

Preguntas sobre las perspectivas para los principales bloques económicos en 2007

David Cano Martínez*

1. Introducción

Entre mayo y junio de 2006 asistimos a una fase de corrección de los mercados bursátiles como respuesta al temor a una potencial desaceleración de la economía mundial. Detrás de ese incremento de la incertidumbre sobre el ciclo se podían detectar diversos factores de riesgo. Entre ellos, el encarecimiento del petróleo (llegó a cotizar a 75 dólares el barril) con el consecuente repunte de la inflación (la tasa general rebasó en EE.UU. el 4 por 100) y el temor a la reacción que tendría la Reserva Federal, en un contexto en el que el mercado inmobiliario estadounidense ofrecía señales de moderación. Adicionalmente, existía inquietud sobre el efecto del comienzo del drenaje de liquidez por parte del Banco de Japón y todavía faltaba consenso sobre la sostenibilidad de la recuperación económica en el Área Euro y sobre el ritmo al que se desaceleraría China. El nuevo episodio de incremento de la aversión al riesgo en los mercados bursátiles (iniciado a finales de febrero, precisamente en el mercado chino) hace recomendable identificar qué factores lo han motivado y cuál es la situación actual de los vigentes hace un año.

2. ¿Qué le pasa al mercado inmobiliario de EE.UU.? ¿Cuál es la salud de los deudores hipotecarios?

En las tres ocasiones en las que he tenido oportunidad de exponer en *Cuadernos de Información Económica*

nuestras perspectivas para la economía mundial, he exhibido un relativo optimismo. La ausencia de presiones inflacionistas, el relativamente escaso endurecimiento de las condiciones monetarias por parte de los bancos centrales y la fuerte elevación de los beneficios empresariales compensaban los factores de riesgo que, aún existiendo, parecían menos importantes. Entre éstos, destacaban el desequilibrio por cuenta corriente de EE.UU., la incapacidad de crecimiento de Japón y del Área Euro o el excesivo endeudamiento de las familias para la adquisición de unos activos inmobiliarios con cierta sobrevaloración. Si en Cano y Soler (2006) se ponía de manifiesto la importancia del dinamismo del mercado inmobiliario sobre la capacidad de consumo en EE.UU. (se cuantifica hasta en un 10 por 100 del PIB el efecto impulsor que la revalorización de la vivienda habría tenido sobre la renta disponible), en Cano y Lissón (2006) se planteaba ya el interrogante: "¿nos enfrentamos a una burbuja en el mercado inmobiliario estadounidense?".

Ahora, se ha dado un paso más al observarse un repunte de la morosidad que, sin ser excesivamente elevado, sí debe ser analizado, especialmente en el segmento que se denomina *subprime*. Éste hace referencia a aquella financiación sin la máxima garantía de capacidad de repago. Así, la mayor ratio deuda/valor contable, la menor exigencia de documentación o las fórmulas de pago más flexibles (vía carencias en la devolución de principal o tipo de interés muy reducido en las primeras cuotas) han incrementado su importancia relativa en EE.UU. en los últimos años, especialmente desde 2005. La *Mortgage Bank Association* (MBA) estima que, cerca de un 10 por 100 de la financiación sería *subprime*, concedida prácticamente en su totalidad a tipo variable (los denominados ARM) y en los dos últimos años, es decir, cuando los tipos de interés se situaban en cotas inferio-

* Analistas Financieros Internacionales.

res a las actuales¹. El endurecimiento de las condiciones monetarias habría generado cierta incapacidad de impago, implicando un repunte de la morosidad. Si bien ésta no es demasiado elevada (del 1,4 al 1,9 por 100 para el conjunto de la financiación hipotecaria) y se ha concentrado en el segmento *subprime* (sube desde el 10 al 13,3 por 100, ver gráfico 1), se ha generalizado el temor a una intensificación e, incluso, a un efecto en cascada sobre el resto de segmentos. No en vano, no todos los préstamos *subprime* se han visto afectados, ya que la mayoría fueron concedidos entre 2005 y 2006 y, durante los dos primeros años, el tipo de interés es fijo, por lo que el efecto más negativo de la subida de tipos podría producirse durante 2007 y 2008. Además, el menor crecimiento del precio de la vivienda supone que la relación deuda/valor de mercado de la vivienda se incrementa (o, al menos, no se reduce), llegando a ser superior a la unidad. Se estima que, a diciembre de 2006, un 7 por 100 de los prestatarios estadounidenses podrían tener patrimonio (*equity*) negativo, pero el porcentaje se elevaría hasta el 18 por 100 si consideramos sólo los que se hipotecaron en 2006.

En definitiva, se han empezado a detectar indicadores que han generado un incremento de la percepción del riesgo, lo que ha llevado al sistema crediticio a reducir la financiación concedida a los prestamistas especializados en segmentos más bajos, de los que algunos se han visto obligados a quebrar. *The Economist* (2007) cifra en 30 el número de entidades especializadas que han cerrado en los últimos tres meses. El último y más reciente caso es uno de los más destacados, New Century, que decidió acogerse a la quiebra voluntaria el pasado 2 de abril, con una cartera de casi 300 millones de USD, que comenzará a ser gestionada por otras entidades.

