6,50   | 4,75   | 7,25   | 143        |
| BCE        | 4,75   | 2,00   | 3,00   | 36         |
| BoE        | 6,00   | 3,50   | 4,75   | 50         |
| Suiza      | 3,50   | 0,38   | 1,75   | 44         |
| Noruega    | 7,00   | 1,75   | 3,00   | 24         |
| Suecia     | 4,25   | 1,50   | 2,50   | 36         |

Fuente: Elaboración propia. A 30 de septiembre de 2006.

Aunque la cota alcanzada es más reducida que la vigente en 2000 (6,50 por 100), el nivel de endeudamiento (especialmente de las familias) es superior, por lo que es obvio el riesgo de que, una vez más, la Fed se haya excedido en el proceso de subidas de tipos. Sin embargo, las señales de intensa moderación en el mercado inmobiliario de aquel país y de los riesgos inflacionistas, han permitido una pausa en el proceso de subidas de tipos, que consideramos que podría ser definitivo<sup>2</sup>. Así como el nivel alcanzado por los *fed funds* supone un riesgo, la posibilidad de que haya parado ya y que, incluso, pueda recortar en 2007 si persiste la moderación de la inflación, es un aspecto positivo. Y no sólo por que no asistiríamos a más alzas en EE.UU., sino por las implicaciones que tendría sobre el resto de bancos centrales, especialmente el BCE. Éste también ha elevado el *repo*, pero hasta cotas reducidas desde un punto de vista tanto histórico como de regla de política monetaria. En este sentido, la evidencia empírica apunta a que no han coincidido en el tiempo recortes de la Fed con alzas de otros bancos centrales (salvo excepciones muy puntuales como el Banco de Canadá en marzo-abril de 2003).

En definitiva, y aunque no se pueda afirmar al 100 por 100 de probabilidad, el proceso de subidas de tipos de interés del USD ya ha concluido y el siguiente movimiento

<sup>2</sup> También lo descuentan así los mercados financieros, como pone de manifiesto la pendiente negativa de la curva de tipos de interés o los tipos implícitos de los futuros sobre el eurodólar a tres meses, que a fecha actual descuentan recortes de la Fed hasta el 4,5 por 100 a lo largo de 2007.

podría ser a la baja, tan pronto como en el primer trimestre de 2007. En este contexto, las alzas de otros bancos centrales también estarían cercanas a su fin. Desde una perspectiva histórica, las condiciones monetarias no son restrictivas, sino que, incluso, podríamos considerarlas como expansivas (ver gráfico 1).



## 1.2. Las materias primas podrían haber marcado un punto de inflexión

Otro de los riesgos a los que se ha tenido que enfrentar el actual ciclo económico ha sido el fuerte encarecimiento de las materias primas, especialmente las industriales y el petróleo y sus derivados<sup>3</sup>. La evidencia empírica de anteriores fases de elevaciones de los precios es clara y ha venido acompañada por procesos inflacionistas y caídas del PIB. En esta ocasión, sin embargo, no se han observado implicaciones relevantes en la inflación, lo que ha permitido un anclaje de los tipos de interés y éstos del crecimiento. El “reciclaje” de los USD hacia EE.UU. vía financiación exterior por parte de los países productores de materias primas y, especialmente de petróleo, ha permitido mantener anclados los tramos largos de las curvas de tipos, con el efecto positivo sobre la evolución del PIB. Al mismo tiempo, no se ha generado inflación porque las empresas no han trasladado a los precios finales los encarecimientos de los *inputs*, debido a que la fuerte competencia interior y exterior (por la presencia de los productores emergentes) se lo ha impedido. Sin embargo, y al contrario de lo que podría pensarse por esta incapacidad de traslación, los beneficios corporativos no se han deteriorado gracias, en este caso, a las fuertes ganancias de productividad derivadas de los procesos de inversión en nuevas tecnologías desde la segunda mitad de los noventa.

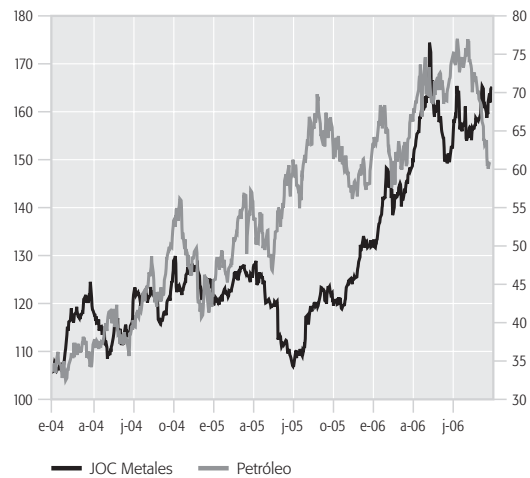
En definitiva, se pueden destacar cuatro aspectos que explican el menor impacto que sobre el ciclo económico tiene ahora el encarecimiento de las materias primas: el menor peso del sector industrial, la mayor competencia empresarial derivada de la aparición de las economías emergentes, las ganancias de productividad asociadas a las nuevas tecnologías y la mayor integración de los mercados de capitales internacionales. Los tres últimos factores, aunque seguramente tengan un carácter estructural, no necesariamente garantizan la ausencia de presiones inflacionistas y de pérdida de PIB ante futuros encarecimientos de las materias primas. En este sentido, desde el pasado mes de agosto estamos asistiendo a una corrección en las cotizaciones, especialmente en el petróleo y sus derivados, pero también en metales y productos industriales, lo que sin duda podemos valorar de forma positiva.

