

1 Rasgos generales

1.1 LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2007

La economía mundial mantuvo en 2007 un elevado crecimiento, pero las turbulencias financieras globales han alterado sustancialmente el panorama económico.

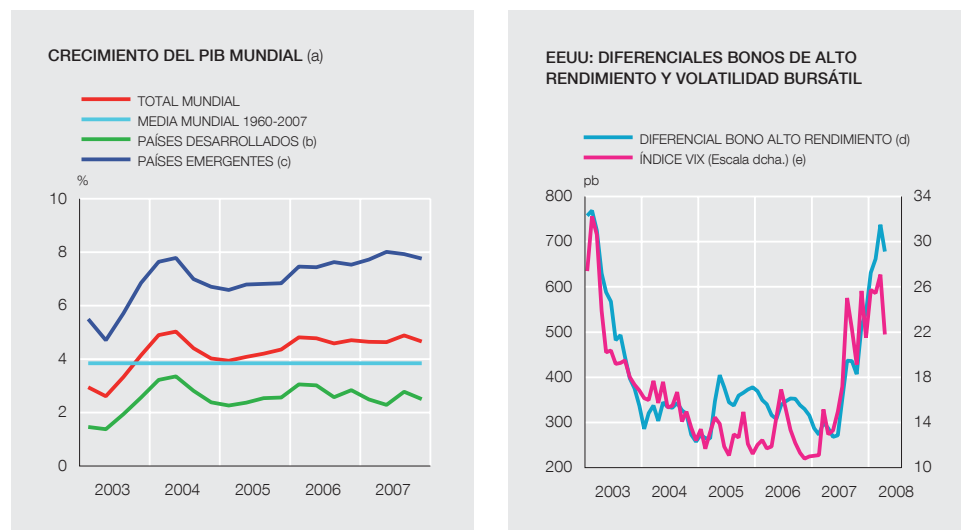
En 2007, la economía mundial mantuvo aún la inercia del fuerte crecimiento registrado en años anteriores (véase gráfico 3.1), aunque en la segunda parte del año se produjo un cambio sustancial en el panorama económico y financiero global. Este punto de inflexión no fue consecuencia de la desaceleración cíclica que ya se apuntaba en algunas economías desarrolladas —en particular, Estados Unidos—, tras una prolongada fase expansiva, sino que vino asociado, principalmente, a las turbulencias financieras que experimentó la economía mundial a partir del verano. Estas turbulencias se iniciaron con los problemas surgidos en el mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime*) estadounidense, pero su importancia ha trascendido con mucho la de este mercado. Así, han dado lugar a un período prolongado de volatilidad financiera y de problemas de liquidez (véase gráfico 3.1), a una reevaluación de los riesgos y a tensiones en un número creciente de segmentos de los mercados financieros. El nuevo entorno económico y financiero que se perfila tras este episodio supone un marcado contrapunto respecto a la larga fase de condiciones financieras extraordinariamente holgadas que ha disfrutado la economía mundial en los últimos años y es, en buena medida, consecuencia directa de la etapa anterior.

En este contexto, las perspectivas de crecimiento mundial para 2008 se han revisado sustancialmente a la baja en los últimos trimestres de un modo generalizado —aunque en mayor medida en las economías avanzadas—, apuntando hacia una desaceleración acusada de la actividad, que crecería a tasas algo inferiores al 4%. Además, los riesgos sobre esta previsión están sesgados a la baja. Por otra parte, el repunte que se ha producido en las tasas de inflación, impulsadas por los importantes aumentos del precio de algunas materias primas, junto con la elevada incertidumbre sobre el impacto de las turbulencias financieras en la actividad real, suponen un desafío para las autoridades económicas y, en particular, para los bancos centrales, que pueden tener que afrontar dilemas complejos de política económica si persisten las presiones inflacionistas al tiempo que la actividad económica se frena.

En 2007 se mantuvo el fuerte dinamismo de las economías emergentes, mientras que en las economías avanzadas más afectadas por las turbulencias la actividad tendió a ralentizarse hacia el final de año.

En cualquier caso, la economía mundial volvió a registrar en 2007 una tasa elevada de crecimiento, próxima al 5% y similar a la de los cuatro años previos (véanse cuadro 3.1 y gráfico 3.1). De este modo, culminaba el cuatrienio de mayor crecimiento económico desde los años sesenta —un 4,8% anual, en promedio—, que, además, se ha distinguido por su carácter generalizado. En 2007 las economías industrializadas contribuyeron a este alto ritmo de actividad por encima de lo que se esperaba al inicio del año, dadas la fase avanzada del ciclo y las subidas de tipos de interés que había ido introduciendo la mayor parte de bancos centrales. El crecimiento en este grupo de economías —que se apoyó sobre todo en la demanda interna, salvo en Japón y en algunos países del área del euro— fue del 2,7% en 2007, tres décimas menos que el año anterior. El crecimiento en Estados Unidos —que pasó del 2,9% al 2,2%— se resintió del fuerte ajuste de la inversión residencial, mientras que la desaceleración observada en Japón —del 2,4% al 2,1%— tuvo su origen en la atonía del consumo privado. La actividad en las economías avanzadas mantuvo un fuerte dinamismo hasta el tercer trimestre y solo en los últimos meses del ejercicio se produjo una desaceleración, aunque de diferente intensidad, en la mayoría de ellas.

Las economías emergentes, por otro lado, siguieron creciendo a tasas muy elevadas (7,9%), próximas a las del año anterior y también superiores a lo esperado, apoyadas cada vez más en su demanda interna y, en el caso de los exportadores de materias primas, en los altos precios alcanzados por estos productos. China contribuyó en una cuarta parte al crecimiento mundial,



FUENTES: Estadísticas nacionales, Fondo Monetario Internacional y Datastream.

- a. Elaboración propia, a partir de datos de 56 países que representan el 91% del PIB mundial. Los agregados se han calculado utilizando el peso de los países en la economía mundial, en ppp, según información del FMI.
b. Europa Occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia, Nueva Zelanda, Israel y Eslovenia.
c. América Latina, Asia Emergente, Europa Central y del Este (excepto Eslovenia) y Sudáfrica.
d. Diferencial del bono de alto rendimiento de Lehman Brothers con el bono del Tesoro a diez años.
e. Índice de volatilidad implícita de S&P 500.

mientras que la India y los principales países exportadores de petróleo contribuyeron en otro 25% adicional. En conjunto, las economías emergentes explican casi el 70% del crecimiento global. Esta cifra ya ha sido calculada a partir de las nuevas estimaciones de PIB en paridad de poder adquisitivo —publicadas a finales de 2007—, que han rebajado sustancialmente la participación de las economías emergentes en el PIB mundial, en relación con estimaciones anteriores.

El comercio internacional se desaceleró en 2007 y se mantuvieron estancadas las negociaciones de la Ronda de Doha.

A pesar del continuado dinamismo de la actividad mundial, el comercio internacional experimentó una cierta desaceleración durante 2007, al crecer un 6,8% en volumen, 2,4 puntos porcentuales (pp) menos que en 2006. El crecimiento de las importaciones en las principales áreas desarrolladas se ralentizó (del 7,4% en 2006 al 4,2% en 2007), especialmente en Estados Unidos, pero las exportaciones de las economías emergentes, en su conjunto, mantuvieron un fuerte dinamismo, con un crecimiento del 8,9% (frente al 10,9% en 2006), aunque se desaceleraron ligeramente en todas las regiones. Por otra parte, las negociaciones de la Ronda de Doha siguieron estancadas durante 2007, lo que supone un factor desfavorable para las perspectivas del comercio mundial.

El fuerte crecimiento de los precios de las materias primas...

Los precios de las materias primas continuaron creciendo a ritmos elevados en 2007. A ello contribuyeron el dinamismo de la demanda de las economías emergentes, así como otros factores de oferta y financieros, sobre todo a partir de la segunda mitad de 2007 (véanse gráfico 3.2 y recuadro 3.1). El precio del petróleo tipo Brent cerró el año alrededor de los 90 dólares por barril, lo que supone un incremento del 50% con respecto a los niveles de cierre del año previo. Esta subida de los precios ha continuado en los primeros meses de 2008, alcanzando máximos históricos por encima de 120 dólares a principios de mayo, el doble que al inicio de 2007. La tendencia ascendente y la volatilidad del precio del crudo se explican también por la baja capacidad excedente de producción y refino, los reducidos niveles de existencias y otros motivos de tipo estacional, geopolítico y financiero. Los precios de algunas materias primas metálicas registraron también fuertes aumentos, especialmente el oro, aunque los de otros metales industriales, como el cobre —más ligados al ciclo económico—, mostraron

	2003	2004	2005	2006	2007
ESTADOS UNIDOS					
PIB	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2
IPC (a)	2,3	2,7	3,4	3,2	2,8
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-5,5	-6,1	-6,2	-5,3
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,8	-4,4	-3,6	-2,6	-2,5
JAPÓN					
PIB	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1
IPC (a)	-0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1
Balanza cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,7	3,7	3,9	4,8
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-8,0	-6,2	-5,0	-3,8	-3,4
REINO UNIDO					
PIB	2,8	3,3	1,8	2,9	3,0
IPC (a)	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-1,3	-1,6	-2,5	-3,9	-4,2
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-3,3	-3,3	-3,5	-2,8	-2,9
CHINA					
PIB	10,0	10,1	10,4	11,6	11,9
IPC (a)	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8
Balanza cuenta corriente (% PIB)	2,8	3,6	7,2	9,4	11,1
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-2,5	-1,5	-1,2	-1,0	0,7
AMÉRICA LATINA (b) (c)					
PIB	2,3	6,2	4,5	5,4	5,8
IPC (a)	10,7	6,0	6,3	5,2	5,2
Balanza cuenta corriente (% PIB)	1,0	1,3	1,7	1,8	0,7
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-2,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,5
NUEVOS MIEMBROS UE NO UEM (b) (d)					
PIB	4,4	5,8	4,9	6,5	6,2
IPC (a)	3,8	5,3	3,6	3,2	4,1
Balanza cuenta corriente (% PIB)	-4,5	-6,1	-4,9	-6,5	-7,2
Saldo Administraciones Públicas (% PIB)	-4,9	-3,8	-3,4	-3,3	-1,9
PRO MEMORIA: CRECIMIENTO DEL PIB					
Mundial	3,6	4,9	4,4	5,0	4,9
Zona del euro	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6

FUENTES: Banco de España, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a. Tasa de variación interanual del índice de precios promedio.

b. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

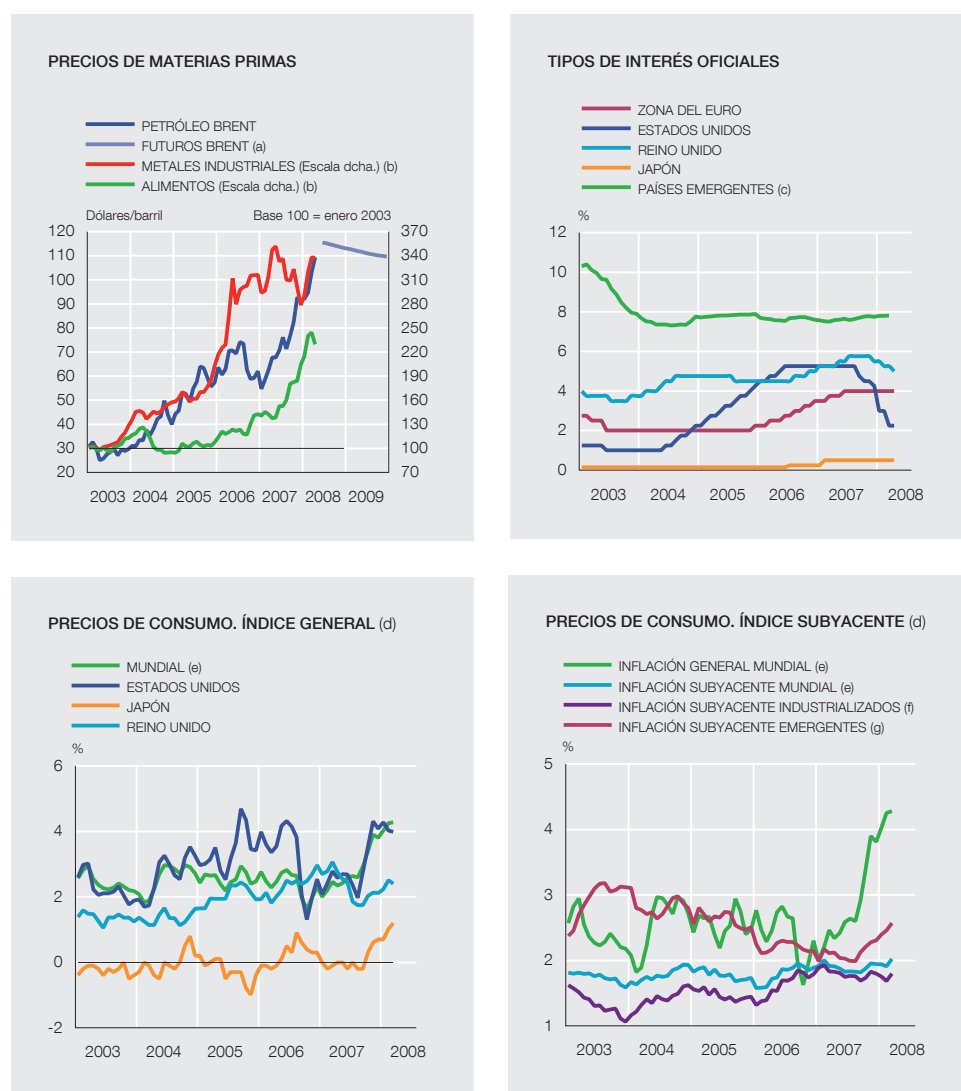
c. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

d. Letonia, Lituania, Estonia, República Checa, Hungría, Polonia, Eslovaquia, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.

correcciones a la baja, manteniéndose, en cualquier caso, en niveles históricamente elevados. Por su parte, los precios de las materias primas agrícolas, que se analizan con detalle en el recuadro 3.1, se incrementaron notablemente, debido tanto a factores de demanda, algunos de ellos estructurales, como a limitaciones a la expansión de la oferta.

propició un incremento generalizado de las tasas de inflación a lo largo del año.