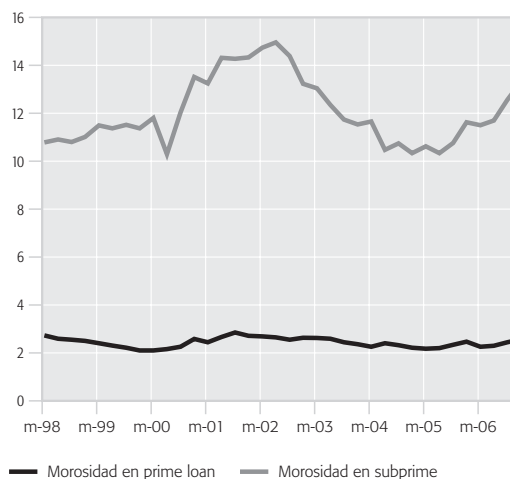
Más allá del efecto negativo que sobre el crecimiento económico pueda tener la morosidad de un segmento de prestatarios, preocupa más la repercusión sobre el conjunto de la financiación crediticia, así como que potenciales restricciones, junto con los fuertes movimientos en los mercados financieros, pongan en peligro la solvencia de algún *hedge fund*². Es decir, los riesgos pivotarían más que sobre el ámbito más macroeconómico, sobre otro más financiero, al estilo de lo observado en agosto y septiembre de 1998 con los problemas del LTCM.

¹ *The Economist* (2007) cifra en 650.000 millones de USD el total de la deuda *subprime* concedida a tipo de interés variable, lo que supondría un 7,2 por 100 de los 9 billones de USD del total del mercado hipotecario estadounidense.

² El 55 por 100 de los préstamos hipotecarios en EE.UU. están titulizados.

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE LA MOROSIDAD EN EE.UU.



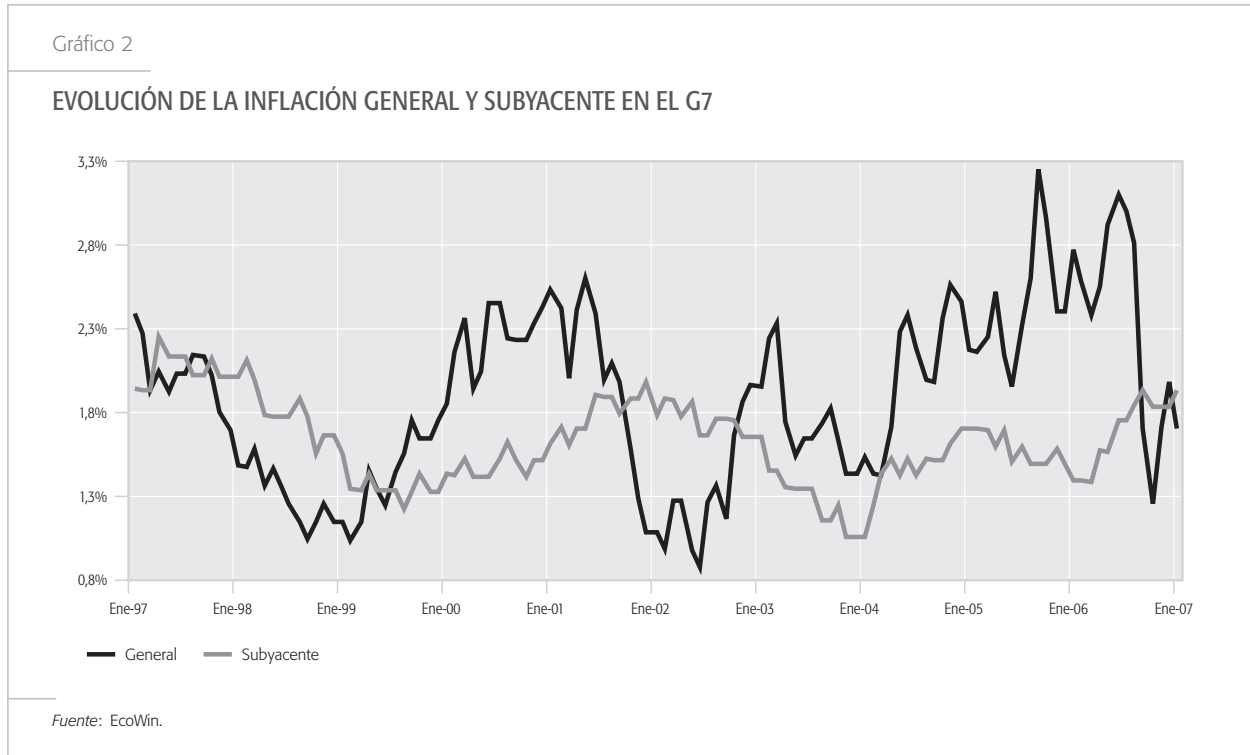
Fuentes: MBA.

Obviamente, es prácticamente imposible anticipar futuros problemas de este estilo y sólo queda confiar en la mayor capacidad de resistencia del sistema financiero gracias a diversas prácticas desarrolladas en los últimos años³. Desde el ámbito puramente macroeconómico, el diagnóstico que se puede hacer es el de una economía que está en una clara fase de desaceleración, pero que es ordenada y que sigue contando con el dinamismo del mercado laboral como un claro factor de estímulo. En definitiva, se pueden mantener previsiones de avance del PIB de un 2,5 por 100 para este 2007 y de una recuperación hacia tasas potenciales en 2008 en torno a un 3 por 100 a medida que el sector constructor deje de drenar crecimiento y que potenciales estímulos de política monetaria por parte de la Reserva Federal (Fed) relancen el consumo.

3. ¿Es tan favorable el entorno de inflación? ¿Por qué se han alejado la tasa general y la subyacente?