Aunque el comportamiento del mercado de materias primas está distorsionado por la presencia de los especuladores (mayor en proporción que en otros mercados financieros), los fundamentos macroeconómicos que subyacen en su evolución se han modificado en los últimos meses. Por un lado, la economía mundial crece a un me-

<sup>3</sup> No es el caso de los productos alimentarios. Véase el capítulo 5 de FMI (2006).

Gráfico 2

### EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (WEST TEXAS) Y DE UN ÍNDICE DE METALES INDUSTRIALES



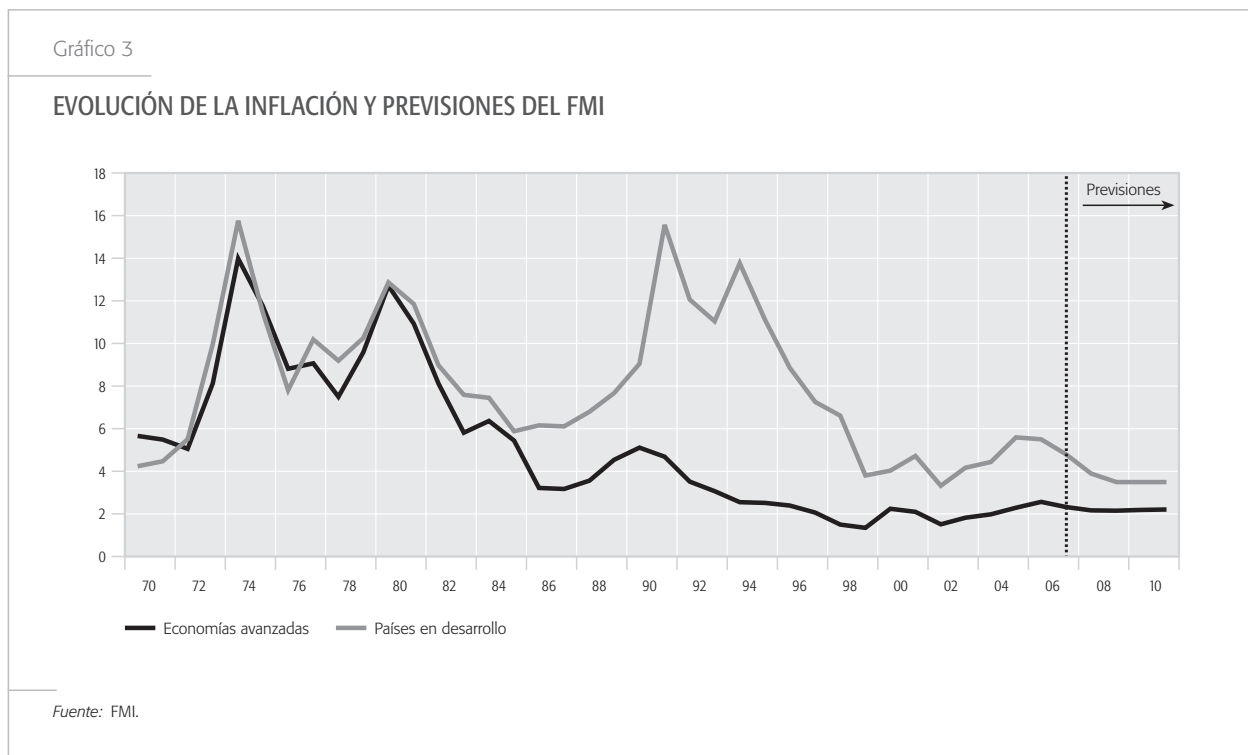
Fuente: Bloomberg.

nor ritmo, con el consiguiente impacto sobre la demanda de materias primas. Desde el lado de la oferta, los procesos de inversión desarrollados en los últimos años al hilo de los mayores precios<sup>4</sup>, están favoreciendo un incremento de la producción diaria. Las consecuencias de un menor crecimiento de la demanda y una mayor oferta son claras en términos de precios, más intensas aún si tenemos en cuenta que las condiciones para los especuladores ya no son tan favorables: menor liquidez mundial y tipos de interés de financiación (yen, franco suizo y euro) más altos<sup>5</sup>.

Por lo tanto, aunque la economía mundial haya conseguido absorber relativamente bien el *shock* de las materias primas observado desde 2003, nada garantiza que pudiera hacerlo a uno nuevo, por lo que el final del proceso de subidas de las cotizaciones es una noticia positiva. Adicionalmente, una potencial caída en los precios debería suponer un estímulo para el consumo privado y un alivio para los bancos centrales, que podrían poner fin al proceso de subidas de tipos o, incluso, bajarlos gracias a la ausencia de presiones inflacionistas.

<sup>4</sup> El precio supera claramente al coste marginal del productor menos eficiente, en una proporción que supone un máximo histórico.

<sup>5</sup> Ver el capítulo 5 del *World Economic Outlook* del FMI publicado en septiembre de 2006: “The Boom In Non Fuel Commodity Prices: Can It Last?” en el que se exponen argumentos similares y se ofrece un modelo de previsión del precio del aluminio y del cobre que contempla caídas de los precios hasta 2010 de entre un 35 y un 50 por 100.