Las tasas de inflación experimentaron un incremento acusado y generalizado (véase gráfico 3.2), sobre todo a partir de la segunda mitad del año, con una contribución significativa por parte de las economías emergentes —y de China en particular—, en un contexto de presiones al alza procedentes de los precios de las materias primas y, concretamente, de los alimentos. En cambio, las tasas de inflación subyacente han permanecido relativamente estables en niveles moderados, y las expectativas de inflación continúan ancladas, aunque han repuntado al alza en los últimos meses, de modo notable en algún caso, como en Estados Unidos.



FUENTES: Datastream, Goldman Sachs y Banco de España.

- a. Futuros del Brent de la semana del 21 al 25 de abril de 2008.
b. Índices de Goldman Sachs.
c. Agregado de 20 países emergentes.
d. Tasas de variación interanual.
e. Agregado calculado a partir de datos de 31 países que representan el 71% del PIB mundial.
f. Estados Unidos, Canadá, Japón, zona del euro, Reino Unido, Dinamarca, Noruega y Suecia.
g. Brasil, Chile, México, Polonia, Hungría, China, Corea, Tailandia y Sudáfrica.

El tono de las políticas monetarias se fue endureciendo en las economías avanzadas, pero las turbulencias financieras quebraron esta tendencia.

En este contexto, algunos bancos centrales en las economías desarrolladas endurecieron gradualmente el tono de sus políticas monetarias en la primera mitad del año, con la finalidad de retirar el sesgo acomodaticio que todavía conservaban (véase gráfico 3.2). Una excepción destacada fue Estados Unidos, donde el ciclo de retirada del estímulo monetario concluyó en 2006. En el caso de las economías emergentes, el comportamiento fue más diferenciado, pues en algunos países, como Brasil o Turquía, continuó el proceso de reducción de sus elevados tipos de interés.

El deterioro en el panorama económico y financiero derivado de las turbulencias tuvo en la segunda mitad del año un impacto acusado sobre las políticas monetarias de los principales países industrializados. Este cambio trascendió las decisiones sobre tipos de interés

El repunte de la inflación a escala global durante 2007 se caracterizó por concentrarse en el índice general, mientras que la tasa de inflación subyacente —que excluye los alimentos y la energía— se mantuvo relativamente estable. Este patrón se reprodujo en la mayoría de países y regiones, de tal modo que el incremento de la brecha entre la inflación total y la subyacente fue generalizado, aunque particularmente acusado en algunos países, como China o Estados Unidos (véase gráfico 1).

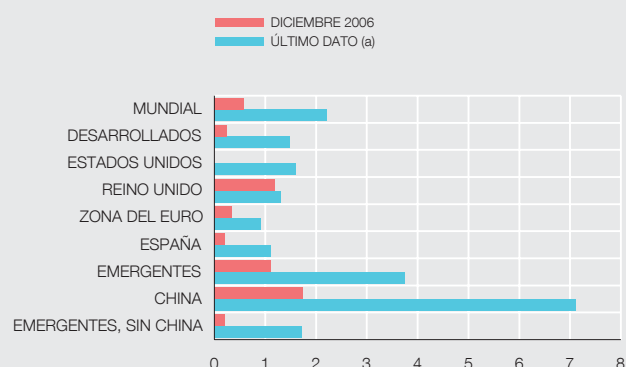
La evolución del precio de las materias primas —que influye muy directamente sobre los componentes energéticos y alimenticios del IPC— está detrás de esta evolución y consolida el importante cambio en los precios relativos a escala global que se está produciendo en los últimos años. En 2007, a diferencia de ejercicios previos, el aumento del precio internacional de las materias primas estuvo liderado por la evolución del precio de los alimentos, aunque los precios de los componentes energéticos e industriales también han seguido aumentando (véase gráfico 3.2). El índice de precios internacionales de alimentos se ha incrementado un 18% en términos reales en 2007

y este aumento supone duplicar el promedio de las máximas subidas anuales de los últimos 25 años, si bien aún distan de sus máximos históricos en términos reales.

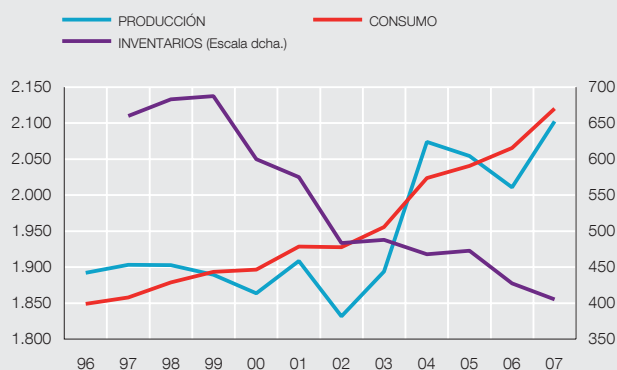
Un análisis de los factores que han contribuido al incremento de la inflación a escala global revela que los alimentos han tenido un papel fundamental. Para una muestra amplia de países, el peso de los alimentos en la cesta de consumo es una variable explicativa significativa del repunte de la inflación en el año 2007, mientras que en el caso de la energía la relación es positiva, pero no significativa (véase gráfico 2). Este resultado es, en general, robusto a otras consideraciones, como la tasa inicial de inflación —que tiende a ser mayor en países menos desarrollados y, por lo tanto, con mayor peso de los alimentos en su IPC—, y a pesar de que en muchas economías en vías de desarrollo los precios de los alimentos están sujetos a controles administrativos.

Dada la importancia de los precios de las materias primas alimenticias en el repunte de la inflación, es relevante considerar las perspec-

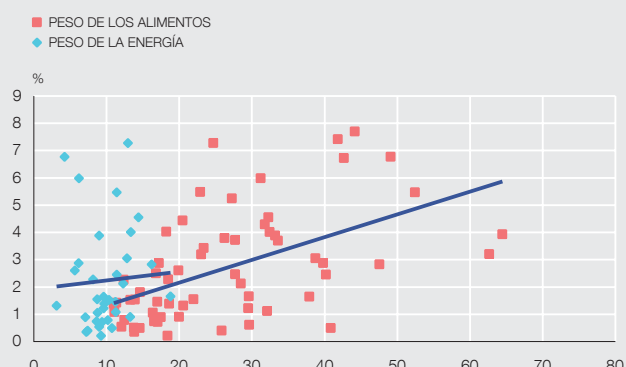
1 INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE. DIFERENCIAL



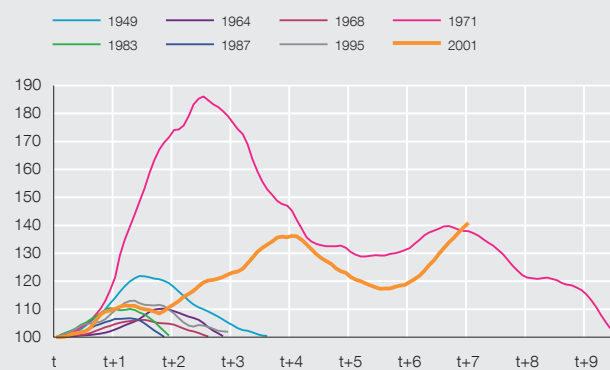
3 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE PRODUCCIÓN, CONSUMO E INVENTARIOS DE CEREALES



2 VARIACIÓN EN LA INFLACIÓN Y PESO DE LOS ALIMENTOS Y ENERGÍA EN EL IPC (Eje X) (b)



4 CICLOS REALES DEL PRECIO DE LOS ALIMENTOS (c)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, FAO, CRB, estadísticas nacionales y Banco de España.

a. El último dato corresponde a marzo de 2008, salvo en el caso de los agregados «Mundial», «Industrializados», «Emergentes» y «Emergentes, excluyendo China», para los que corresponde a enero de 2008.

b. La variación de la inflación representa la diferencia entre la tasa interanual del IPC en el último mes de 2007 disponible y la tasa interanual del IPC en diciembre de 2006. La muestra incluye 66 países con datos sobre el peso de los alimentos y 35 con datos sobre el peso de la energía.

c. El índice está deflactado por el IPC de Estados Unidos. Se toman como inicio de cada ciclo con valor 100 los mínimos de la serie del índice de precios de los alimentos en medias móviles anuales.

tivas sobre su evolución. Podría pensarse que, en un escenario de desaceleración global, tasas de incremento elevadas son improbables, pero es importante señalar que los precios de los alimentos han mostrado una correlación negativa con el PIB mundial en la última década, en contraste con la correlación positiva y cercana a un medio en el resto de materias primas, lo que aumenta el interés en esta cuestión.

Dentro de los alimentos, los productos que han contribuido en mayor medida al aumento de su precio han sido los cereales —trigo y maíz, principalmente— y la soja. Aunque la oferta de cereales, tras unos años de caída, ha crecido más que la demanda en el último ejercicio, la brecha entre ambas no se ha cerrado, lo que ha propiciado que el descenso de los inventarios se prolongue (gráfico 3). Detrás del incremento de la demanda de cereales se encuentra el desarrollo de países emergentes, como China y la India —con algo más de un tercio de la población mundial—, que ha dado lugar a una notable ampliación de sus clases medias, ha favorecido la migración del campo a la ciudad y ha tenido implicaciones sustanciales sobre la dieta alimenticia, orientada ahora hacia un mayor aporte de proteínas, lo que requiere un mayor consumo de cereales. Estos factores se podrían considerar como factores de carácter estructural, que entraron en juego antes de 2007 y de los que se espera que continúen ejerciendo presión al alza en la demanda.

Por lo que respecta a la producción de alimentos, es cierto que la oferta suele mostrar una alta elasticidad precio y reaccionar más rápidamente a la demanda que otras materias primas, como las energéticas, debido tanto a la rapidez de ajuste de los recursos cultivables como al incremento potencial de los rendimientos. Aunque la extensión de las tierras de cultivo de cereales se ha ampliado a máximos históricos, la oferta creció un 4,6% en 2007, una tasa elevada, pero insuficiente, dadas las presiones de demanda. A esta insuficiencia contribuyeron algunas perturbaciones por el lado de la oferta, como condiciones meteorológicas adversas (Australia) y políticas comerciales restrictivas por parte de los exportadores, como Argentina, Rusia o Ucrania, con el fin de asegurar el autoabastecimiento y el mantenimiento de precios internos. Si bien algunos de estos factores pueden ser transitorios, parece existir un cierto límite al margen de crecimiento en los rendimientos y en la extensión de los cultivos, lo que puede suponer que la elasticidad de la oferta a corto y medio plazo puede haberse reducido en alguna medida.