El principal factor que provocó el repunte de la aversión al riesgo en los mercados financieros el año pasado fue el temor a una escalada alcista de la inflación y, sobre todo, a la reacción que pudieran tener a ésta los bancos

³ En BCE-(2007) se ofrece una visión optimista sobre la estabilidad financiera y su menor vulnerabilidad en el caso de la Unión Europea.



centrales. La incertidumbre era superior en el caso de la Reserva Federal, al frente de la que se acababa de situar Ben Bernanke, un académico que se había especializado en temas como la "Gran Depresión del 29" o la recesión de Japón de la década de los noventa. Con este currículum, al sustituto de Greenspan se le consideraba poco "halcón", al suponersele más preocupado por el crecimiento que por la inflación. Tal vez consciente de esta consideración, Bernanke sorprendió por la contundencia a la hora de afirmar que estaba dispuesto a luchar de manera firme contra cualquier riesgo para la estabilidad de los precios. Estas amenazas, junto con la carrera alcista del petróleo, llevaron al mercado a temer una excesiva beligerancia por parte de la Fed⁴, que podría derivar en una recesión económica⁵.

Sin embargo, ese escenario no se materializó y la caída del precio del petróleo a partir de mediados de agosto supuso un punto de inflexión en el comportamiento del índice de precios al consumo (IPC). Desde entonces, hemos asistido a un proceso de moderación en las tasas de crecimiento interanuales, al menos en sus componen-

tes generales. En este punto, conviene mantener una dosis de prudencia sobre el comportamiento de los precios y no ser tan confiados como podrían sugerir las inflaciones generales. La intensa caída de éstas se debe a la moderación de la cotización del petróleo, lo que tiene un doble efecto. Por un lado, desde octubre de 2006 asigna un signo negativo al componente energía de los IPC (que pondera, en media, con un 10 por 100). Por el otro, que al haberse producido un intenso repunte de la cotización del crudo a lo largo de 2006 (el barril llegó a costar un 50 por 100 más que un año antes), implica un efecto base estadístico muy considerable. Es decir, la energía ahora resta inflación, frente al importante sesgo alcista de hace un año. En definitiva, que tras la volatilidad de las tasas de inflación general encontramos la, no menos importante, variabilidad del precio del petróleo y el efecto estadístico generado de la comparativa interanual.

La caída del precio del petróleo es lo que ha favorecido la moderación de la inflación, en una tendencia que se intensificará a lo largo de los próximos meses, especialmente en verano. Pero, para anticipar el comportamiento de los precios en 2008, es más relevante observar la evolución de la inflación subyacente (gráfico 2) y ésta parece que está inmersa en una tendencia alcista que le ha llevado hasta cotas cercanas al 2 por 100 para el conjunto de países del G7, entre los que destaca EE.UU. con un 2,7 por 100, mientras en España es del 2,8 por 100. Seguramente, el componente subyacente de la inflación

⁴ La Fed se encontraba en pleno proceso de elevación de los tipos de interés de referencia. En aquellos momentos, una parte importante del mercado apostaba por alzas por encima, incluso, del 6 por 100.

⁵ Volvió entonces a hablarse del término "estanflación", la combinación de escaso crecimiento y alta inflación. En 2003 la palabra de moda fue "deflación".

deba moderarse, y así lo hará en próximos meses, pero debe constatar que, en su repunte reciente, se detecta un cierto traslado de anteriores encarecimientos del petróleo, así como una mayor presión salarial en un contexto de reducción en las ganancias de productividad.

En conclusión, sin querer alertar de potenciales presiones inflacionistas y siendo conscientes de que la situación para las perspectivas de los precios es hoy mejor a la vigente en los meses centrales del pasado año, no se debe ser excesivamente confiado o, al menos, no tanto como podría argumentarse a partir de la cesión de la inflación general, una cesión que podría continuar hasta este verano⁶, para luego corregirse al alza en 2008.

4. ¿Es sostenible la sorpresa positiva en el crecimiento del Área Euro?

La mayor sorpresa de los últimos meses ha sido la intensa recuperación de la economía europea y, especialmente, de la alemana (la italiana crece a menor ritmo y la francesa se mantiene estable en el 2 por 100 en los últimos trimestres). El PIB de la tercera potencia mundial avanzó en el último trimestre de 2006 al 3,7 por 100 interanual, lo que supone la mayor tasa desde el año 2000. Pero lo más relevante es la composición de ese crecimiento, al descansar, en gran medida, en la inversión en bienes de equipo, la gran protagonista de la expansión (creció un 8,0 por 100 en 2006). En este sentido, se está cumpliendo uno de los guiones más típicos de las recuperaciones económicas en el que los índices de sentimiento empresarial se han revelado como uno de los indicadores más adelantados. Así, la clara mejoría del PMI *composite*⁷ en el tramo final de 2005 (superando los 50 puntos) y la estabilización en la zona de los 57 puntos a lo largo del pasado año han servido para anticipar crecimientos del PIB en línea con los finalmente observados. Además de la confianza empresarial, el dinamismo de la apelación de las empresas a la financiación bancaria (crece por encima del 10 por 100 interanual) es otra señal que pone de manifiesto el período de intenso crecimiento de la inversión empresarial que, a tenor de los últimos indicadores, podría continuar en los próximos meses. Así pues, el hecho de que la sorpresa favorable en materia de crecimiento de la UME haya procedido de la inversión empresarial (crece al 5 por 100 interanual en el cuarto trimestre de 2006) debe valorarse muy positivamente ante la inercia expansiva que puede es-

⁶ Según nuestras previsiones, el IPC de España podría caer por debajo del 2 por 100 en agosto de este año.

