

## ESTADOS UNIDOS: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación contraria

	2003	2004	2004		2005					
			III	IV	I	II	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre
			PIB real	2,7	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	–
Ventas al por menor	4,3	7,3	6,4	8,3	7,3	8,4	10,3	8,2	6,6	5,7
Confianza del consumidor (*)	79,8	96,1	100,4	96,1	104,2	102,3	103,6	105,5	87,5	85,0
Producción industrial	0,6	4,1	4,6	4,3	4,0	3,1	3,1	3,0	1,7	1,9
Índice actividad manufacturera (ISM) (*)	53,3	60,5	60,1	57,5	55,6	52,8	56,6	53,6	59,4	59,1
Venta de viviendas unifamiliares	11,7	10,0	–0,4	10,8	5,1	6,9	22,6	2,7	–0,1	...
Tasa de paro (**)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1	5,0	4,9	5,1	5,0
Precios de consumo	2,3	2,7	2,7	3,4	3,0	2,9	3,1	3,6	4,7	4,3
Balanza comercial (***)	–532	–651	–608	–651	–686	–709	–716	–723	–738	...

NOTAS: (\*) Valor.

(\*\*) Porcentaje sobre población activa.

(\*\*\*) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

FUENTES: OCDE, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

### El déficit exterior empeora por la debilidad exportadora.

El déficit comercial volvió a marcar nuevos máximos, superando ya los 738.000 millones de dólares en los doce meses hasta septiembre. Las importaciones se recuperan, no sólo por la entrada de petróleo aún caro, sino por la lógica necesi-

dad de ir reponiendo los niveles de existencias, que en los últimos meses habían bajado ostensiblemente. Asimismo, y esto es lo grave, son ahora las exportaciones las que se ralentizan.

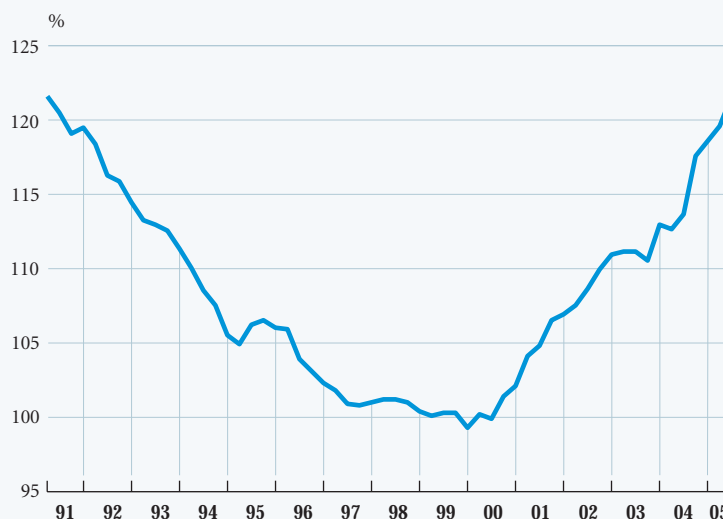
## Una exuberancia racional y tres vasos comunicantes

Se dice que los estadounidenses suelen hacer las cosas a lo grande. Últimamente, también se les atribuye una cierta exuberancia, en célebre frase de Alan Greenspan, gobernador saliente de la Fed. Grandeza y exuberancia suenan a tópico, pero describen bien la actual encrucijada de la locomotora económica mundial, que crece al 3,8%. El consumidor americano, caricaturizado injustamente como devorador de hamburguesas con gustos extravagantes, aporta tres cuartos de ese crecimiento y, además, compensa a los ahorradores compulsivos de otras partes del mundo. Cabe preguntarse si esta exuberancia del gasto es racional y si un cambio en las condiciones económicas alteraría los actuales desequilibrios.

Ningún factor lo explica todo por sí solo, pero el alza del precio de la vivienda, auspiciada por los hasta ahora bajos tipos de interés, puede arrojar cierta luz. Un sector inmobiliario en auge apoya al crecimiento general a través de tres vasos comunicantes. El gasto de inversión en vivienda estimula la actividad de otros sectores; los precios altos de los inmuebles, por efecto riqueza, dan alas a los consumidores; y, en tercer lugar, la refinanciación de las hipotecas con unos menores tipos de interés supone una inyección de liquidez para los hogares. El caso es que, hasta hoy, estos tres vasos comunicantes han estado fluyendo a un nivel muy superior a lo normal.

## EEUU: EL PRECIO DE LA VIVIENDA VUELVE A ESTAR ALTO

Precio de la vivienda respecto al PIB nominal, 1999 = 100

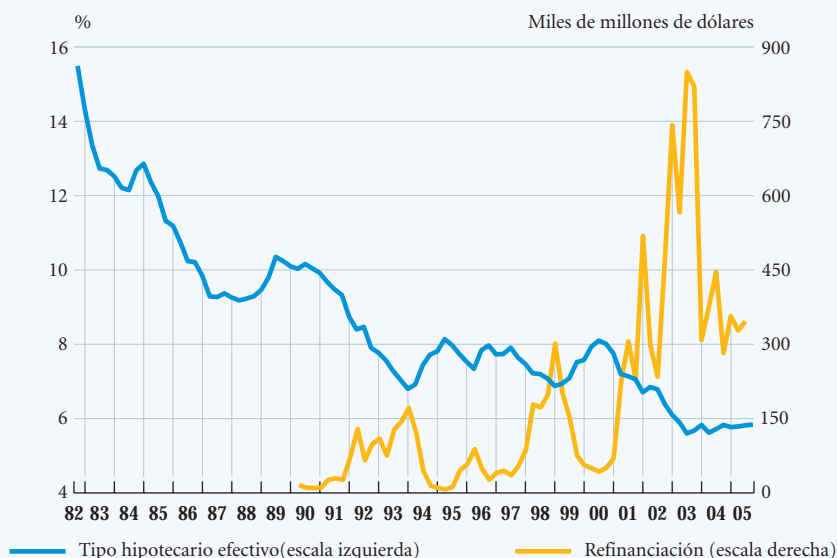


FUENTES: Office of Federal Housing Enterprise Oversight, Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