Otro factor importante que ha afectado notablemente al mercado de materias primas alimenticias ha sido la creciente demanda de biocarburantes, derivada de varios factores, como la tendencia al alza de los precios de los combustibles tradicionales y la creciente preo-

cupación por el cambio climático, lo que también ha inducido la proliferación de subsidios para su desarrollo. La emergencia de los biocarburantes añade una notable presión sobre la demanda de maíz, caña de azúcar y aceites, y tiene un impacto sobre los precios relativos, tendiendo a reducir el atractivo —y, por tanto, el incremento potencial de la oferta— de otros productos básicos, como el trigo. El efecto de los biocombustibles sobre la demanda y la oferta de productos agrícolas a medio plazo es incierto y dependerá de las políticas asociadas a su desarrollo, del precio de la energía y de la innovación tecnológica en la industria, pero es un factor que puede también tener un efecto persistente en el mercado de materias primas alimenticias.

En este contexto, el desarrollo de sus mercados de futuros y el extraordinario incremento de las posiciones no comerciales puede haber desempeñado un papel importante en el alza en los precios de los alimentos, pues este tipo de posiciones tiende a incrementar la volatilidad de los precios y a intensificar transitoriamente las tendencias subyacentes, en este caso al alza. La debilidad del dólar¹ o la caída de los tipos de interés reales son otros factores de carácter financiero que pueden haber presionado al alza sobre los precios.

Aunque alguno de los factores que ha afectado a la oferta podría considerarse coyuntural y la capacidad de respuesta de la oferta de alimentos es notable, ha habido cambios estructurales importantes en estos mercados y un incremento potencial sustancial en su demanda. El carácter diferencial de este ciclo expansivo queda subrayado por su comparación con ciclos pasados (véase gráfico 4). El actual período de subidas de precios se prolonga durante siete años, cuando, en media, en los últimos 70 años estos ciclos alcistas han durado aproximadamente un trienio, lo que subraya las particularidades y la mayor persistencia del ciclo expansivo actual.

En definitiva, cabe esperar que el mayor nivel de precios de las materias primas alimenticias sea persistente, incluso si se produce una moderada desaceleración en el crecimiento global. La recomposición de inventarios y la proliferación de medidas de restricción a la exportación de alimentos básicos son factores adicionales que pueden prolongar la presión alcista sobre los precios de estos productos. Aunque es difícil que persistan tasas de crecimiento de los precios como las observadas recientemente, estas presiones constituyen un riesgo global al alza sobre la inflación.

1. Véase el *World Economic Outlook* del FMI (abril de 2008, recuadro 1.4). Entre los canales que se citan están el canal financiero y el incremento de la demanda a través del mayor poder adquisitivo que genera una depreciación del dólar en los países que no están ligados a él.

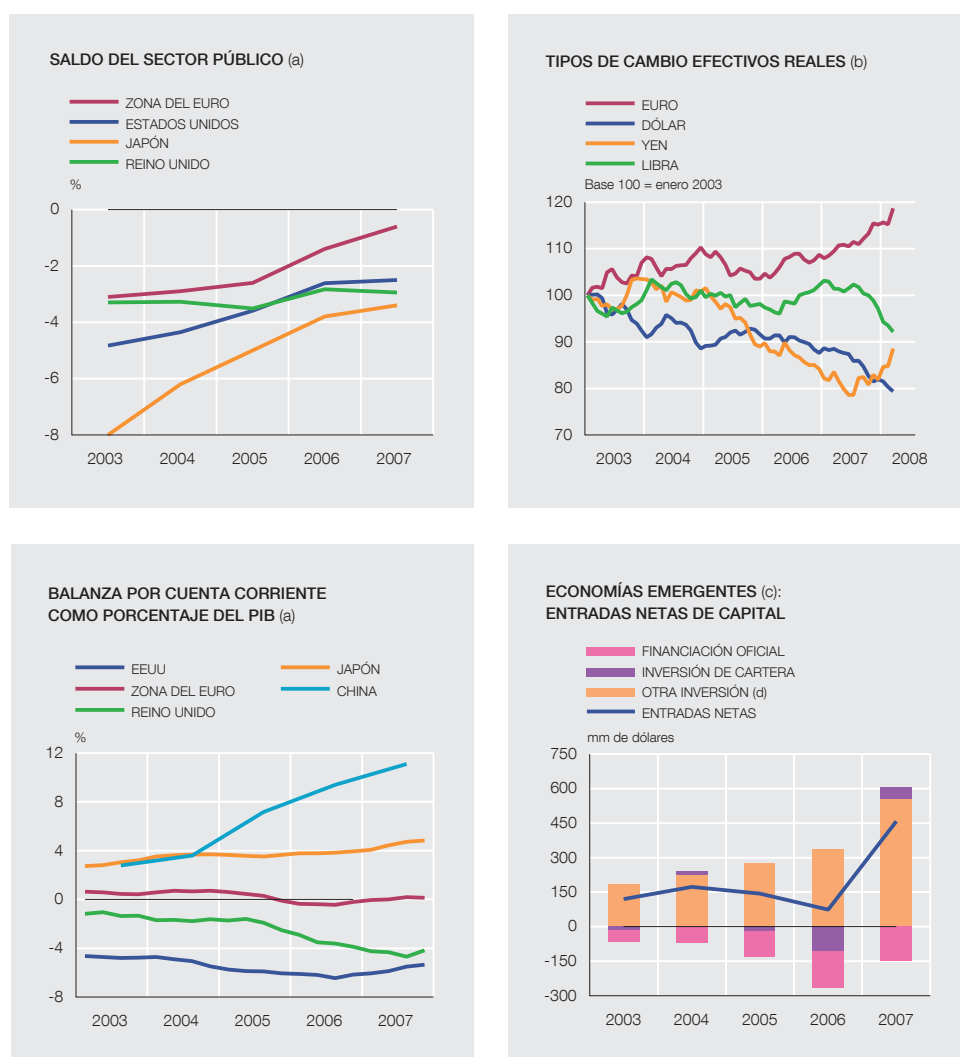
y afectó a los mecanismos de provisión de liquidez, como se detalla en la siguiente sección. La Reserva Federal inició en septiembre de 2007 un proceso de recortes del tipo de interés, que se intensificó en el primer trimestre de este año, en respuesta a los crecientes riesgos a la baja sobre el crecimiento. El tipo de interés oficial se ha reducido en 325 puntos básicos (pb), desde el 5,25%, vigente desde mediados de 2006, hasta el 2%. A este proceso de bajadas de tipos de interés se unió unos meses después el Reino Unido, con tres recortes de 25 pb, entre diciembre de 2007 y abril de este año, mientras que en Japón y en la zona del euro los tipos de interés oficiales se mantuvieron estables. Por el contrario, en otras economías desarrolladas, como Suecia o Australia, se produjeron incrementos del tipo de interés oficial en respuesta a las presiones inflacionistas. Cabe destacar también que, a diferencia de lo observado en otros episodios de inestabilidad financiera, en la mayor parte de las economías emergentes las turbulencias no han dominado el curso de sus políticas monetarias y estas han seguido, en general, una tendencia al endurecimiento, manteniendo así su orientación hacia la estabilidad de precios, ante las presiones inflacionistas crecientes.

Los saldos fiscales continuaron mejorando y en Estados Unidos la política fiscal reaccionó ante las perspectivas de desaceleración.

En el conjunto del año, se produjo una mejora generalizada de los saldos públicos, tanto en las principales economías industrializadas como en las emergentes (véanse gráficos 3.3 y 3.7). Esta mejora de las cuentas públicas vino determinada, como en años anteriores, por el fuerte aumento de la recaudación fiscal, más allá de lo que sería atribuible a la posición cíclica de las economías. El incremento aparente de la elasticidad de los ingresos fiscales respecto al PIB se reflejó en una mejora paralela del saldo estructural ajustado por el ciclo; así, en las economías desarrolladas el déficit estructural se redujo del 2,6% al 2,3% del PIB. No obstante, persiste la incertidumbre sobre el carácter permanente o transitorio del aumento de la recaudación y, en algunos casos, se observaron incrementos sustanciales del gasto público y rebajas impositivas. En este contexto, existen dudas sobre el margen de maniobra de las políticas fiscales para suavizar el impacto de la probable desaceleración económica sin poner en peligro la sostenibilidad de la posición fiscal a largo plazo, aunque hay diferencias notables entre países según su situación presupuestaria. El cambio en el panorama económico a partir del verano propició que las autoridades estadounidenses reaccionaran rápidamente a las expectativas de desaceleración, llevando a la aprobación de un paquete fiscal expansivo a principios de 2008, por un monto superior a un punto porcentual del PIB.

Las turbulencias aceleraron la depreciación del dólar frente a la mayoría de las divisas e invirtieron la tendencia a la depreciación del yen...

La evolución de los mercados cambiarios estuvo marcada, como la del resto de mercados financieros, por las turbulencias. La tendencia a la depreciación del dólar, que ya se observaba desde 2006, se acentuó en la segunda parte del ejercicio, de tal modo que el tipo de cambio efectivo real del dólar se depreció un 10% entre el inicio de 2007 y marzo de 2008 (véase gráfico 3.3). El euro alcanzó un máximo histórico (1,59 dólares por euro) frente a esta divisa en abril de 2008, apoyado en la inversión, bastante pronunciada, del diferencial de tipos de interés a corto plazo frente al dólar y en el deterioro más acusado de las expectativas de crecimiento en Estados Unidos. El yen, que había seguido una senda de depreciación en la primera parte del año, se apreció notablemente frente a ambas monedas desde el inicio de las turbulencias, al cerrarse cuantiosas posiciones de *carry-trade*, como reacción al incremento de la volatilidad en los mercados financieros. Por su parte, la libra esterlina, que había llegado a superar la paridad de dos dólares a mediados de 2007, se depreció sustancialmente a finales de ese año frente al resto de principales monedas. Las divisas de las economías emergentes (véase gráfico 3.7) tendieron a apreciarse frente al dólar —al hilo de las fuertes entradas de capitales que han seguido recibiendo—, con breves interrupciones en momentos de rebrote de la volatilidad financiera, aunque la apreciación en términos efectivos reales fue mucho más limitada, en particular en los países asiáticos. En cualquier caso, cabe destacar el aumento gradual en el ritmo de apreciación del renminbi chino, que alcanzó el 11,5%



FUENTES: Datastream, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional (WEO).

- a. (+) superávit, (-) déficit.
 b. Elaborados con precios de consumo. Un aumento (disminución) supone una apreciación (depreciación) de la moneda.
 c. África, América Latina y Caribe, Europa Central y del Este, Confederación de Estados Independientes, Oriente Medio y Asia emergente.
 d. Incluye IDE y préstamos bancarios.

frente al dólar entre principios de 2007 y abril de 2008, si bien en términos efectivos reales esa apreciación fue solo del 2,3%.

lo que favoreció la reducción del déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, aunque se ampliaron los superávits de Japón y China.

La depreciación del tipo de cambio real del dólar y la recomposición de las demandas internas entre algunos países clave favorecieron una cierta corrección de los desequilibrios globales. La evolución de los saldos por cuenta corriente (véanse gráficos 3.3 y 3.7) tendió a replicar la de las balanzas comerciales. Así, en Estados Unidos el déficit por cuenta corriente se redujo del 6,2% al 5,3% del PIB, al tiempo que los superávits de algunas regiones —América Latina y los países exportadores de petróleo— se redujeron (en algunos casos, notablemente), como resultado no tanto de la evolución cambiaria como de la fortaleza de sus demandas internas. Sin embargo, en los casos de China y Japón los superávits por cuenta corriente se incrementaron, mientras que en el Reino Unido se amplió el déficit exterior notablemente.

Las entradas de flujos de capitales privados en las economías emergentes, así como las reservas internacionales, crecieron sustancialmente.

Las entradas de flujos de capitales privados en las economías emergentes alcanzaron un máximo histórico en 2007, superando los 600 mm de dólares, casi el triple del año anterior (véase gráfico 3.3). Las fuertes entradas de capitales han reforzado el dinamismo de estas economías durante los últimos años, pero también han contribuido, en muchos casos, a exacerbar las presiones inflacionistas. De hecho, se han generado considerables desafíos para la gestión de las políticas monetarias y cambiarias, sobre todo en aquellas economías emergentes que mantienen la rigidez de sus tipos de cambio. Las autoridades han reaccionado de forma diversa: algunas han optado por medidas que desincentivan las entradas de capital (Brasil y Colombia, por ejemplo) o por reducir las barreras a su salida (en Chile, Perú o China); en otros casos, como en algunos países asiáticos y de América Latina, se ha permitido una mayor flexibilidad cambiaria. Pero estas medidas no han impedido que las cuantiosas entradas de capitales propiciaran una intensa acumulación de reservas, de más de un billón de dólares en total (véase el gráfico 2 del recuadro 3.2.), principalmente en China y en los países exportadores de petróleo. Esta continuada acumulación de reservas indica que la apreciación de las divisas de estos países, cuando se ha producido, solo ha reflejado de un modo limitado la evolución de sus fundamentos económicos.