⁷ Calculado como un 70 por 100 PMI Servicios y un 30 por 100 PMI manufacturas.

perarse para este 2007, sobre todo si atendemos a que sus dos principales predictores (confianza y endeudamiento) siguen muy dinámicos.

A esta recuperación de la demanda interna en el Área Euro, vinculada con la formación bruta de capital fijo, se le debe sumar el consumo privado⁸ que, con un crecimiento inferior al 2 por 100, debe beneficiarse de la creación de empleo de los últimos meses (la tasa de paro ha cedido hasta el 7,3 por 100 desde el 8,8 por 100 de hace dos años), así como del mayor ahorro acumulado en los últimos años.

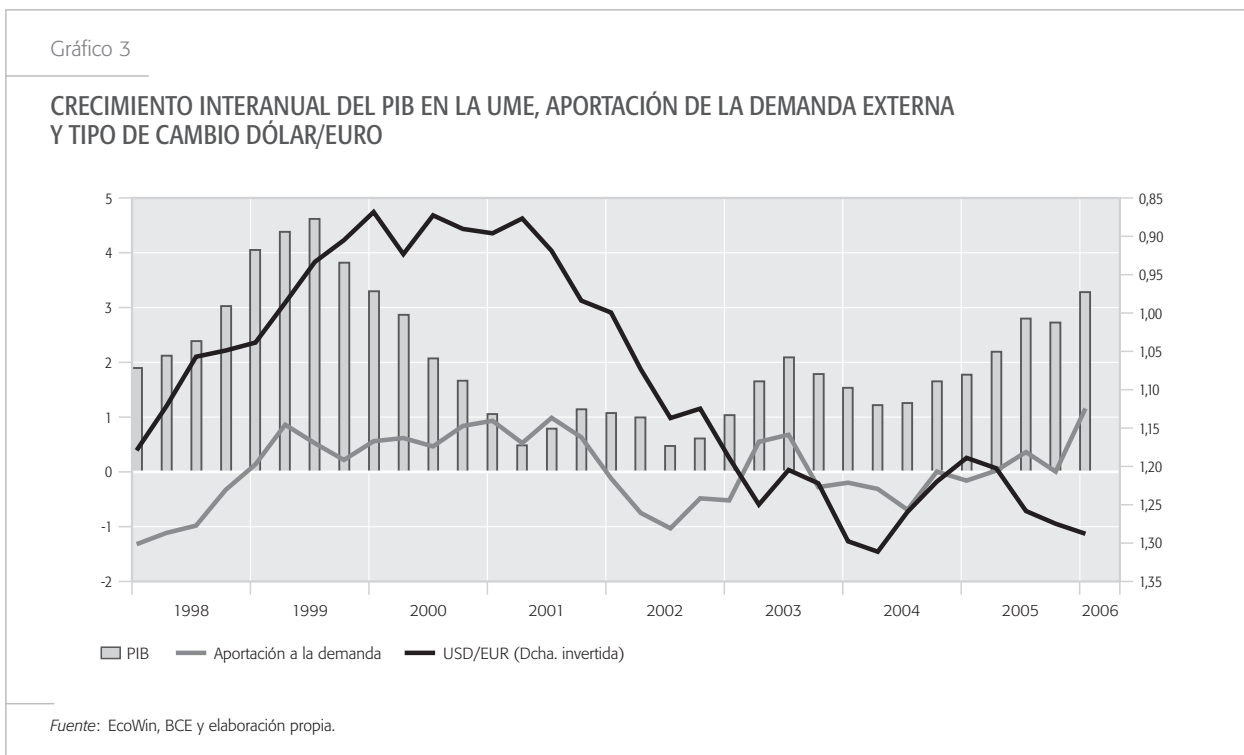
En definitiva, las perspectivas para el crecimiento económico del Área Euro son relativamente positivas, gracias al dinamismo de la inversión empresarial y al potencial de crecimiento del consumo privado. Obviamente se pueden detectar factores de riesgo, como sigue siendo una excesiva beligerancia por parte del BCE o la apreciación del euro. Sin embargo, con una inflación, tanto en tasa general como en subyacente, en torno al 2 por 100 en 2007 y 2008, con un crecimiento del PIB ligeramente por encima del potencial, y con un tipo de intervención que ya ha alcanzado el 3,75 por 100, el margen de actuación adicional parece limitado, por lo que las condiciones monetarias seguirán siendo favorables para el crecimiento⁹. Al mismo tiempo, la apreciación del euro, aún significando un lastre para el PIB, es ahora menos preocupante, por cuanto la dependencia del sector exterior es muy reducida en comparación de la demanda interna, a diferencia de lo observado en 2002 (véase gráfico 3). En aquel momento, el pírrico crecimiento del PIB (1 por 100) se debía, en exclusiva, al saldo neto exterior, favorecido por la extrema debilidad del euro (EUR). La apreciación observada entre 2002 y 2003, junto con la desaceleración de EE.UU., impactó negativamente sobre la demanda externa, que cambió de signo y ahondó en la pérdida de crecimiento del PIB de la UME en 2003.

5. ¿Cómo le afecta a Japón el *carry trade*?

Aunque las continuas revisiones de las series estadísticas de Japón dificultan el diagnóstico de aquella econo-

⁸ Menos expansión debe esperarse del consumo público, ya que aunque la posición deficitaria haya mejorado con la recuperación del PIB, las restricciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, limitan la acción expansiva de los presupuestos públicos.