### 1.3. La inflación sigue sin ser un problema

En el apartado anterior hemos expuesto que, a pesar del fuerte encarecimiento de las materias primas y de la intensa expansión de la economía mundial, no se han observado, salvo excepciones (India, Turquía, Argentina, Indonesia, España, Rusia y, temporalmente, EE.UU.) presiones inflacionistas, de tal forma que los precios han crecido en este 2006 a tasas del 2,6 por 100 en las economías desarrolladas y al 5,2 por 100 en las emergentes (FMI, 2006). Podríamos decir, por tanto, que el punto de partida ante un potencial punto de inflexión en la economía mundial es positivo, ya que los bancos centrales no tienen que “purgar” el exceso de inflación por efecto de un *output gap* positivo durante un período prolongado de tiempo.

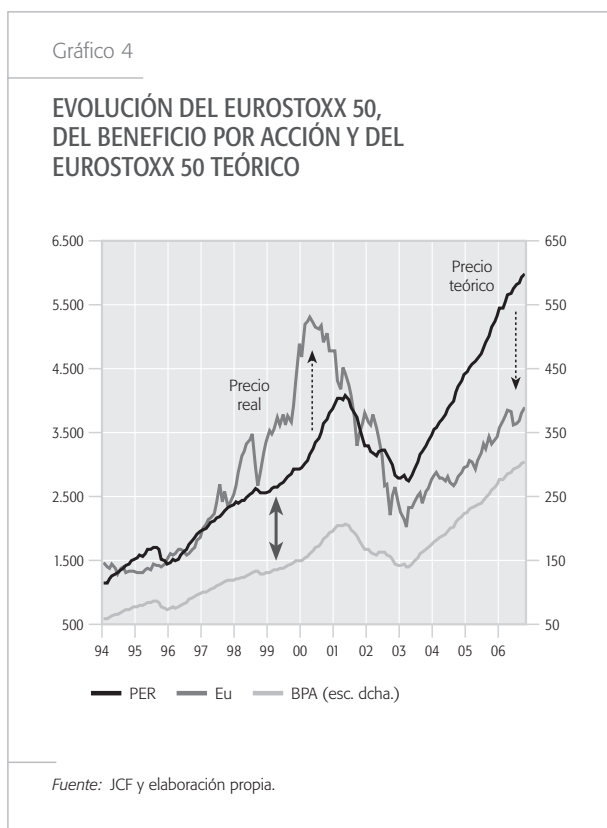
### 1.4. No existen burbujas en los mercados bursátiles

En línea con lo anterior, es característico que en los finales de los ciclos expansivos del PIB, los mercados bursátiles presenten sobrevaloración, entendida como un PER muy superior a su media histórica. Las expectativas de que se mantengan las importantes tasas de avance de los beneficios por acción (BPA) llevan a los inversores a pagar un

mayor precio por ellos, incurriendo en unos ratios bursátiles por encima de los sostenibles, y que se ajustan posteriormente de forma más o menos dramática cuando los compradores perciben el sesgo optimista en sus previsiones. Una corrección bursátil equivale a una medida procíclica, por el deterioro que supone en la renta disponible de los inversores, en los índices de confianza y en las mayores dificultades para las empresas para obtener financiación en los mercados bursátiles, por lo que intensifica el ritmo al que se desacelera la economía.

En esta ocasión, el cambio de fase del PIB se está produciendo con unos mercados de acciones que, a pesar de la revalorización generalizada a la que hemos asistido, no están sobrevalorados (incluso, en algunos casos, infravalorados), consecuencia del espectacular crecimiento de los beneficios empresariales. También, aceptando aquí las limitaciones de este tipo de análisis, es útil recurrir al principio de la “tracción del BPA” (Grau, 2005) aplicado, por ejemplo, al Eurostoxx 50. Como se puede observar en el gráfico 4, el BPA es ahora un 100 por 100 superior al vigente en marzo de 2003, es decir, en el inicio de la reactivación cíclica. De forma simultánea, desde entonces el Eurostoxx 50 (y la mayoría de índices bursátiles) también se han revalorizado algo más de un 100 por 100, lo que implica que ratios como el PER<sup>6</sup> hayan permanecido estables.

<sup>6</sup> El PER es el cociente entre precio de la acción y BPA.



Podríamos decir que el mercado bursátil “sólo está dispuesto a pagar lo que ve” (Cano y Suárez, 2006) y tras los excesos del año 2000, ahora no cotiza expectativas de futuros beneficios. El ejercicio que se realiza en el gráfico 4 es suponer cuál debería ser el nivel del Eurostoxx 50 (“precio teórico”) en caso de que el PER coincidiera con la media histórica. Obsérvese la sobrevaloración vigente entre febrero de 1997 y julio de 2002, así como la infravaloración actual. Según este modelo (que acepta una reversión del PER a su media histórica), el Eurostoxx 50 debería situarse ahora incluso por encima de los niveles vigentes en los máximos históricos de marzo de 2000 y no un 60 por 100 por debajo. Con este comentario no queremos decir que las bolsas se vayan a revalorizar en próximos meses, pero sí que los beneficios empresariales han alcanzado el nivel que el mercado descontaba hace seis años y que “compró” excesivamente pronto. Tal vez este fallo de previsión ha generado cierta desconfianza entre los inversores y les ha llevado a replantearse, a la baja, el PER medio exigido en una inversión en renta variable. Sea como fuere, y a efectos de reforzar la línea argumental de este artículo, es posible defender que las bolsas no han llegado al final de la fase expansiva del PIB en zona de sobrevaloración, lo que elimina uno de los canales más tradicionales de intensificación de la desaceleración económica: el estallido de las burbujas en los mercados de acciones.