1.2 EL PUNTO DE INFLEXIÓN: LAS TURBULENCIAS FINANCIERAS

Durante la primera mitad del año, la evolución financiera siguió siendo favorable...

Durante la primera parte de 2007 los mercados financieros mantuvieron las tendencias favorables de los años previos, aunque a finales de febrero se registró un efímero episodio de volatilidad, en parte relacionado con el crecimiento en la morosidad de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, y en el que ya se apuntaban, de modo muy soterrado, las dificultades que afloraron en la segunda mitad del año.

Como se observa en el gráfico 3.4, durante el primer semestre del año las bolsas mantuvieron la tendencia alcista, acumulándose ganancias en torno al 8% en los principales índices, al tiempo que las volatilidades se mantenían relativamente contenidas. Por su parte, los diferenciales de crédito de los bonos corporativos y de emisores emergentes se situaron en niveles reducidos, en algunos casos alcanzando mínimos históricos (300 pb para los bonos de alto riesgo en Estados Unidos, 75 pb para los de mejor calificación crediticia y 180 pb para los bonos soberanos de los países emergentes). Los tipos de interés a largo plazo registraron un moderado repunte, hasta alcanzar máximos de los últimos cuatro años. En Estados Unidos se situaron en el mes de junio por encima del 5% para vencimientos a diez años, lo que suponía un nivel más acorde con la situación cíclica de ese momento. El sostenimiento de la actividad y los altos niveles de utilización de la capacidad productiva llevaron incluso a sustentar expectativas al alza sobre la evolución de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos a finales del primer semestre.

pero el panorama cambió drásticamente, por razones ligadas al prolongado período previo de bonanza financiera.

El panorama cambió drástica y súbitamente durante el verano con los problemas financieros asociados al sector *subprime*. No obstante, las causas últimas de las turbulencias hay que buscarlas en el período previo de bonanza financiera, que se había prolongado durante cuatro años, y que se caracterizó por una amplia holgura en las condiciones de financiación, abundante liquidez, elevado apetito por el riesgo y volatilidad reducida. Este contexto favoreció una fuerte revalorización de los activos reales (vivienda) y financieros (bolsas y bonos), así como el extraordinario crecimiento en la emisión de productos financieros y derivados de crédito, con un creciente grado de sofisticación. Todo ello provocó cambios de calado en el negocio financiero, sobre los que conviene detenerse.

Durante los últimos años, prosperó un modelo de distribución de riesgos en los mercados financieros...

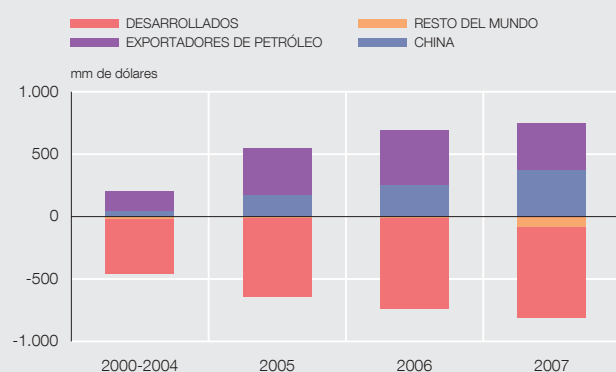
En los últimos años ha adquirido una importancia cada vez mayor el modelo bancario denominado «originar-para-distribuir», alternativo al modelo tradicional en el que la banca retiene los riesgos que origina en la concesión de créditos. En este nuevo modelo, las entidades de crédito conceden préstamos y los incorporan a títulos negociables —cuyo colateral es el

Uno de los rasgos más característicos de la economía internacional en los últimos años está siendo la financiación del conjunto de las economías industrializadas —Estados Unidos, de modo destacado— por parte de las economías en vías de desarrollo, y más concretamente China y los países exportadores de petróleo, tal como muestra el gráfico 1. En este contexto, los fondos de riqueza soberana de los países emergentes han venido adquiriendo un creciente protagonismo, sobre todo al hilo de la turbulencia financiera, cuando

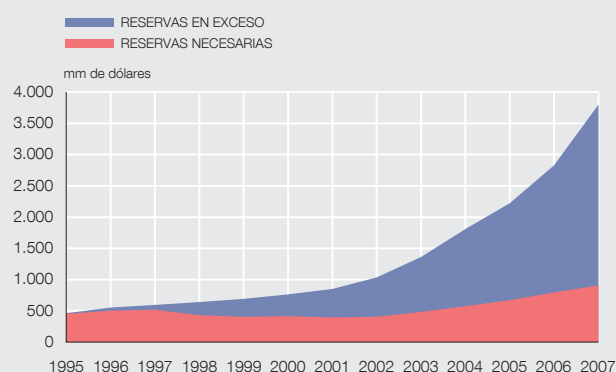
se han convertido en una de las escasas fuentes de liquidez financiera global.

Los fondos de riqueza soberana, de titularidad pública, gestionan activos del sector público distintos de las reservas internacionales. Bajo este término se engloban, entre otros, los fondos de estabilización fiscal, fondos de ahorro, fondos de inversión públicos o activos exteriores procedentes del banco central. La existencia de estos fon-

1 CAPACIDAD (+) Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN GLOBAL



2 RESERVAS INTERNACIONALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



3 PRINCIPALES FONDOS SOBERANOS DE RIQUEZA

PAIS	NOMBRE DEL FONDO	ACTIVOS ESTIMADOS	PORCENTAJE DEL PIB
Países exportadores de petróleo y materias primas		mm de dólares	%
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority	500-875	265-465
Noruega	Government Pension Fund-Global	329	83
Arabia Saudita	Activos gestionados por la Saudi Arabia Monetary Agency	289	77
Kuwait	Kuwait Investment Authority	213	195
Rusia	Reserve Fund	125	11
	National Wellbeing Fund	32	2,5
Australia	Australian Future Fund	54	6
Qatar	Qatar Investment Authority	50	82
Libia	Libyan Investment Authority	50	84
Argelia	Reserve Fund/Revenue Regulation Fund	43	33
Alaska (EEUU)	Alaska Permanent Reserve Fund	40	0
Kazajistán	National Fund	21	20
Chile	Fondo de Estabilización Económica y Social	14	8,3
	Fondo de Reserva de Pensiones	1,5	0,9
Nigeria	Excess Crude Account	11	8
Botswana	Pula Fund	5	41
Azerbaiyán	State Oil Fund	3	9
Omán	State General Reserve Fund	2	5
Países asiáticos		mm de dólares	%
Singapur	Government Investment Corporation	100-330	66-220
	Temasek Holdings	108	72
Hong Kong	Investment Portfolio (HKMA)	100	49
China	Central Huijin Investment Company	67	2
Corea	Korea Investment Corporation	19	2
Malasia	Khazanah Nasional	18	10
TOTAL		≈ 2.200-2.800	

FUENTES: IIF, WEO y estadísticas nacionales.

a. Reservas en exceso = total de reservas – deuda externa a corto plazo.

dos no es nueva: en Noruega, en algunos países del Golfo o en Singapur se instauraron fondos de estabilización hace varias décadas y su objetivo principal ha sido invertir bajo criterios de rentabilidad a largo plazo —en muchos casos, con vistas a las generaciones futuras— los excedentes financieros corrientes y diversificar sus fuentes de recursos económicos. No obstante, su importancia en el panorama internacional se ha incrementado paulatinamente, como consecuencia del importante aumento en su número —ya más de treinta países cuentan con ellos— y en el volumen de activos que gestionan, así como por su elevada concentración en economías emergentes. En efecto, el volumen de los activos que manejan ha crecido de manera muy importante en los últimos años, estimándose entre dos y tres billones de dólares. Los activos que gestionan son todavía notablemente inferiores a los de las reservas internacionales (en torno a cinco billones de dólares), pero tienen un peso específico relevante en los mercados financieros internacionales (los activos gestionados por inversores institucionales en economías avanzadas estarían en torno a los 53 billones de dólares).

Los fondos de riqueza se concentran en dos tipos de países: economías exportadoras de petróleo —países del Golfo Pérsico (como los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait y Arabia Saudita), Rusia y Noruega— y, en menor medida, otras materias primas (Australia o Chile), y en los países que, sin ser ricos en recursos naturales, acumulan unas tenencias muy importantes de reservas; este grupo de países se localiza principalmente en el sureste asiático, como Singapur, Hong Kong o, más recientemente, China. El cuadro presenta los principales países que cuentan con fondos soberanos, su volumen estimado y el porcentaje del PIB que representan, en algunos casos superior al 100%.

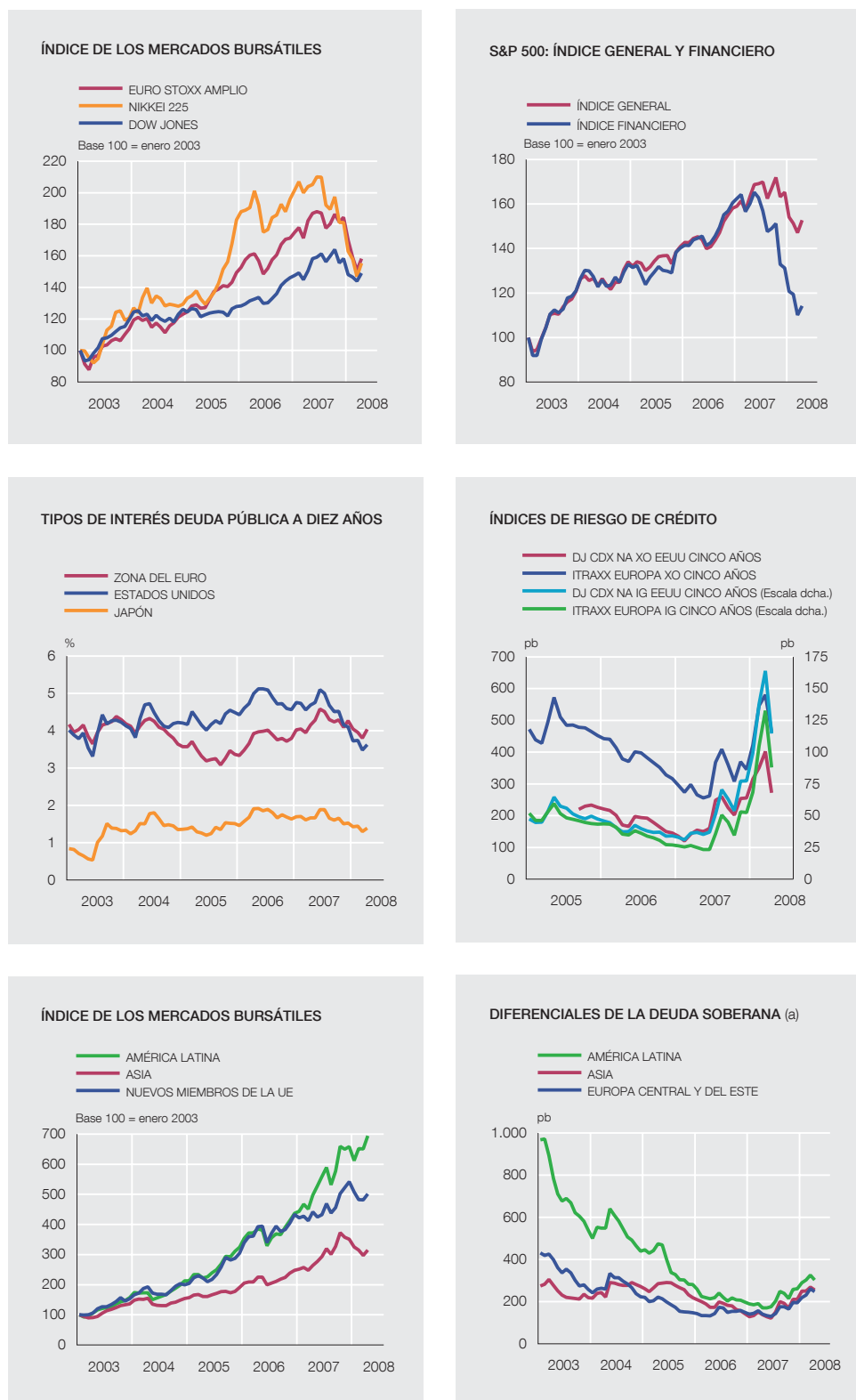
Los elevados precios del petróleo y de otras materias primas han impulsado los ingresos fiscales del primer grupo de países, contribuyendo tanto a la aparición de nuevos fondos como al crecimiento de los previamente existentes. En el segundo grupo, la existencia de regímenes de tipos de cambio rígidos y la resistencia a la apreciación de sus divisas han propiciado un ingente incremento de reservas, muy superior al necesario para protegerse de las contingencias exteriores (véase el gráfico 2)¹. La gestión tradicional de reservas internacionales se produce mediante la inversión en activos externos de alta liquidez y, por consiguiente, de rentabilidad relativamente reducida, y la necesidad continuada de esterilizar su crecimiento —para mantener el control de la oferta monetaria— presiona al alza el coste de los instrumentos de esterilización. Esta estrategia ha tendido a generar crecientes costes al banco central, por lo que los países implicados —de modo muy destacado, China el año pasado— han constituido fondos de riqueza soberana segregando parte de los activos de las reservas, con el objeto de lograr mayor rentabilidad de los recursos disponibles.