⁹ No podemos pasar por alto el cambio del adjetivo que el BCE otorga al nivel de su tipo de intervención. Desde el pasado mes de marzo es "moderado", mientras que antes de las primeras subidas era "tipos muy bajos" y, a lo a largo de 2006, "tipos bajos".



mía y, a pesar de que todavía planean sombras, se puede decir que la posición cíclica de la segunda economía del mundo también es positiva. Uno de los principales factores de riesgo señalados en anteriores meses, una excesiva acción restrictiva por parte del Banco de Japón, no se ha materializado, ya que, desde marzo de 2006, sólo han subido los tipos de interés en dos ocasiones y por un total de 50 puntos básicos (pb) señalando, especialmente en la última subida (21 de febrero), que el ritmo de futuras alzas será muy gradual. Esta menor agresividad de la autoridad monetaria eleva las probabilidades de sostenibilidad de la recuperación económica, así como de la operativa de *carry trade*.

Sin duda, esta ha sido una de las “palabras de moda” de los últimos meses, al convertirse en una de las estrategias más rentables en los mercados financieros. Consiste en el endeudamiento en las monedas con un menor tipo de interés (divisas *funding*) para tomar posiciones de inversión en las de mayor rentabilidad. La apuesta se basa en el diferencial de tipos de interés junto con la expectativa de que se deprecie la moneda de financiación y se aprecie la de inversión. El yen japonés y el franco suizo han sido las divisas de captación de fondos, mientras que la libra esterlina, el dólar australiano y el neozelandés han sido los vehículos de inversión. Los resultados de estas estrategias han sido muy favorables desde 2004 (rentabilidades anuales del 13,5 por 100 para un inversor europeo que, por ejemplo, se endeudaba en yenes a un año

e invertía en libras a ese mismo plazo, ver gráfico 4), lo que ha llevado a popularizarlas. Así, se ha producido un masivo recurso al yen como moneda de financiación, lo que ha intensificado su depreciación (y, por ende, la



rentabilidad del *carry trade*). Desde la perspectiva macroeconómica, esta pérdida de valor de la divisa nipona ha sido bien acogida por las autoridades económicas del país, pero no por los bancos centrales del resto del G7, que han mostrado su desacuerdo. Este no procede tanto de la propia depreciación del yen (que sí ha sido criticada por los ministros de economía y finanzas) sino por las interferencias que podrían estar causando en las valoraciones de los mercados financieros, así como en los niveles de aversión al riesgo. De hecho, el *carry trade* habría financiado no sólo la inversión en depósitos interbancarios sino también la toma de posiciones largas en mercados de renta variable. Es decir, un fondo de inversión se habría financiado en yenes para comprar acciones de Telefónica o futuros sobre el Eurostoxx, en cuyo caso incorpora un factor de rentabilidad adicional: el apalancamiento propio del derivado.

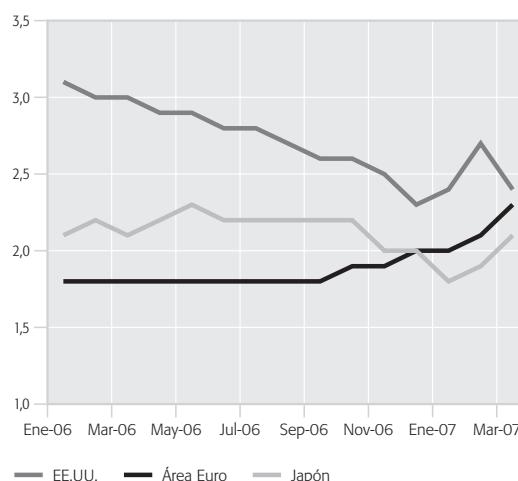
El “componente especulativo” de este comportamiento en los mercados financieros se ha constatado en los fuertes movimientos de las cotizaciones a lo largo del mes de marzo. El incremento de la volatilidad habría obligado a los inversores más expuestos a deshacer sus posiciones compradoras y, de forma simultánea, las de financiación. Las implicaciones han sido claras: cesiones en bolsas e intensa apreciación del yen que, como hemos defendido, ponen de manifiesto el papel del *carry trade* en las posiciones más especulativas. Así pues, parece que la evolución del tipo de interés del yen, así como su cruce frente al resto de divisas, no sólo tiene implicaciones sobre las perspectivas de crecimiento de Japón, sino también sobre el comportamiento del resto de mercados financieros, especialmente los bursátiles¹⁰.

Regresando a las perspectivas económicas, insistimos en que se van sumando factores que permiten apostar por una recuperación cíclica y por el final del proceso de ajuste en algunos de sus principales lastres: mercado inmobiliario, morosidad bancaria y deflación. Esta mejora de las perspectivas de crecimiento alimentan las probabilidades de nuevas subidas de tipos de interés, pero no de forma intensa ni durante un período dilatado de tiempo. Por lo tanto, aunque persiste el factor de riesgo que advertíamos hace ya un año (potencial drenaje de liquidez desde Japón), parece que no se ha materializado y, al mismo tiempo, es posible manejar un escenario de expansión de su PIB ligeramente por encima del 2 por 100.

¹⁰ Aunque otros activos también habrían sido objeto de compras financiadas en yenes, como ha podido ser el caso de las denominadas *soft commodities*, especialmente las que tienen una aplicación en la obtención de biocombustibles: soja, maíz, etcétera.