## 2. Principales desventajas de la actual posición de la economía mundial

Junto a los aspectos diferenciales positivos que encontramos en el análisis del actual ciclo, también se detectan otros que deben valorarse de forma negativa y que, por tanto, suponen un riesgo importante. A continuación se exponen.

### 2.1. La desaceleración de la economía estadounidense es ya un hecho

A lo largo del pasado verano hemos contado con evidencias claras de desaceleración de la economía estadounidense, que encuentran reflejo en la decisión de la Reserva Federal de no elevar más el nivel objetivo de los fondos federales<sup>7</sup>. En el apartado posterior se hará referencia al componente del PIB que más muestras de pérdida de dinamismo muestra (la inversión residencial en inmuebles) pero también se ha comenzado a constatar un menor crecimiento en otros como el consumo privado y la inversión empresarial, que podría intensificarse si atendemos a la caída en los índices de sentimiento de cada uno de ellos. Además de la ausencia de subidas en los *fed funds*, otro reflejo del menor crecimiento en EE.UU. lo encontramos en la evolución de las previsiones de avance del PIB en 2007, que mes tras mes se revisan a la baja, situándose ahora en el 2,7 por 100, es decir, por debajo del potencial (ver gráfico 5). Volverá, por tanto, el *output gap* positivo en aquel país.

### 2.2. ¿Nos enfrentamos a una burbuja en el mercado inmobiliario estadounidense?

Uno de los debates que más se han intensificado en los últimos seis meses, es la salud del mercado inmobiliario estadounidense. Tras varios ejercicios de elevación en los precios, de la compra/venta, la refinanciación de hipotecas y la construcción, con las implicaciones positivas que ha supuesto sobre el PIB, desde el pasado mes de marzo, pero especialmente desde junio, contamos con señales que exigen, al menos, ciertas dosis de precaución. El NAHB<sup>8</sup> es un índice de sentimiento del sector que anticipa la futura evolución de la actividad y ésta, a su vez, de los precios de la vivienda. Su interpretación es similar a la de otros

<sup>7</sup> El Federal Open Market Comitee decidió mantener el nivel objetivo de los fondos federales tanto el 8 de agosto como el 20 de septiembre.

<sup>8</sup> National Association of Home Builders.