La inversión en vivienda no sólo representa un 6% del PIB en términos corrientes, el máximo de los últimos 50 años, sino que supone un 9,1% del crecimiento del PIB. Los precios en el segundo trimestre de 2005 crecieron al 13,4%, y en áreas emblemáticas como la conurbación de Nueva York o California el avance llegó al 17,6%, y al 21,5%, respectivamente. Desde 1999, los precios han subido un 21% más que el PIB. Lejos de frenarse, la venta de viviendas de segunda mano aún avanza con fuerza, claro exponente del vigor del mercado. El tercer vaso comunicante, las refinanciaciones, son nuevas hipotecas que, aprovechando unos menores tipos de interés, amplían el capital prestado sin variar en exceso la cuota. La ampliación no es para comprar inmuebles, sino para gastos de consumo. En el segundo trimestre de 2005, según la Mortgage Bankers Association, la mitad del montante prestado en hipotecas fueron refinanciaciones, que aunque ya no en máximos, suponen un 11% del PIB y un 16% del gasto de consumo. Con tal fluir, la locomotora del consumo parece tener mucho gas.

Viendo tanto máximo histórico, ¿estamos asistiendo a un fenómeno irracional? La respuesta es que no. La inversión en vivienda ha sustituido a la inversión en nuevas tecnologías, que venía de un periodo de registros altísimos seguido de un *crash* bursátil. No es raro que la vivienda haya constituido pues una atractiva inversión alternativa. Los precios de los activos no son torres de Babel que deben caer inexorablemente y, además, son aquí la consecuencia de un doble éxito, de eficiencia bancaria y de los bajos tipos, fruto de la victoria contra la inflación. En los primeros años ochenta, para comprar un piso se pagaban tasas bancarias de constitución de hipotecas del 2,5% del capital prestado, y ahora sólo la séptima parte. El tipo de interés hipotecario ha pasado del 16% al 6%. Considerando además el aumento del plazo de amortización medio, las cuotas hipotecarias en términos reales han subido un moderado 10% desde 1999, y están un 14% por debajo de los máximos de 1989 y un 20% respecto de los de 1982. La refinanciación de las hipotecas evidentemente aumenta la deuda de los hogares, pero en Estados Unidos un 73% de las hipotecas concedidas son a tipos fijos, a diferencia del caso español, donde predominan los tipos variables. Vistas así, las cosas no dan tanto vértigo.

## LOS BAJOS TIPOS ALIMENTAN LAS REFINANCIACIONES



FUENTES: Federal Housing Finance Board, Mortgage Bankers Association y elaboración propia.

La exuberancia es pues racional, pero el problema es que una sola variable puede cortar simultáneamente el flujo de los tres vasos comunicantes, y esta es el tipo de interés. Con tipos más altos, la sabiduría de la refinanciación se secaría. Además, hoy la sensibilidad de las cuotas hipotecarias respecto al tipo de interés es alta. Una subida de un 1% de los tipos subiría las cuotas de nuevas adquisiciones en un 11%, no se crearían morosos entre los que ya gozan de tipos fijos, pero ventas y precios sufrirían. La inversión en vivienda, con mayores costes financieros y con menores expectativas de apreciación, también mermaría.

Sin tales bríos, con unos hogares que no ahorran y que deben afrontar el pago de la deuda contraída, ya en el máximo histórico del 14% de su renta disponible, al consumo le quedarían pocas bazas, y por ende también al crecimiento. Hay que recordar que el saldo vivo hipotecario casi iguala ya a la deuda de las empresas, algo que nunca se había dado. Y si las luces se apagan en Estados Unidos, otros muchos pueden pasarlo mal. Hasta ahora, los tipos hipotecarios no se han visto afectados en exceso por las sucesivas subidas de la Reserva Federal, pero esto podría ya estar empezando a cambiar, como lo demuestran tímidos signos de moderación en indicadores adelantados, como las viviendas iniciadas. La exuberancia es racional, pero ello no significa que esté exenta de riesgo. El riesgo del crecimiento hoy es su extraordinaria dependencia respecto al tipo de interés.

### Japón revitaliza su recuperación, pero no sus precios

Hidenao Nakagawa, jefe político del gobernante partido liberal democrático, ha tenido una agria discusión con Toshihiko Fukui, gobernador del banco central japonés, sobre la intención de este último

de reducir la laxitud monetaria en el Japón. El hecho es que Nakagawa tiene más dudas que Fukui sobre la fuerza del crecimiento, dudas también compartidas por el primer ministro Koizumi. Difícil es saber cuál de los dos tiene razón. La situación japonesa es ciertamente insólita, para su historia reciente y para cualquier