Gráfico 5

EVOLUCIÓN DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2007 (CONSENSUS FORECASTS)

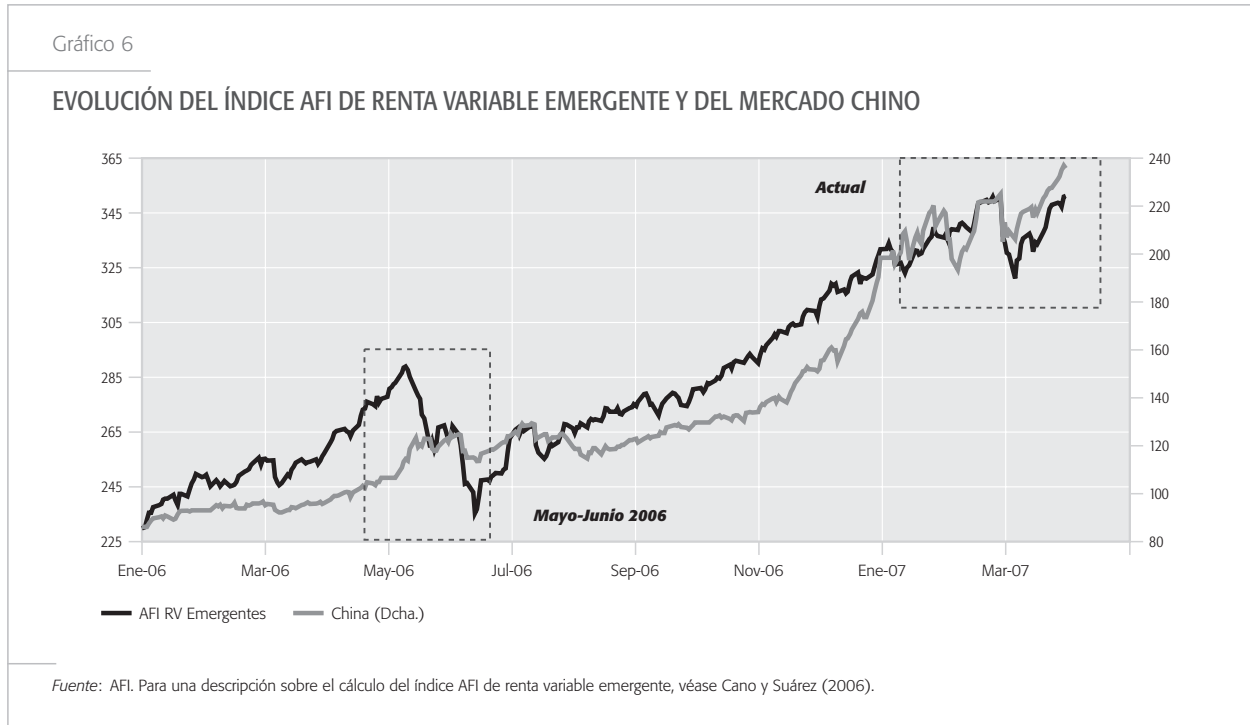


Fuentes: Consensus Forecasts.

6. ¿A qué ritmo se desacelera China?

Junto con las dudas de la salud del sistema hipotecario estadounidense, otro de los factores que iniciaron la fase correctiva de los mercados bursátiles mundiales desde finales del pasado mes de febrero fue la intensa caída de los índices chinos. Esta situación supone una diferencia respecto a lo observado en mayo de 2006, cuando la bolsa de Shanghai y de Shenzhen fueron insensibles a la oleada de ventas del resto de plazas (ver gráfico 6) ¿Por qué se ha producido ahora la corrección? Debemos vincularla a la decisión de las autoridades económicas del país de limitar la acción especulativa de los inversores domésticos particulares, que han recurrido, de forma frecuente en los últimos meses, a la financiación (especialmente vía tarjetas de crédito) para la toma de posiciones en las bolsas nacionales. Por lo tanto, la caída de las cotizaciones estuvo más relacionada con diversas restricciones administrativas, y no tanto a un deterioro de las perspectivas para el crecimiento de China. De hecho, éstas continúan siendo muy buenas, como pone de manifiesto que, en el momento de escribir estas líneas, el principal índice del mercado de acciones de aquel país, haya recuperado la zona de máximos (gráfico 6).

Aunque las medidas adoptadas por las autoridades chinas para frenar la expansión del PIB siempre generan incertidumbre (era otro de los grandes riesgos que se



citaban en mayo de 2006, con la anterior caída de las bolsas), la economía sigue avanzando a tasas del 10 por 100. Es cierto que la inversión empresarial ha podido frenar su dinamismo ante las subidas de tipos del Banco Central (la última, de 27 pb, el pasado 19 de marzo) y la menor liquidez disponible (se ha elevado en varias ocasiones el coeficiente de caja del sistema crediticio), pero la formación bruta de capital fijo (FBCF) todavía se incrementa al 20 por 100 interanual (si bien llegó a hacerlo por encima del 30 por 100 en el segundo trimestre de 2006, ver cuadro 1).