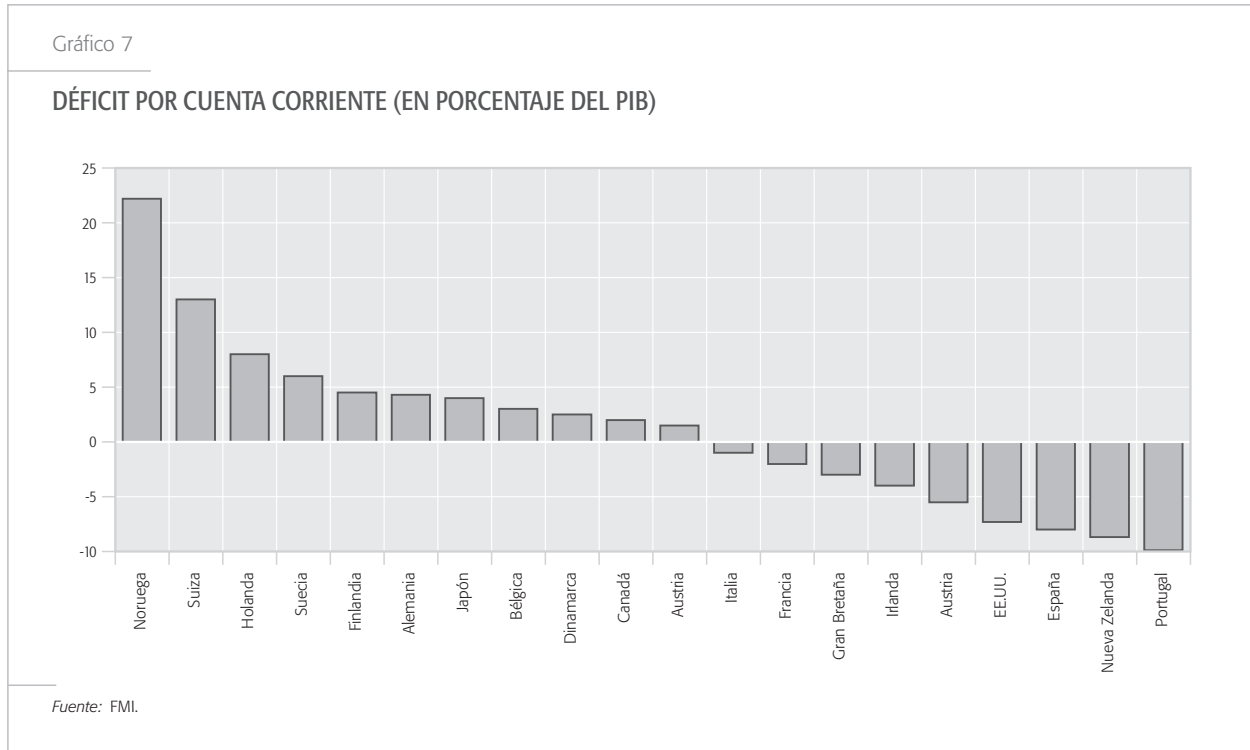


índices, por lo que cuando se sitúa por encima de la marca de 50 implica expansión de la actividad y cuando la pierde supone una recesión. Este índice ha sido el que ha abierto el debate, al ceder de forma intensa en los meses centrales del año hasta la zona de los 30 puntos, es decir, en clara recesión, y en niveles no observados desde 1991. Adicionalmente, se ha ido observado ya caídas en tasas interanuales en variables como permisos de construcción, viviendas iniciadas, ventas de viviendas e, incluso, en el mes de agosto, hemos presenciado cesiones en el precio de las mismas. Podríamos argumentar que sólo contamos con unos meses de señales de contracción en el mercado inmobiliario residencial estadounidense, que éste pesa relativamente poco en el PIB (5 por 100) o que otros mercados equivalentes como el del Reino Unido o Australia se han recuperado cuando sus bancos centrales han dejado de tensionar las condiciones monetarias, pero también aquí conviene ser prudentes y, al menos, alertar de la intensa caída que se han producido en alguno de los indicadores más relevantes del mercado inmobiliario que exigen apuntar el riesgo y tomar precauciones, como ha sido el caso de la Reserva Federal de EE.UU., que ha dejado de elevar su tipo de interés de referencia. No sabemos si existe o no burbuja inmobiliaria en EE.UU. pero no es necesario que se contraiga la actividad, las ventas o el precio de las viviendas, ya que con que se estanque, es suficiente para que el principal componente del PIB, el consumo privado, sea sensible a ello (como lo ha sido en todo el proceso de expansión anterior).

### 2.3. Los desequilibrios globales persisten

Si en la introducción señalábamos que en su último *World Economic Outlook* el FMI advertía de un nuevo riesgo para el ciclo (el mercado inmobiliario en EE.UU.), en este apartado recordamos que el desequilibrio más referido en los últimos años, el déficit por cuenta corriente de varios países, especialmente EE.UU., no sólo no se ha corregido sino que se ha ampliado<sup>9</sup>. En el gráfico 7 se recogen las previsiones para 2007, en el que se constata que las necesidades de financiación del exterior seguirán siendo superiores al 6 por 100 del PIB, lo que implica, dado el tamaño de aquella economía, unos 850.000 millones de USD. Pocos cambios en la situación de dependencia de los capitales, que también se constata en España.

<sup>9</sup> Según el último dato disponible de julio de 2006. No obstante, la moderación del precio del petróleo entre agosto y septiembre debería suponer una reducción del déficit por cuenta corriente, sobre todo si tenemos en cuenta que el encarecimiento del crudo de los últimos cuatro años sería responsable de un 50 por 100 de su deterioro, y en los últimos dos años, prácticamente el 80 por 100 del incremento del déficit vendría explicado por el empeoramiento de la balanza energética. Ver CAVALLO, Michele "Oil Prices and the US Trade Deficit". FRBSF Economic Letter 2006-24, de 22 de septiembre de 2006.



#### 2.4. Las autoridades económicas chinas siguen tratando de frenar su economía

Uno de los aspectos que más ha sorprendido en la coyuntura económica internacional ha sido la aparición de China como motor del crecimiento, con las implicaciones, tanto positivas como negativas, que ha supuesto<sup>10</sup>. Sin embargo, en este artículo queremos destacar los riesgos para el crecimiento de la economía mundial, por lo que es conveniente resaltar las dudas que, al igual que en EE.UU., se han generado para la economía china. Éstas residen en que desconocemos la capacidad de las autoridades económicas para conseguir un “aterrizaje” suave en las tasas de crecimiento de su PIB (desde el 10,5 por 100 actual). Es decir, nos enfrentamos a un modelo de desarrollo económico único en la Historia y es legítimo cuestionar la capacidad de frenar a la cuarta mayor economía del mundo a base de subidas de tipos de interés, apreciación de la divisa y medidas administrativas pero, al mismo tiempo, evitar una recesión. De momento, parece que el éxito en minorar la expansión del PIB es muy reducido, por lo que las actuaciones continuarán y se intensificarán en próximos meses. No es casual que el precio de las materias primas haya comenzado a moderarse desde el pasado 17