1. Véase E. Alberola y J. M. Serena, «Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes», *Boletín Económico*, abril 2007, Banco de España.

La información acerca de la gestión de los fondos de riqueza soberana es relativamente escasa y poco precisa. Una pequeña parte de los activos se invierte internamente, en moneda extranjera o nacional, pero el grueso de los activos de los fondos se invierte en el extranjero, bajo criterios de rentabilidad. Sus carteras de inversión poseen fracciones relevantes de activos de renta variable, renta fija de diversa calificación crediticia y, en general, otros activos arriesgados y, a veces, poco líquidos, así como una mayor diversificación por monedas y países que las reservas internacionales. Se ha considerado que la expansión de los fondos y la creciente segregación de parte de los activos de las reservas internacionales hacia fondos de riqueza soberana podrían tener importantes efectos sobre precios de activos internacionales, aunque su magnitud e, incluso, su signo resultan difíciles de dilucidar. Por otra parte, en determinados casos las inversiones de los fondos de riqueza soberana están encaminadas a conseguir el control sobre la empresa participada. En los últimos meses, las necesidades de capital de algunas entidades financieras occidentales en dificultades han sido cubiertas por fondos soberanos, contribuyendo así a mitigar el impacto financiero de las turbulencias. En concreto, los fondos de riqueza soberana aportaron, hasta el primer trimestre de 2008, más de 30 mm de dólares a la recapitalización de instituciones financieras de Estados Unidos (en torno a un 40% del total).

No obstante, las inversiones de los fondos soberanos enfrenta resistencias por parte de los países receptores, en particular en las economías desarrolladas, al implicar en algunos casos la traslación de derechos de decisión y control de empresas privadas y, a veces, en sectores estratégicos a entidades foráneas de carácter público o semipúblico. Las resistencias se derivan de la falta de transparencia y la insuficiencia de buenas prácticas de gobierno corporativo, en general, por parte de estas instituciones, y del limitado desarrollo institucional y de la economía de mercado en algunos de los países de origen. Esta situación ha promovido diversas iniciativas internacionales respecto a los fondos de riqueza soberana, como la instauración de un código de conducta, orientadas, sobre todo, a mejorar su transparencia y su diseño institucional.

La persistencia de los elevados precios del petróleo y materias primas y la continuada tendencia al alza —aunque más moderada en los últimos tiempos— de las reservas internacionales en muchas economías emergentes hacen prever tanto la constitución de nuevos fondos como un aumento del volumen de los activos gestionados por los actualmente existentes. Por consiguiente, en los próximos años la importancia de los fondos de riqueza soberana irá en aumento y contribuirá a la mejora de las perspectivas de desarrollo futuro en los países promotores. Aunque los fondos soberanos se han convertido en proveedores de recursos fundamentales para equilibrar las necesidades financieras en los mercados globales, resulta conveniente crear las condiciones internas (gobierno corporativo de los fondos) y externas (vigilancia de los organismos internacionales) para asegurar que sus decisiones de inversión responden a razones estrictas de rentabilidad-riesgo.



FUENTES: Datastream y Bloomberg.

a. EMBI + para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa Central y del Este.

préstamo—, que han alcanzado un elevado grado de complejidad, con el fin de colocarlos en los mercados financieros.

En Estados Unidos y en Europa —pero no en España—, los llamados vehículos especiales de inversión (en inglés, SIV y *conduits*) han desempeñado un papel central, tanto en la transferencia de riesgos desde la entidad originadora (la que concede los préstamos) al inversor final (bancos comerciales o de inversión, *hedge funds* e inversores institucionales) como en el modo en que los inversores finales adquieren exposición a tales riesgos. Los SIV son entidades legales que están ligadas a los bancos originadores o, en su caso, a los inversores finales por vínculos contractuales y/o reputacionales, e incorporan en su activo los préstamos o títulos con colateral de largo plazo, desplazando así el riesgo de crédito fuera del balance de las entidades, tanto originadoras como inversoras. Para financiarse, emiten papel comercial u obligaciones, por lo general a corto plazo —ABCP y MBS, respectivamente, por sus siglas en inglés—, con la garantía de dichos activos o hipotecas; además, en ocasiones han contado con líneas contingentes de crédito con las entidades a las que estaban vinculados. La utilización de estos vehículos ha contribuido a generar la percepción —que, a la postre, se ha revelado errónea— de que los riesgos no los asumían las entidades.

que potenció el acelerador financiero, pero también dificultó el seguimiento de los riesgos y diluyó los incentivos para su gestión prudente.

Este mecanismo para la distribución y la inversión en activos arriesgados, muchas veces complementado con productos derivados de crédito muy sofisticados, hace que la valoración, el seguimiento y la localización de los riesgos resulten extremadamente complicados. Por un lado, el vínculo entre quien origina el riesgo y quien lo detenta se diluye y se hace opaco, lo que desincentiva un seguimiento adecuado y una gestión prudente del riesgo. Por otro lado, la valoración de muchos de estos instrumentos complejos descansa en la calificación crediticia otorgada por casas de *rating*, basada en supuestos que a posteriori han resultado inadecuados. Así, *ratings* excesivamente optimistas sustentaron la percepción de que eran instrumentos seguros, propiciando su amplia propagación incluso entre inversores institucionales de perfil conservador. Todas estas características, junto con la intensa competencia en el sistema financiero, la búsqueda de rentabilidad y la obtención de crecientes comisiones en el proceso de distribución del riesgo, favorecieron el crecimiento de estos instrumentos, la relajación de la diligencia debida por los inversores y, en definitiva, la expansión del modelo de «originar-para-distribuir» hasta límites desproporcionados.

En definitiva, la capacidad de apalancamiento de las instituciones financieras se multiplicó, permitiendo una fuerte expansión del crédito y potenciando la generación de liquidez en el sistema y el acelerador financiero. Sin embargo, también se incrementaron los incentivos para comportamientos poco prudentes y para una valoración y seguimiento inadecuados de los riesgos que se estaban generando, sin que reguladores y supervisores respondieran con la suficiente celeridad.

Todas las debilidades de este modelo cristalizaron en el mercado *subprime* estadounidense, desencadenante, a la postre, de la turbulencia.

El mercado hipotecario estadounidense, y en particular el segmento de mayor riesgo (*subprime*), ha sido donde este proceso ha alcanzado mayor importancia y notoriedad. El 60% de los créditos hipotecarios en Estados Unidos estaba titulizado en 2006, frente a un 10% en el área del euro, y el mercado *subprime* creció de forma espectacular en los últimos años, hasta suponer en 2006 un porcentaje superior al 20% del volumen de nuevas hipotecas concedidas (frente a un 8,5% en 2003). Estas magnitudes resultaban poco compatibles con unos criterios prudentes de concesión de créditos, y solo resultaron posibles en un contexto de incrementos continuados en el precio de la vivienda y de fuerte creación de empleo. Sin embargo, la corrección del sector inmobiliario en Estados Unidos desde el inicio de 2006, profundizada en 2007 con caídas de los precios de la vivienda, provocó un incremento sustancial y continuado en las tasas de morosidad de las hipotecas *subprime*

(véase el recuadro 1.2). No obstante, solo la imbricación de este segmento de mercado, de magnitud relativamente reducida en el contexto global (menos del 4% del endeudamiento del sector no financiero en Estados Unidos), con un amplio espectro de instrumentos financieros complejos y con la fuerte exposición del sistema bancario a tales instrumentos puede explicar que la crisis *subprime* se convirtiera en el desencadenante de una turbulencia financiera global.

En julio se materializaron las turbulencias, en un contexto de pérdida de confianza e incertidumbre respecto a los instrumentos financieros estructurados.

Así, la materialización de un nuevo episodio de volatilidad con epicentro en las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, en el mes de julio, quebró definitivamente la dinámica favorable previa. La pérdida de confianza en los instrumentos financieros estructurados asociados a estas hipotecas —ABCP, MBS, etc.— provocó una reducción drástica en su demanda, entorpeciendo la refinanciación de muchas deudas apoyadas en ellos, generando una súbita escasez de liquidez en los mercados de crédito y un fuerte incremento de las primas de riesgo de crédito (véase gráfico 3.4.). Algunas instituciones financieras dejaron de suscribir estos productos estructurados y, posteriormente, debido a lo incierto de su exposición financiera, limitaron el crédito a otros clientes y entidades. Además, se vieron obligadas por razones legales o reputacionales a activar las líneas de crédito con los SIV y *conduits*, o a incorporar los activos de estos a sus balances, lo que conllevó el reconocimiento de fuertes pérdidas, potenciales o efectivas.

La liquidez se secó en los mercados interbancarios, lo que indujo una rápida reacción de los bancos centrales...

La creciente incertidumbre y las mayores necesidades de liquidez (inmediatas o potenciales) que enfrentaron los bancos indujo a estos a atesorar dinero, y los mercados interbancarios y monetarios se secaron, abriéndose un notable diferencial de plazo, y entre los tipos de interés a los que se prestan las entidades sin colateral (tipos *depo*) y los de los préstamos con colateral (tipos *repo*). En primera instancia, los principales bancos centrales reaccionaron suministrando liquidez en los mercados interbancarios —en ocasiones, de forma coordinada— y se verificó un cambio notable en las perspectivas de política monetaria, principalmente en Estados Unidos, donde se inició un ciclo bajista de tipos de interés. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra crearon nuevas líneas de suministro de liquidez —a diferencia del Eurosistema, donde las inyecciones de liquidez pudieron acomodarse en el marco de instrumentación establecido—. A través de estas líneas se facilitaba el acceso de las entidades a los recursos y se ampliaba el plazo de vencimiento, los títulos que podían usarse como colateral en las operaciones de financiación y el tipo de entidades con acceso a los mercados. Además, se instauraron líneas de *swaps* de divisas entre los principales bancos centrales, con objeto de facilitar la obtención de divisas por parte de los bancos.

que no fue suficiente para restablecer la confianza.

A pesar de estas medidas, el deterioro de la situación financiera y la incertidumbre se siguieron filtrando al sistema financiero global y empezaron a hacer mella en los indicadores adelantados del sector real. En el ámbito financiero, tras un cierto período de calma, las turbulencias se reavivaron a partir de noviembre ante la creciente preocupación por la solidez financiera de las entidades. La publicación de pérdidas de instituciones financieras y las dificultades identificadas en nuevos segmentos de mercado, como las aseguradoras de bonos, se conjugaron con un acelerado deterioro de las perspectivas de crecimiento económico (más acusado en Estados Unidos). Este deterioro estuvo causado, en gran medida, por la percepción de endurecimiento en las condiciones de financiación de empresas y hogares, reflejando la retroalimentación entre factores financieros y reales en la evolución y consolidación de la turbulencia. En este contexto, la Reserva Federal aceleró el proceso de relajación monetaria, reduciendo los tipos oficiales en 125 pb en el plazo de apenas una semana, en enero, y en 100 pb adicionales en marzo y abril, hasta el 2%, al tiempo que reducía, en varias etapas, el diferencial entre el objetivo de los fondos federales y la tasa de descuento, hasta los 25 pb.

Los indicadores financieros se deterioraron en la segunda parte del año y las dificultades financieras se filtraron a las variables reales.

La evolución de los mercados financieros a partir de julio de 2007 ha estado, obviamente, muy condicionada por la marcha de las turbulencias mencionada anteriormente, y su impacto se ha trasladado, paulatinamente y con distinto grado de intensidad, al resto de segmentos, tal y como se evidencia en el gráfico 3.4. Así, los diferenciales de bonos corporativos de baja calificación crediticia se duplicaron en Estados Unidos; los diferenciales soberanos de los países emergentes experimentaron un repunte notable, pero relativamente moderado, si se tiene en cuenta la vulnerabilidad secular de estos mercados; las bolsas mantuvieron una cierta resistencia a las turbulencias hasta final de año —limitándose el impacto a los sectores más expuestos (inmobiliario y financiero)—, pero sufrieron una importante corrección a inicios de 2008, sobre todo una vez que se revisaron fuertemente a la baja las expectativas de crecimiento. Por su parte, el menor apetito por el riesgo se tradujo en una huida hacia activos refugio, como la deuda pública, y en una notable reducción de los tipos a largo plazo en Estados Unidos y en otros países, truncando su tendencia previa al alza.