Ahora bien, este menor dinamismo de la inversión empresarial está encontrando dos factores estabilizadores: el sector exterior y el consumo. En el primer caso y a, pesar de la apreciación del yuan (no se han vuelto a decidir revaluaciones desde el 2 por 100 de julio de 2005, pero la "libre fluctuación" supone un 4,6 por 100 de ganancia de la divisa china), las exportaciones continúan mostrando un impresionante crecimiento¹¹, de tal forma que la balanza comercial marca nuevos máximos históricos y supera ya los 200.000 millones de dólares de EE.UU. (USD)¹². La contrapartida más clara sigue siendo la acumulación de reservas por parte del banco central, que ya ha superado

el billón de USD (gráfico 7). En este sentido, recientemente se ha anunciado la creación de una agencia para la gestión de un porcentaje de estas reservas, que podría ser de hasta un tercio del total. El objetivo de esta estrategia es la búsqueda de una rentabilidad adicional frente a la inversión "más segura" de toma de posiciones en bonos emitidos por el Tesoro estadounidense. El anuncio de la creación de esta agencia estatal implicó una depreciación del dólar, por cuanto genera el temor a una mayor diversificación de la moneda de denominación de las reservas del banco central chino¹³.

Además del sector exterior, el consumo privado es otro de los componentes que están aumentando su tasa de crecimiento. La acumulación de varios ejercicios de expansión empresarial está favoreciendo una importante creación del empleo, así como un aumento de los salarios, una combinación que impulsa al consumo de las familias: las ventas al por menor crecen al 15 por 100 interanual, frente al 13 por 100 de hace un año. En definitiva, un claro dinamismo del consumo que también comienza a ofrecer una contrapartida menos positiva: la inflación. Sin que el crecimiento de los precios sea excesivo (2,7 por 100 en

¹¹ Recuérdese que el consumo privado sigue muy dinámico en EE.UU. y que las muestras de ralentización en este país sólo se han observado en producción industrial y, sobre todo, en inversión residencial.

¹² En saldo acumulado 12 meses.

¹³ Según los últimos datos del FMI, la cuota que el dólar representa sobre el total de reservas de los bancos centrales mundiales ha disminuido en 2006 hasta el 64,7 por 100 desde el 66,6 por 100 de 2005, situándose en mínimos desde 1997, cuando representaba el 65,2 por 100 del total de las reservas mundiales. El euro representa ya un 25,8 por 100, frente al 24,3 por 100 de 2005.

Cuadro 1

CRECIMIENTO INTERANUAL DE PRINCIPALES PARTIDAS DEL PIB CHINO

	1T05	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06	3T06	4T06
PIB	9,9	10,1	9,8	9,9	10,3	11,3	10,6	10,4
Vtas. por menor	13,7	12,6	12,6	12,6	12,8	13,9	13,8	14,3
FBCF	25,3	28,0	28,5	26,3	29,8	31,3	24,1	23,7
IPI	16,3	16,5	16,2	16,4	18,1	18,0	16,2	14,8
Exportaciones	34,7	30,9	29,1	21,7	26,5	24,0	28,7	28,9
Importaciones	12,2	15,5	19,7	22,2	24,9	18,5	22,0	15,5

Fuente: Bloomberg y EcoWin.

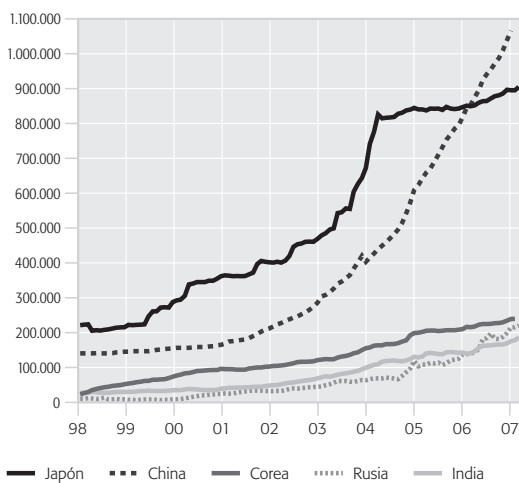
febrero), sobre todo teniendo en cuenta el fuerte ritmo de expansión económica, es obvio que conviene vigilar de cerca esta variable y que el banco central actuará para evitar una excesiva subida.

En conclusión, si bien desde la perspectiva del crecimiento del PIB las previsiones para China siguen siendo muy positivas y el diagnóstico es de una “suave desaceleración”, conviene advertir del repunte reciente de la inflación y recomendar una estrecha vigilancia. Una ma-

yor aceleración en el IPC podría tener dos implicaciones negativas. Por un lado, porque encontraría respuesta por parte del banco central en subidas de tipos de interés, con el consiguiente impacto ralentizador sobre el PIB y, por otro, porque una mayor inflación en China podría tener repercusión sobre las tasas correspondientes a los países más desarrollados (¿fin de la exportación de la deflación?) en un momento en el que, como se ha comentado en la pregunta 2, también conviene permanecer alertas.

Gráfico 7

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVERSOS BANCOS CENTRALES



Fuentes: EcoWin.

7. Conclusiones

Aunque, como es lógico, persisten los riesgos para el crecimiento de la economía mundial y alguno de ellos, como la salud del mercado inmobiliario en EE.UU. (y, en general, las señales de desaceleración de aquel país) se han acentuado, las perspectivas que se pueden seguir manejando para 2007 son positivas. La menor tasa de crecimiento de EE.UU. sería compensada por la mayor expansión de Japón y, sobre todo, del Área Euro, bloque este último que se ha revelado como la gran sorpresa positiva en 2006. Las tasas de avance del PIB con las que han cerrado los países que lo componen se han situado por encima de lo esperado gracias al impulso de la inversión empresarial y de las exportaciones. Es decir, un modelo de recuperación que le dota sostenibilidad. China, país al que su elevado PIB le ha hecho ganarse un sitio en el repaso de los grandes bloques, también ofrece señales positivas, no tanto porque se esté reaccelerando, sino más bien porque el aterrizaje está siendo muy suave y el crecimiento persiste en niveles muy elevados.