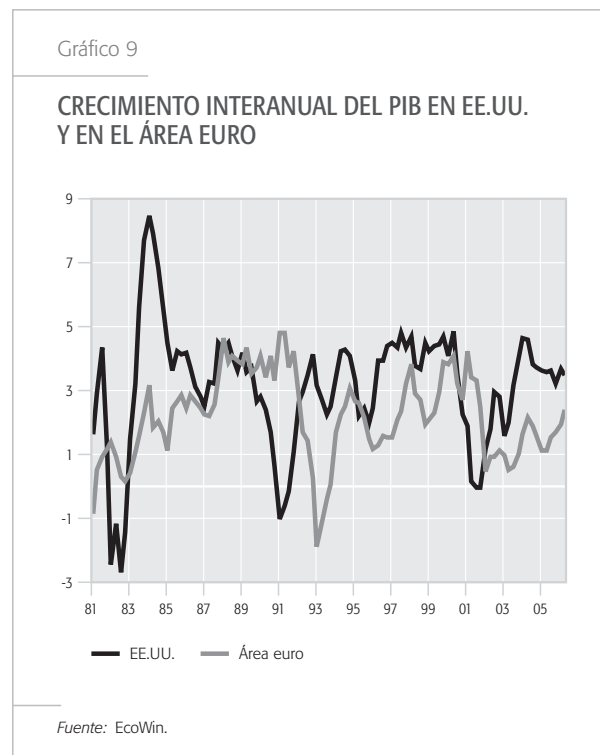
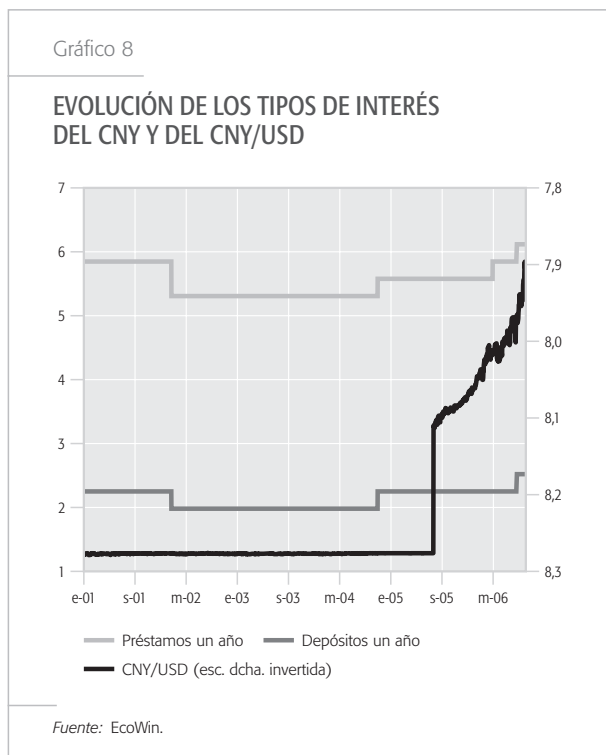
<sup>10</sup> En CANO (2005) se exponen las más relevantes y en *The Economist* (2006) se analiza el efecto conjunto de las economías emergentes.

de agosto, es decir, cuando la autoridad monetaria decidió subir tipos en 27 pb.

#### 2.5. ¿Tienen la UME y Japón capacidad para tomar el relevo a EE.UU.?

Con un EE.UU. desacelerándose y una China que podría hacerlo en próximos meses, es tiempo de mirar a las otras dos economías de mayor tamaño: Japón y la UME. En sendos casos, las dudas son las mismas: si en los últimos años el crecimiento ha dependido en gran medida de las exportaciones hacia EE.UU. y China, ¿serán capaces sus respectivas demandas internas de compensar las ventas al exterior? También aquí es razonable albergar alguna duda, sobre todo en un área euro que está experimentando un temprano proceso tanto de subidas de tipos de interés, como de impuestos en Alemania (+ 3 por 100 el IVA desde enero 2007). Es decir, política económica restrictiva en la vertiente monetaria y fiscal antes de que el consumo haya despuntado y sin que se haya creado el suficiente empleo como para compensar ambas medidas.

Castillo y Nieto (2006) apuntan que varios factores sugieren que ahora el canal de transmisión de las fluctuaciones cíclicas podría ser más intenso. Entre ellos, el incremento de la globalización en el comercio y de los vínculos entre los mercados financieros, la mayor internacionalización de las empresas y el incremento del efecto



contagio entre los índices de confianza. En definitiva, una de las consecuencias de la globalización económica es que los ciclos económicos de los distintos bloques están cada vez más correlacionados, un aspecto positivo cuando se está inmerso en una fase expansiva pero de evidente riesgo cuando se desacelerada, especialmente uno de sus "motores", como es el caso de EE.UU. En este sentido, Castillo y Nieto (2006) constatan que esta economía adelanta el ciclo de la UME entre dos y tres trimestres, siendo Francia el país más sensible e Italia el menos.

Así pues, y aunque cada ciclo económico presenta características propias que dificultan realizar previsiones, es lógico aceptar que tanto el Área Euro como Japón serán sensibles a la desaceleración de la economía estadounidense. Aunque sus respectivas demandas internas presenten ya una recuperación y, lo que es más importante, una destacada capacidad de crecimiento, seguramente no serán capaces de compensar la menor aportación de la demanda externa, sobre todo si deben hacer frente a un endurecimiento de las condiciones monetarias y fiscales. La diferencia del actual ciclo respecto a los anteriores podría ser el papel de las economías emergentes: ¿tomarán éstas el relevo de EE.UU.?