Las graves turbulencias financieras, que persisten, pueden servir para reconducir los desequilibrios acumulados en el período previo...

La persistencia de las turbulencias y el estancamiento de la actividad en amplios segmentos del mercado pueden justificarse, por un lado, por la prolongación de la incertidumbre asociada a los riesgos de los nuevos instrumentos financieros y la exposición efectiva de las entidades a los mismos y, por otro lado, por el continuado deterioro del mercado inmobiliario en Estados Unidos y la progresiva extensión de las dificultades a segmentos financieros cada vez más amplios y alejados del foco *subprime*.

Desde una perspectiva más amplia, puede considerarse que la turbulencia no solo pone fin a una fase financiera muy favorable, sino que es una consecuencia directa de ese período, en el que las condiciones de financiación han sido extraordinariamente holgadas, en un contexto de políticas monetarias relativamente acomodaticias, a pesar de su endurecimiento. La percepción de que las primas de riesgo no reflejaban los fundamentos o la facilidad con la que se captaba liquidez eran indicios de una situación que podría requerir una corrección más o menos intensa, que ya se apuntaba en los últimos años. En este sentido, la turbulencia puede contribuir a corregir los excesos acumulados en la fase anterior, propiciando una reacomodación del sistema financiero global que lo haga más estable en el futuro. También puede servir de orientación para futuras iniciativas regulatorias y de implementación de la política monetaria, que deberían ser en todo caso coherentes con el necesario desarrollo de nuevos productos y servicios financieros. Solo de este modo, estos procesos de innovación financiera pueden maximizar su impacto positivo, llevando, a la larga, a una profundización de los mercados y a una mejor asignación de los recursos financieros a escala global.

pero también van a tener consecuencias en la economía real, por lo que constituyen un factor fundamental para evaluar las perspectivas económicas.

En cualquier caso, este ajuste está teniendo consecuencias sustanciales sobre el sistema financiero y, de modo cada vez más evidente, para el sector real, por lo que constituye un factor de preocupación y un elemento fundamental para valorar las perspectivas económicas globales, que se evalúan a continuación.

1.3 PERSPECTIVAS Y FACTORES DE RIESGO

El escenario central incorpora una clara desaceleración de la economía mundial, más acusada en las economías avanzadas que en las emergentes.

Las perspectivas económicas para 2008 predicen una desaceleración generalizada, más intensa en las principales economías desarrolladas que en las economías emergentes, que seguirán registrando ritmos de crecimiento relativamente elevados, lideradas por China. Las previsiones disponibles sitúan el crecimiento de la economía mundial por debajo del 4% en 2008, más de un punto porcentual inferior al de 2007.

Los riesgos sobre la previsión de crecimiento siguen estando sesgados a la baja.

Este escenario de desaceleración global incorpora únicamente el deterioro ya experimentado por las condiciones financieras globales; por ello, dada la persistencia de la turbulencia financiera, el mayor riesgo de incumplimiento lo constituye la posibilidad de que se produzca una contracción acusada, prolongada y generalizada del crédito. Hay, además, otros factores de riesgo importantes sobre las perspectivas, que se derivan, en parte, de la turbulencia financiera y podrían interactuar con ella. En primer lugar, la evolución económica en Estados Unidos podría ser mucho más negativa de lo anticipado, especialmente si el ajuste en el sector inmobiliario es más intenso de lo previsto, y podría tener un mayor efecto sobre el resto del mundo; en segundo lugar, cabe mencionar la posibilidad de una corrección desordenada de los desequilibrios globales; y, por último, la persistencia de las presiones inflacionistas constituye otro riesgo, sobre todo en la medida en que se puedan consolidar unas mayores expectativas de inflación y limitar el margen de actuación de las políticas monetarias.

El riesgo más importante es el de una restricción generalizada del crédito...

Una restricción severa y generalizada del crédito —en términos geográficos y sectoriales— es un evento que no puede descartarse, y sus repercusiones sobre la actividad global serían de gran magnitud, especialmente si se ven afectados los dos canales principales de obtención de financiación, el bancario y los mercados de capitales. Este riesgo se incrementa con la prolongación de las tensiones en los mercados financieros y del estado de desconfianza.

que se podría conjugar con el riesgo de una desaceleración mayor que la esperada en Estados Unidos.

Las perspectivas de la economía estadounidense —y, en particular, su entrada en una fase de recesión o retroceso de la actividad— están íntimamente relacionadas con la persistencia del ajuste en el sector inmobiliario y su interrelación con el desarrollo de las turbulencias financieras. En los últimos meses, el ajuste del sector inmobiliario se ha intensificado, sin que se aprecie claramente el final de este proceso, y los soportes de la actividad real, como el mercado laboral, se han debilitado de modo acusado. En esta coyuntura, las perspectivas sobre la actividad en Estados Unidos están rodeadas de una elevada incertidumbre y las probabilidades de que se produzca un ajuste real más importante de lo esperado no son desdeñables.

La capacidad de resistencia del resto de economías también constituye un factor de incertidumbre.

Los elementos de riesgo sobre la economía de Estados Unidos hacen más incierta la resistencia de otras economías, desarrolladas y emergentes. A los efectos directos a través del canal comercial —que, posiblemente, sean ahora menos intensos, en comparación con épocas anteriores, debido al creciente peso relativo de otras áreas en el comercio—, se podrían añadir otros mucho más preocupantes, por el lado financiero o de la confianza de los agentes. La mayor parte de economías desarrolladas ya ha experimentado efectos negativos relevantes a través de estos dos canales, que aún tienen margen de recorrido. Sin embargo, un aspecto que puede ser especialmente importante para el sostenimiento de la economía global es la capacidad de resistencia de las economías emergentes, que hasta la fecha se han mostrado relativamente poco afectadas por los acontecimientos en las economías desarrolladas, sobre todo en comparación con episodios pasados. Varios factores han podido contribuir a esta evolución positiva de las economías emergentes, como la mejora de sus fundamentos económicos y financieros (en parte, derivados del favorable contexto exterior de los últimos años), la creciente fortaleza de su demanda interna, el incremento de los términos de intercambio en los países exportadores de materias primas y la mayor diversificación comercial. Sin embargo, en un escenario de desaceleración más intensa de las economías avanzadas y de mantenimiento de tensiones en los mercados financieros, es difícil que las economías emergentes no resulten sustancialmente afectadas, tanto desde el punto de vista de la actividad como de los costes de financiación, especialmente en aquellas regiones —como Europa del Este— que dependen de cuantiosas entradas de capitales para mantener su dinamismo.

Pese a la incipiente corrección de los desequilibrios globales, la financiación del déficit de Estados Unidos puede resultar más difícil.

Los precios del petróleo constituyen otro factor importante en las perspectivas, en un contexto de desaceleración económica...

y presiones inflacionistas, pudiendo complicar la gestión de las autoridades monetarias.

En todo caso, la economía mundial dispone de algunos elementos de resistencia importantes.

En cuanto a los desequilibrios globales, se está produciendo una cierta corrección de los mismos. A pesar de ello, la financiación del déficit exterior de Estados Unidos podría complicarse si los inversores extranjeros terminan por requerir mayores rentabilidades a los activos denominados en dólares, lo que podría desencadenar un ajuste desordenado en los mercados financieros. Este proceso podría verse intensificado si algunos países que han invertido masivamente sus reservas internacionales en activos denominados en dólares, con reducidas rentabilidades, tendieran a diversificar sus inversiones hacia otras monedas —por ejemplo, a través de fondos de riqueza soberana (véase el recuadro 3.2)— o si desligaran sus monedas del dólar.

Otro riesgo que persiste sobre el panorama económico mundial es la evolución del precio del petróleo y, en general, de las materias primas. Los precios del crudo podrían moderarse —aunque manteniendo niveles elevados— si la demanda global se desacelera más de lo previsto. No obstante, es probable que persista una elevada volatilidad, propiciada por la estrecha capacidad excedente de producción y refino, por factores financieros o por posibles distorsiones de oferta. En un contexto de intensa expansión económica, los incrementos en el precio del petróleo que se han producido desde el año 2003 no han hecho mella aparente sobre la actividad global, pero es posible que un escenario de desaceleración más acusada pudiera amplificar el impacto, dados su efecto negativo sobre la confianza del consumidor y las expectativas de inflación. Respecto a los precios de las materias primas agrícolas, aunque hay elementos estructurales detrás de su fuerte incremento, no se espera que continúen aumentando a las tasas previas (véase el recuadro 3.1).

Los riesgos sobre la inflación están sesgados al alza en el corto plazo, como consecuencia del aumento de los precios de las materias primas y, en algunos casos, sobre todo en economías emergentes, de las presiones de demanda sobre la capacidad productiva. No obstante, se prevé una moderación de la tasa de inflación en la segunda mitad de 2008, a medida que el ritmo interanual de crecimiento de los precios de las materias primas se reduzca. En este contexto, el anclaje de las expectativas de inflación resulta clave. No cabe descartar que en algunos países desarrollados y —con mayor intensidad, si cabe— en algunas economías emergentes se pueda producir una combinación de debilitamiento de la actividad, mantenimiento de las presiones inflacionistas y repunte de las expectativas de inflación. Este panorama puede generar dilemas de política monetaria y limitar la capacidad de actuación de los bancos centrales, sobre todo en aquellas economías emergentes que mantienen regímenes de tipo de cambio rígidos y registran fuertes entradas de capitales.

A pesar de todo ello, pueden identificarse algunos factores de resistencia que respaldarían la capacidad de la economía global para acomodar estas turbulencias y favorecer una recuperación la actividad global más rápida que en episodios similares en el pasado. Por un lado, hay elementos favorables que pueden limitar los efectos de las turbulencias financieras sobre el sector real. En este sentido, hay que mencionar la situación económica de partida, caracterizada por un prolongado período de crecimiento robusto y generalizado a escala global, una inflación relativamente contenida en los últimos años y el estado saneado de los balances de las empresas. También el dinamismo y el mayor peso de las economías emergentes, en muchos casos con una posición exterior holgada, pueden ejercer un contrapeso significativo ante la desaceleración. Por otra parte, la globalización —y las presiones competitivas mundiales que ha fomentado— ha hecho más flexible el comportamiento de las economías, aumentando su capacidad para hacer frente a perturbaciones negativas, con menores costes en términos de actividad o empleo. Finalmente, el proceso de globalización también ha hecho a la economía global más flexible y eficiente, dotándola de una mayor capacidad de reacción ante situaciones desfavorables.

2 Estados Unidos

El PIB de Estados Unidos registró una desaceleración en 2007, lastrado por el ajuste del mercado inmobiliario.

En Estados Unidos, el PIB se desaceleró en 2007, hasta registrar el menor crecimiento de los últimos cinco años (un 2,2%, frente al 2,9% de 2006). No obstante, a pesar de la fase avanzada del ciclo económico en la que se encontraba esta economía al inicio del año, la actividad mostró un notable dinamismo durante buena parte del mismo. El elemento más destacado siguió siendo el profundo ajuste del mercado inmobiliario, que se intensificó más allá de lo esperado, de forma que la inversión residencial detrajo un punto porcentual al crecimiento del PIB en el conjunto de 2007. En contraste, el consumo privado mantuvo una fortaleza mayor que la prevista, sostenido principalmente por el buen comportamiento del empleo, y a pesar del efecto negativo sobre la riqueza de los hogares, derivado del ajuste en el mercado de la vivienda (véanse gráfico 3.5 y recuadro 1.1). Solo en los meses finales del año se produjo un deterioro de los indicadores de consumo privado, ante la debilidad creciente del mercado laboral —la tasa de paro repuntó del 4,4% en marzo de 2007 al 5,1% doce meses después—, la caída de la confianza, como resultado de las turbulencias financieras, y la merma de poder adquisitivo ocasionada por el aumento de los precios de consumo. También la inversión empresarial mostró un comportamiento favorable hasta el último trimestre, cuando se produjeron algunas señales de ralentización. El saldo exterior mejoró a lo largo del año, y la demanda exterior neta contribuyó positivamente al crecimiento del PIB por primera vez desde 1995, debido, sobre todo, a la fuerte ralentización de las importaciones. En el mismo sentido, el déficit por cuenta corriente se moderó en 2007, pasando del 6,2% del PIB en 2006 al 5,3%.

Se produjo un repunte de la inflación en la segunda mitad del año...