Cuadro 2

CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

En porcentajes

	4T06	3T06	2T06	1T06	4T05	3T05	2T05	1T05	4T04	3T04	2T04	4T03	3T03
Dinamarca	23,3	23,3	23,6	21,3	22,8	18,7	12,2	13,2	7,3	7,3	7,9	3,4	3,4
Sudáfrica	14,7	12,7	13,5	12,3	17,8	20,7	21,4	29,1	29,6	35,1	38,2	23,4	20,9
Bélgica	11,8	11,8	18,0	18,0	20,8	20,0	9,4	19,8	9,3	9,3	9,9	8,2	5,5
Francia	11,1	12,5	14,3	14,2	14,8	15,5	14,5	15,7	16,0	14,7	14,9	12,7	11,5
Canadá	10,8	12,8	10,8	7,7	5,2	4,3	4,3	5,7	6,2	6,7	7,0	6,9	6,5
España	10,8	10,8	10,8	12,0	12,8	13,4	13,7	15,7	17,2	17,2	17,4	16,5	16,5
Irlanda	10,6	14,2	15,4	13,2	8,2	6,2	6,2	7,9	8,5	10,8	11,9	13,7	14,8
Suecia	10,5	12,0	13,0	13,5	10,5	9,5	8,3	8,3	9,8	9,8	9,7	6,1	5,5
Reino Unido	10,2	9,6	6,6	4,6	2,9	2,7	2,3	10,1	10,2	13,8	19,4	15,6	11,0
Singapur	10,2	7,6	6,0	4,7	3,9	3,3	2,4	2,0	0,9	Nd	-0,8	-2,0	-2,3
Nueva Zelanda	8,8	9,6	12,4	14,8	15,8	14,9	14,2	13,4	13,5	16,4	22,3	24,8	21,2
Australia	8,3	9,5	6,4	3,6	2,3	1,7	-0,1	0,1	2,7	8,2	12,7	18,9	17,6
Italia	6,2	6,6	6,6	7,3	7,3	7,3	8,5	8,5	9,7	9,7	10,8	10,6	10,6
Países Bajos	6,2	6,2	5,0	5,4	5,5	5,3	4,2	1,6	2,8	3,3	3,9	3,4	1,9
EE.UU.	5,9	7,7	10,1	12,5	13,2	12,7	13,4	13,2	11,2	13,0	10,0	8,2	6,0
China	5,6	5,4	5,7	5,6	6,2	5,5	8,0	9,8	10,8	9,9	10,4	5,1	4,1
Hong Kong	3,0	-2,1	-2,0	-3,2	8,0	20,3	22,1	22,1	28,7	31,2	29,1	-1,1	-13,6
Suiza	1,8	2,0	3,8	2,4	1,3	0,8	0,5	1,4	2,3	2,2	2,1	2,4	2,4
Alemania	0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,7	-0,8	-1,7	-4,5
Japón	-2,7	-2,7	-3,9	-3,9	-4,7	-5,4	-5,4	-5,4	-6,0	-6,4	-6,4	-5,7	-4,8

Fuente: *The Economist*.

Por lo tanto, perspectivas positivas en materia de crecimiento ya que la moderación en la tasa de avance mundial es reducida y porque la responsabilidad de la expansión está ahora más repartida, característica que, a su vez, debe ayudar a resolver uno de los equilibrios más persistentes de los últimos años: el déficit por cuenta corriente de EE.UU., a lo que la reciente depreciación del USD y el menor coste del petróleo también estarían ayudando.

En cuanto a las perspectivas para la inflación, sin querer mostrar un sesgo alarmista, sí convendría advertir que no debe bajarse la guardia, especialmente en la segunda mitad del año, sobre todo si el precio de las materias primas vuelve a repuntar y el crecimiento del consumo privado persiste. Los bancos centrales, de momento, se mantienen prudentes y sólo habría dejado de elevar ti-

pos aquel que se enfrenta a un ciclo algo más "maduro": EE.UU.

Bibliografía

- Analistas Financieros Internacionales. "Informes diarios" y "Notas para el Análisis". Varias fechas.
- Banco Central Europeo (2007): "Mecanismos de la UE para la gestión de crisis financieras", Boletín mensual, febrero.
- BERNANKE, Ben (2007): "Testimony of Chairman Ben S. Bernanke. The Economic Outlook", 28 de marzo.
- CANO MARTÍNEZ, David (2005): "Análisis del ciclo económico mundial. ¿Dónde estamos y adónde vamos?", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 187, julio-agosto, págs. 37-48.

CANO MARTÍNEZ, David y SOLER FERRÁS, 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.

CANO MARTÍNEZ, David y SUÁREZ MONTES, Daniel (2006): "Propuesta de índice AFI de Renta Variable Emergente. Construcción, análisis sectorial de su composición y valoración", *Análisis Financiero Internacional*, núm. 124, segundo trimestre, págs. 23-32.

CANO MARTÍNEZ, David y LISSÓN AGUIAR, Álvaro (2006): "¿Un nuevo escenario para la economía mundial?", *Cuadernos de Información Económica*, núm. 194, septiembre-octubre, págs. 105-114.

Consensus Forecasts. "Consensus Forecasts". Varios meses.

Fondo Monetario Internacional (2007): "Composition of Official Foreign Exchange Reserves", 30 de marzo.

The Economist (2007): "Cracks in the façade", 24 de marzo, págs. 73 a 75.