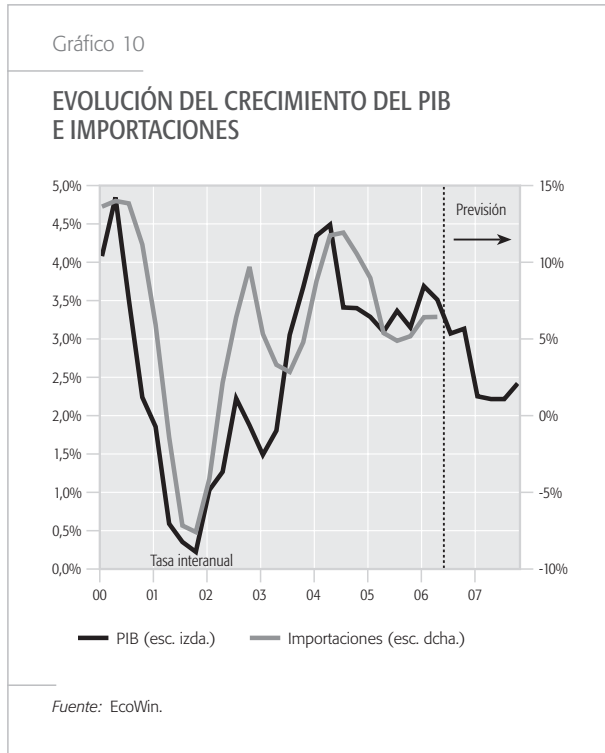
## 2.6. ¿Y las economías emergentes?

Constatado que existen riesgos de que Japón y la UME no sean capaces de tomar plenamente el relevo de EE.UU.,

la pregunta que cabe hacerse es si este papel puede ser asumido por las economías emergentes. Es obvio que a la hora de hablar de ellas no debe ser tratadas como un todo, sino que las características, potencialidades y evolución reciente de su PIB contienen características propias que exige un estudio individualizado (el propio comportamiento reciente de los mercados financieros certifica las diferencias entre Turquía, China, Sudáfrica, India y Brasil). Sin embargo, a la hora de debatir sobre la capacidad de estos países de tomar el relevo de EE.UU., en la mayoría de ellos se observa una misma debilidad: la elevada dependencia de sus PIB de las ventas hacia el país norteamericano.

La última década se ha caracterizado por el fuerte crecimiento de las economías emergentes, que ha venido acompañado por mejoras significativas en variables como son los saldos de la balanza por cuenta corriente y fiscal. La apertura al exterior, tanto a los flujos comerciales como a los capitales, ha sido clave en el proceso de desarrollo. No obstante, del análisis del PIB de estos países se desprende que la demanda interna ha tomado cada vez un mayor protagonismo, de tal forma que el consumo de las familias ostenta cada vez una mayor importancia en el PIB y, por tanto, explica en mayor medida su crecimiento, haciéndolo menos dependiente de la demanda externa y, en definitiva, de la evolución del ciclo económico mundial. En cualquier caso, este proceso todavía no está "concluido" y en algunos países la dependencia de sus exportaciones es todavía muy destacable. En el análisis del origen de las