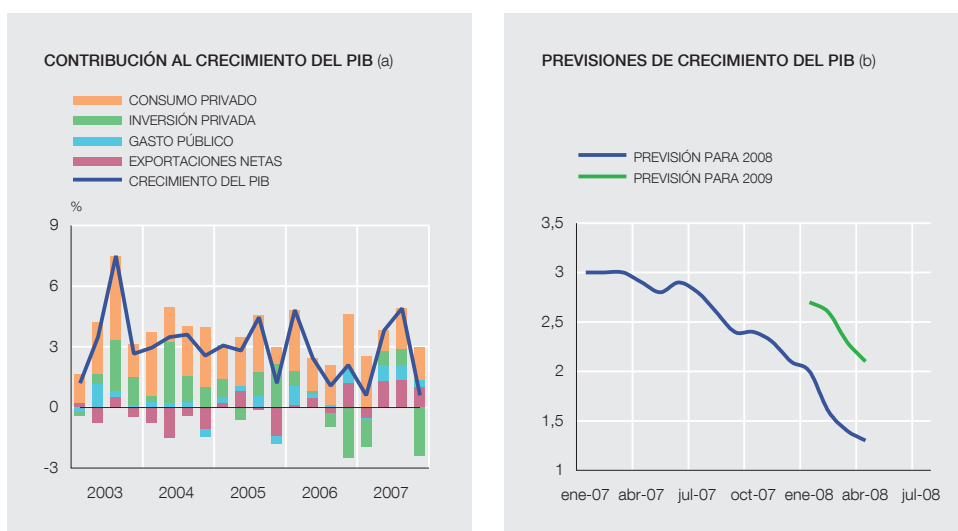
En cuanto a los precios, la inflación se mantuvo moderada durante la mayor parte de 2007, registrando un promedio del 2,8%, frente al 3,2% de 2006, si bien el incremento de los precios de alimentos y de la energía causó un repunte importante de la inflación general hacia final del año pasado e inicios de este, alcanzando un 4% en marzo. La inflación subyacente se ha mantenido contenida, aunque recientemente ha tendido a repuntar por encima del 2%.

aunque las políticas económicas se han orientado cada vez más a contrarrestar las turbulencias financieras y los riesgos sobre el crecimiento económico.

La Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales fijos en la primera parte de 2007. A raíz de las turbulencias financieras y del impacto de las mismas sobre la economía del país, cambió el tono de su política monetaria e introdujo reducciones sucesivas de los tipos de interés, que han totalizado 325 pb, desde el 5,25% inicial hasta el 2% en abril de este año. Además, la Reserva Federal ha aplicado secuencialmente una batería de medidas para dotar de liquidez al sistema (véase el apartado 1.2). A principios de 2008 se aprobó un paquete temporal de estímulo fiscal, por valor de 168 mm de dólares (alrededor de un 1,2% del PIB), para ayudar a sobrellevar la desaceleración económica, que, unido al menor ritmo de actividad, hace previsible un aumento importante del déficit público en 2008, tras situarse en el 2,5% del PIB en 2007.

En cualquier caso, el panorama económico para 2008 ha empeorado sustancialmente.

Las previsiones de crecimiento para 2008 se han recortado drásticamente desde el inicio de la turbulencia (véase gráfico 3.5), y al cierre de este Informe se esperaba un crecimiento inferior al 1% en 2008. Esta tasa anual implica un perfil de notable debilidad en la primera mitad del año, cuando la actividad podría incluso contraerse, y de cierta recuperación a partir del tercer trimestre, como consecuencia, sobre todo, de los efectos de las medidas de política económica adoptadas. La debilidad esperada se fundamenta en el endurecimiento de las condiciones de financiación y en la profundización adicional de la corrección del sector inmobiliario. La consiguiente reducción de la riqueza de los hogares, ante la caída de precio de los activos, y el debilitamiento del mercado laboral ejercerían una presión a la baja importante sobre el consumo privado. Con todo, los principales riesgos sobre este escenario siguen inclinados a la baja, ante la posibilidad de que se produzca una mayor restricción del crédito, de que la profundización del ajuste del sector residencial y el deterioro del mercado laboral sean más marcados o de que la inversión empresarial pueda también verse afectada. En cuanto a la inflación, aunque persisten riesgos al alza en el corto plazo, se espera que se modere en



FUENTES: Datastream, Reserva Federal y Consensus Economics.

a. Aportaciones al crecimiento trimestral anualizado del PIB.

b. Previsiones de Consensus Economics. En el eje horizontal se recoge la fecha de realización de las previsiones.

consonancia con la desaceleración económica, si bien el reciente repunte de las expectativas de inflación suscita preocupación.

3 Reino Unido

La economía del Reino Unido mantuvo un fuerte dinamismo, aunque también se vio afectada por las turbulencias financieras.

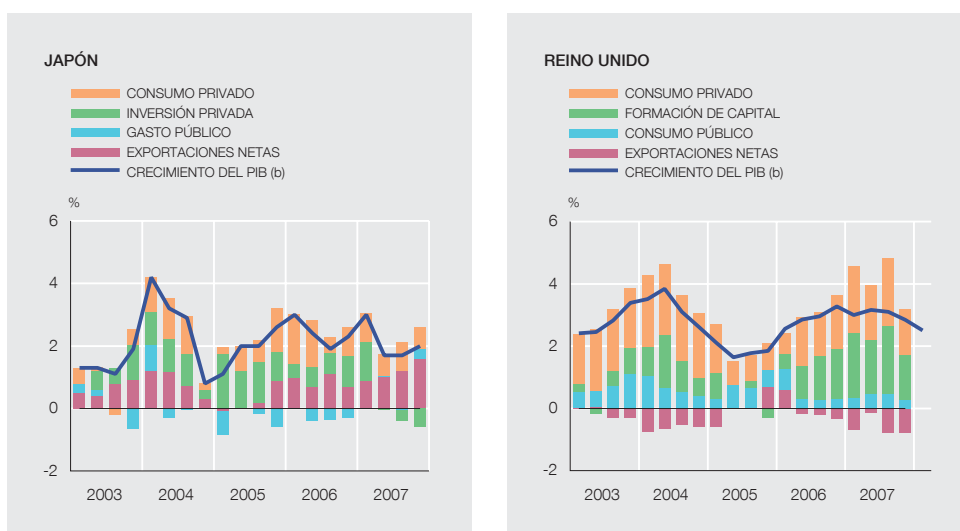
En el Reino Unido, el PIB creció en 2007 un 3%, frente al 2,9% del año anterior, gracias al empuje de la demanda interna, mientras que la contribución de la demanda exterior neta se fue haciendo más negativa (véase gráfico 3.6), lo que vino asociado a un rápido deterioro del déficit por cuenta corriente, que pasó del 3,9% al 4,2% del PIB. No obstante, hacia finales de año el crecimiento económico se moderó, debido, en parte, a los efectos de las turbulencias financieras sobre los mercados de crédito hipotecario y de la vivienda, que comenzaron a dar muestras de un ajuste más brusco del esperado. Un episodio particularmente significativo fue la suspensión de pagos de un importante banco especializado en hipotecas (Northern Rock), que obligó a la intervención del Banco de Inglaterra —que hasta entonces se había mostrado cauto en su apoyo al sistema financiero— y que culminó con la nacionalización del banco por parte del gobierno británico.

La inflación se moderó a lo largo del año y el Banco de Inglaterra, que había elevado el tipo de interés oficial en la primera parte del año, lo redujo ante los efectos de las turbulencias financieras.

La inflación repuntó a principios de 2007, hasta llegar al 3,1% en el mes de marzo. Posteriormente, los precios se moderaron, hasta terminar el año en el 2,1%, si bien se han vuelto a acelerar a principios de 2008 (2,5% en febrero), como consecuencia del aumento de los precios de la energía. El Banco de Inglaterra subió tres veces el tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 5,75%, en la primera parte del año, pero, ante los efectos de las turbulencias financieras, lo ha reducido en tres ocasiones entre diciembre de 2007 y abril de este año, situándolo en el 5%. El déficit público se amplió en 2007, pasando del 2,6% al 2,8% del PIB.

Para 2008 se espera una desaceleración de la actividad, con riesgos a la baja.

Las perspectivas económicas para 2008 apuntan a una fuerte desaceleración y a un crecimiento inferior al 2%, debido, sobre todo, al menor dinamismo del consumo privado. Entre los riesgos más importantes sobre esta previsión hay que mencionar la posibilidad de que se produzcan nuevas situaciones de dificultad en algún segmento del sistema financiero, y el riesgo de una contracción acusada en el mercado inmobiliario, que pudiese afectar a otros componentes de la demanda.



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a. Aportaciones al crecimiento interanual del PIB.
b. Tasa de variación interanual.

4 Japón

En Japón, el crecimiento se moderó ligeramente por la debilidad del consumo privado...

y no se salió definitivamente de la deflación, por lo que el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial inalterado desde febrero.

Perspectivas de ralentización económica en 2008, a pesar de un impacto menor de las turbulencias.

La economía japonesa creció en 2007 un 2,1%, frente al 2,4% de 2006. Esta desaceleración reflejó la caída en la inversión residencial —provocada por cambios legislativos en el sector— y la persistente debilidad del consumo privado (véase gráfico 3.6), lastrado una vez más por el escaso dinamismo de la renta de las familias, pese al aumento del empleo. El crecimiento del PIB se apoyó a partes iguales en la demanda interna y en la externa, aunque esta cobró un creciente protagonismo con el transcurso del año. El superávit de la balanza por cuenta corriente se amplió un año más, alcanzando el 4,8% del PIB.

El índice de precios de consumo se mantuvo en tasas interanuales levemente negativas, aunque repuntó en los últimos meses por los incrementos de los precios del petróleo y de los alimentos y cerró el año en el 0,7%, llegando al 1% en febrero de 2008. Sin embargo, otros indicadores relevantes, como el deflactor del PIB y los costes laborales unitarios, permanecieron en terreno negativo, reflejando el mantenimiento de las tensiones deflacionistas, a pesar de que los precios del suelo urbano se situaron de modo holgado en territorio positivo. El Banco de Japón no alteró apenas el tono de la política monetaria en el conjunto de 2007: solo aumentó el tipo de interés oficial en febrero de 2007, en 25 pb, hasta el 0,5%, y después lo mantuvo inalterado, por la atonía de los indicadores de inflación y la evolución titubeante de la actividad a partir del segundo trimestre. Las turbulencias financieras tuvieron un impacto escaso, por la menor exposición del sistema financiero japonés a los mercados en los que se originaron, y las inyecciones de liquidez fueron poco significativas. En cuanto a la política fiscal, se redujo el déficit público, del 3,8% al 3,4% del PIB, gracias a la fortaleza de la recaudación del impuesto de sociedades y al continuado recorte de la inversión pública, pero no se produjeron avances en la reforma del gasto público o de la imposición. La deuda pública neta continuó creciendo, hasta situarse en el 91% del PIB, 2 pp más que en 2006.

Las perspectivas para 2008 son de una ralentización de la actividad hacia ritmos alrededor del 1,5%. Los principales riesgos a este escenario son la excesiva dependencia del sector exterior, la continuada debilidad del consumo privado —que debería recobrar un mayor protagonismo para dotar a la expansión de mayor autonomía y resistencia—, el insuficiente avance en las reformas estructurales y el posible impacto de las turbulencias, aunque en menor medida que en otros países.

5 China y resto de Asia

En China, el PIB se aceleró en 2007 y se ampliaron, de nuevo, el superávit comercial y las reservas externas.

La inflación también aumentó muy acusadamente, pese a las medidas monetarias restrictivas.

El crecimiento económico en el resto de Asia fue también intenso, así como el repunte de la inflación.

Las perspectivas para la región en 2008 son relativamente favorables, aunque existen riesgos derivados del sector exterior, la inflación y la gestión de los flujos de capital.

6 América Latina

El crecimiento económico se prolongó por sexto año consecutivo, apoyado en la demanda interna.

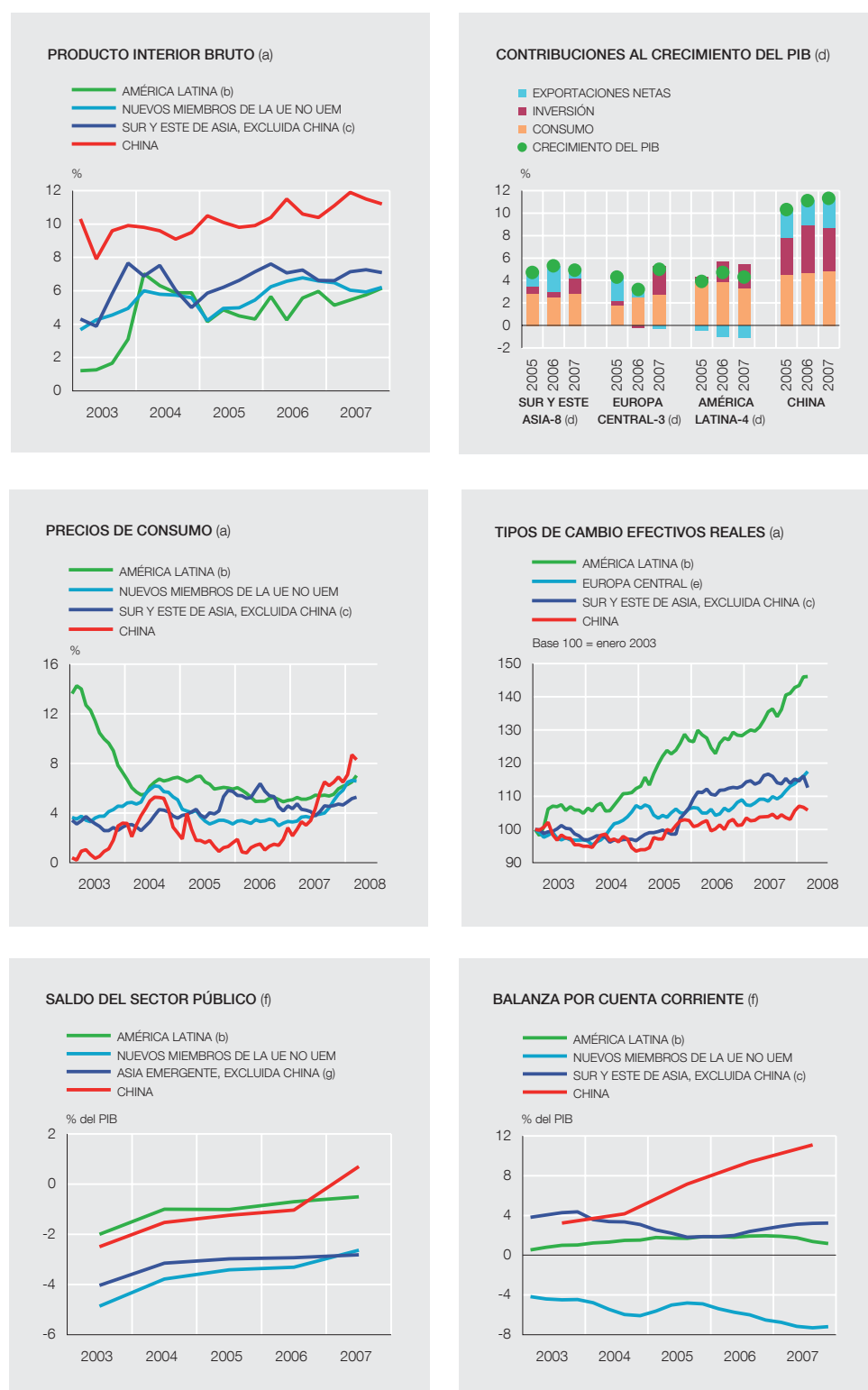
El PIB de China mantuvo su fortaleza en 2007, con una tasa de crecimiento del 11,9%, tres décimas más que en 2006, apoyado en el dinamismo de la demanda interna y en la significativa contribución de la demanda externa (véase gráfico 3.7). Pese a la aceleración gradual en la apreciación del renminbi, el superávit comercial siguió aumentando, lo que llevó al superávit por cuenta corriente al 11,1% del PIB, si bien a finales de año se percibió un debilitamiento en las exportaciones. La evolución de este saldo, junto con unas entradas de capitales crecientes, favoreció que continuara la intensa acumulación de reservas exteriores, que a finales de año ascendían a 1,5 billones de dólares. Asociado a la gestión de estas reservas, se creó un fondo de riqueza soberana, al que se dotó inicialmente de 200 mm de dólares (véase el recuadro 3.2).

La inflación china creció de manera significativa en 2007, pasando del 2,2% en enero al 6,5% al final del año —y al 8,7% en febrero de 2008—, impulsada por el componente de alimentos y afectada también por perturbaciones de oferta, si bien la inflación subyacente apenas creció. Ante la preocupación por las presiones inflacionistas y el riesgo de recalentamiento, la política monetaria adoptó un tono menos acomodaticio, acompañado de una serie de medidas administrativas de control de precios, a finales de año, y de una progresiva mayor flexibilidad cambiaria, que se tradujo en una apreciación más intensa del renminbi frente al dólar, a partir de los últimos meses del año. En concreto, los tipos de interés de referencia de los préstamos a un año se han elevado desde enero de 2007 en seis ocasiones, hasta el 7,47% (un incremento de 135 pb), aunque los tipos de interés reales se volvieron negativos. Igualmente, se incrementó en trece ocasiones el coeficiente de reservas bancarias, del 9% al 16%, además de imponerse restricciones a la concesión de préstamos.

En su conjunto, el resto de las principales economías asiáticas registró un notable crecimiento económico en 2007, de alrededor del 7%, similar al de 2006, sostenido también por la demanda interna, aunque con signos de desaceleración de la actividad en varios países en el cuarto trimestre del año. En un contexto de escasas variaciones de política monetaria, la inflación subió especialmente en el segundo semestre de 2007, como consecuencia del alza de los precios de los alimentos y de la energía, con la principal excepción de la India, donde la inflación se moderó en el segundo semestre. Esta tendencia al aumento de la inflación continuó, ya de modo generalizado, en los primeros meses de 2008.

Las perspectivas para 2008 para el conjunto de la región son relativamente favorables, en particular en China y en la India, si bien el crecimiento será algo menor y, en un contexto de mayor incertidumbre a nivel mundial, persisten riesgos a la baja, especialmente en las economías más dependientes del sector exterior. La inflación y los posibles efectos de segunda ronda derivados de las presiones al alza en los precios plantean un reto en las economías de Asia, especialmente en aquellas en las que las actuaciones de política monetaria se ven limitadas por las decisiones sobre el tipo de cambio o la gestión de las entradas de capitales, en particular en China.

En América Latina, el crecimiento del PIB alcanzó un 5,8% en 2007, ligeramente por encima del 5,4% de 2006, lo que supone la consolidación de una de las fases más largas de crecimiento de su historia reciente. Apoyado en los elevados precios de las materias primas y en unas condiciones de financiación favorables, aun después del inicio de las turbulencias, el crecimiento económico estuvo liderado por la expansión de la demanda interna, mientras que el sector exterior acentuó su aportación negativa (véase gráfico 3.7). Esta pujanza de la demanda interna propició un cierto deterioro de las balanzas por cuenta corriente, aunque el conjunto de la región mantuvo un superávit, como en los últimos cinco años, en esta ocasión de medio punto porcentual del PIB.



FUENTES: Datastream, Banco de Pagos Internacionales y Fondo Monetario Internacional (WEO).

a. Variación interanual.

b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

c. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.

d. Áreas analizadas: Sur y este de Asia-8 (Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas), Europa Central-3 (República Checa, Hungría y Polonia) y América Latina-4 (Argentina, Brasil, Chile y México).

e. República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia.

f. Superávit (+) o déficit (-).

g. Agregado de países según la definición del FMI (WEO).

La inflación repuntó debido al alza de los precios de los alimentos y de la energía, pero también a la inflación subyacente.

Las perspectivas para 2008 siguen siendo positivas, sobre todo por la reducción de la vulnerabilidad financiera en la región.

7 Los nuevos Estados miembros de la Unión Europea

En los nuevos Estados miembros de la UE se mantuvo un notable dinamismo de la actividad en 2007...

si bien con claros signos de recalentamiento, con un aumento importante de la inflación y unos déficits por cuenta corriente muy elevados.

Estabilidad de las monedas que participan en el ERM II, salvo alguna excepción.

A partir del segundo trimestre del año, la inflación total repuntó significativamente —pasando del 5% a finales de 2006 al 6% a finales de 2007 y al 6,1% en febrero de 2008— y la inflación subyacente también tendió a aumentar. No obstante, la tasa de inflación del conjunto de la región aún se sitúa en un nivel históricamente muy bajo. En este contexto, las políticas monetarias, que hasta marzo habían seguido trayectorias divergentes, tendieron a endurecerse, mientras que en Brasil se interrumpió a partir de octubre el ciclo de descenso de los tipos de interés. En cuanto a la política fiscal, se siguieron produciendo mejoras en los saldos públicos, aunque se debió más a la bonanza económica y a los altos precios de las materias primas que a una mayor disciplina fiscal. En el ámbito de las reformas estructurales, los avances continuaron siendo relativamente limitados en la mayoría de los países, aunque como excepción podría destacarse la reforma fiscal en México.

Las perspectivas económicas para 2008 se mantienen relativamente favorables, anticipándose un crecimiento algo menor, aunque existen incertidumbres, principalmente en la vertiente exterior. El deterioro de las perspectivas de crecimiento global afectaría especialmente a México y a los países centroamericanos, a través del canal comercial —por una reducción de sus exportaciones hacia Estados Unidos—, y a los países exportadores de materias primas —si tuviera lugar una reducción de sus precios—. La reducción en los flujos de remesas procedentes de la emigración en las economías avanzadas, que ya se verificó para México el año pasado, es otro factor que cabe considerar. Finalmente, el canal financiero podría afectar en mayor medida a aquellos países con peores fundamentos y mayores necesidades de financiación a corto plazo. En cualquier caso, es importante subrayar la resistencia a los efectos de las turbulencias financieras globales, en claro contraste con otros episodios; este cambio es atribuible, al menos en parte, a la mejora de los fundamentos económicos y a la reducción de las vulnerabilidades financieras, en un marco de mayor estabilidad macroeconómica.

En los nuevos Estados miembros de la UE, el PIB creció un 6,2%, ligeramente inferior al 6,5% de 2006, sustentado nuevamente en la fortaleza de la demanda interna. Las mayores tasas de crecimiento se registraron en los países bálticos, Eslovaquia, Polonia, República Checa y los dos nuevos miembros de la UE, Bulgaria y Rumanía. Por el contrario, la economía húngara redujo su crecimiento en 2,6 puntos porcentuales, hasta el 1,3%, debido al impacto del programa de ajuste fiscal sobre el consumo privado.

Se produjo un notable repunte de la inflación, que también afectó a las tasas de inflación subyacentes, en un contexto de recalentamiento de varias economías. En algunos casos, a partir de la segunda mitad del año se alcanzaron tasas de inflación de dos dígitos (países bálticos y Bulgaria). También se produjo un deterioro adicional importante de los déficits por cuenta corriente, que llegaron a superar el 10% en los países bálticos y en los dos nuevos miembros, destacando el 20% del PIB en Bulgaria y el 25% en Letonia. En este contexto, la mayoría de países —salvo Eslovaquia— optó por endurecer el tono de la política monetaria desde la segunda parte del año. En el ámbito fiscal, los saldos públicos mejoraron ligeramente, en un contexto de fuerte crecimiento de los ingresos, siendo muy significativa la disminución del déficit público húngaro, que pasó del 9,2% al 5,2% del PIB.

Las monedas que participan en el Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II, en sus siglas en inglés) mantuvieron la estabilidad de sus tipos de cambio frente al euro, a excepción de la corona eslovaca, cuya paridad central se revaluó un 8,5% en marzo de 2007, y el lats letón, que sufrió algún episodio de turbulencia. Entre las monedas que no participan en el ERM II, las autoridades húngaras decidieron en febrero de 2008 abandonar la banda de fluctuación

del $\pm 15\%$ frente al euro y permitir la libre flotación del tipo de cambio. Por último, Chipre y Malta se incorporaron a la zona del euro el 1 de enero de 2008.

Perspectivas de moderada desaceleración, con riesgos al alza para la inflación y, sobre todo, con riesgos ante las turbulencias, debido a las abultadas necesidades de financiación externa.

Las perspectivas para 2008 son de una moderada desaceleración de la actividad en el conjunto de la región, que se podría ver afectada por un crecimiento más débil en el área del euro y por unas condiciones de financiación más restrictivas, especialmente en aquellos países más dependientes de la financiación externa. Los riesgos sobre la inflación permanecen al alza, pero el principal riesgo para estos países —y que constituye el principal rasgo diferencial respecto a otras áreas emergentes— son las elevadas necesidades de financiación que se derivan de los amplios déficits externos en algunas economías, que se han venido cubriendo cada vez más con un mayor recurso a los préstamos del exterior, denominados gran parte de los mismos en moneda extranjera en algunos países.