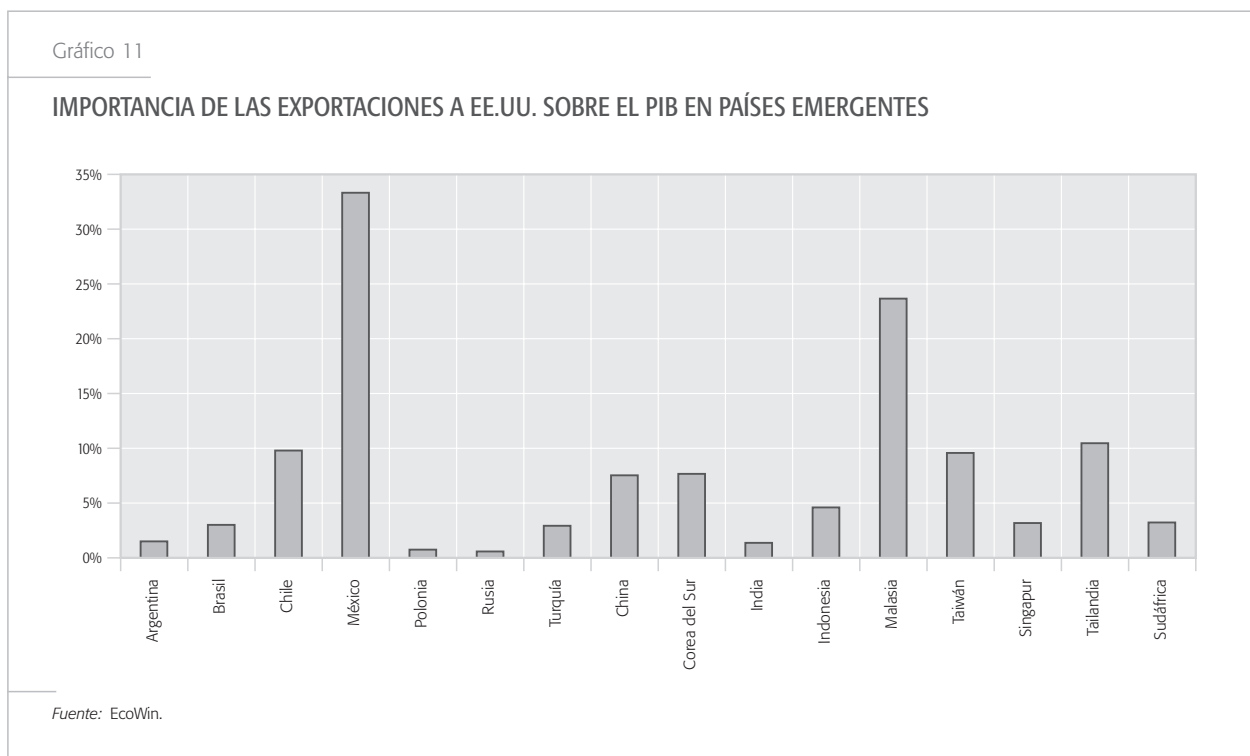


importaciones de EE.UU. se desprende que Asia emergente y América Latina son las principales regiones de procedencia de las compras al exterior, con un 50 por 100 del total. Teniendo en cuenta que EE.UU. representa práctica-

mente un tercio del PIB mundial, es lógico que las exportaciones hacia ese país supongan un elevado peso respecto al total de las ventas al exterior de la mayoría de naciones. Del total de las exportaciones de México, un 85 por 100 tienen como destino EE.UU., mientras que alcanzan un 20 por 100 en Brasil, China, Malasia y un 15 por 100 en Chile, Corea, India, Taiwán y Singapur.

Las exportaciones suponen, a su vez, un importante porcentaje sobre el PIB, característica propia de unas economías que han basado la expansión de los últimos años en el sector exterior. Las ventas a otros países equivalen a un 120 por 100 del PIB en Malasia, el 65 por 100 en Tailandia y Taiwán y el 50 por 100 en Turquía, México, Chile, Rusia o Polonia. A estos cálculos habría que sumarles un elevado porcentaje de comercio intra-regional, de tal forma que bien sea de forma directa o indirecta, es obvia la elevada dependencia de las economías emergentes a la evolución de sus exportaciones y éstas al ciclo en EE.UU., circunstancia que les sitúa en una posición muy vulnerable ante el riesgo de intensificación de pérdida de dinamismo en este país.

La válvula de escape a un menor dinamismo de las exportaciones podría ser la demanda interna, es decir, que el consumo nacional compensara el de las familias estadounidenses. Sin embargo, aunque se ha producido un destacado incremento de la renta disponible, tal vez sea demasiado pronto para apostar por esta reasignación del



consumo mundial, por lo que tal vez no exista, todavía, relevo para EE.UU.

## Conclusiones

La desaceleración de la economía estadounidense, junto con la percepción de que su homóloga china ha entrado en una fase de menor expansión implican poner a prueba el modelo de crecimiento vigente en los últimos años. Adicionalmente, el mayor nivel de los tipos de interés, junto con una liquidez menos amplia y las señales de recesión del mercado inmobiliario estadounidense, son factores que alertan del riesgo de que la ralentización económica sea más intensa de lo esperado en próximos trimestres. Sería entonces cuando se constataría la posibilidad de un cambio de modelo, en el que el Área Euro y Japón tomaran el relevo de EE.UU. como motores del crecimiento mundial y en el que las demandas internas de los países emergentes hicieran lo mismo con sus exportaciones. Una moderación del precio de las materias primas ayudaría a conseguir ese cambio de modelo, en el que los mercados bursátiles no tendrían que ajustarse a la baja a un nuevo entorno. En definitiva, un cambio de modelo es posible, pero debemos ser conscientes de que es imprescindible que los relevos deben ser simultáneos y que cualquier pequeño error de coordinación puede acabar con él. Al mismo tiempo, es necesario confiar, tal vez demasiado, en la econo-

mía del Área Euro y de Japón, así como en la madurez de las emergentes. Confiemos en ello.

## Bibliografía

- Analistas Financieros Internacionales (2006): "Perspectivas para las materias primas: ¿ya cerca de un suelo en el precio del crudo?", Nota para el análisis, 28 de septiembre.
- CANO MARTÍNEZ, David (2005): "Análisis económico de China y de su modelo de crecimiento. ¿Es sostenible?", *Revista Valenciana d'Estudis Autonòmics*, núm. 45/46, diciembre, págs. 138-169.
- CANO MARTÍNEZ, David y SUÁREZ MONTES, Daniel (2006): "El mercado sólo paga lo que ve", *Negocios, El País*, 25 de marzo.
- CANO MARTÍNEZ, David y SOLER FARRÉS, Meritxell (2006): "Las claves, y los riesgos, del actual modelo de crecimiento económico mundial. Una especial consideración a los déficit por cuenta corriente", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 192, mayo-junio, págs. 117-127.
- CASTILLO, Sonsoles y NIETO, Elena (2006): "Euro zone-US: More or Less Synchronous?", *Economicwatch*, 8 de septiembre.
- Consensus Forecasts (varios meses): "Consensus Forecasts".
- Fondo Monetario Internacional (2006): *World Economic Outlook*, septiembre.
- GRAU, Joan (2005): "Invirtiendo a largo plazo", Seminario de EDM, Madrid.
- LISSÓN, Álvaro y MANZANO, Daniel (2006): "Dependencia", *Negocios, El País*, 25 de septiembre.
- The Economist (2006): *The new titans*, 15-21 de septiembre.