

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

*Como ya viene siendo habitual, recogemos en este apartado los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que consideramos relevantes para nuestros lectores, emitidos por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen de los más recientes y/o más destacados que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.*

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Perspectivas económicas de primavera de la Comisión Europea.
2. Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional.
3. Informe sobre la estabilidad del sistema financiero global del Fondo Monetario Internacional.

1. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE PRIMAVERA DE LA COMISIÓN EUROPEA (CE)

En su pronóstico de esta primavera la Comisión Europea (CE), aunque sigue siendo moderadamente optimista, ya no lo es tanto como en su previsión anterior del pasado otoño, y ha rebajado notablemente sus expectativas de crecimiento para 2005 como consecuencia de su inesperada desaceleración, ya iniciada en la segunda mitad de 2004, debida en parte a la fuerte subida de los precios del petróleo y a la apreciación del euro. Aun así, la Comisión estima que el ritmo de crecimiento irá aumentando en el curso de este año hasta llegar a su potencial. En 2005 el crecimiento será de un 1,6 por 100 en la Eurozona y de un 2 por 100 en el conjunto de la Unión Europea (UE), acelerándose hasta un 2,1 y un 2,3 por 100 respectivamente en 2006, frente al 2 y 2,4 por 100 en 2004.

Los factores principales de esta recuperación son unas políticas macroeconómicas acomodati-

cias, una inflación reducida, unas condiciones financieras más favorables, progresos en las reformas estructurales, así como un entorno exterior propicio, y su consolidación se deberá, fundamentalmente, sobre todo a la aceleración de la demanda interior derivada de un mayor gasto de inversión y la recuperación gradual del consumo privado. El mercado de trabajo mejorará respondiendo a una actividad económica más fuerte favorecida por la continuación de la moderación salarial y por la restauración de la confianza de consumidores y empresarios debida a progresos en las reformas estructurales. Se estima, pues, que el crecimiento del empleo en la Eurozona subirá de un 0,6 por 100 en 2004 a un 0,7 por 100 en 2005 y a un 0,9 en 2006, y más o menos lo mismo en el conjunto de la UE, salvo en 2006 en que será algo menor.

La recuperación del comercio internacional llegó a un máximo —más del 10 por 100— en 2004, será menor —un 8 por 100— en 2005 y algo menos en 2006. La recuperación de la economía mundial aumentó considerablemente el año pasado alcanzando un 5 por 100, el mayor incremento desde la década de los setenta; este año se moderará hasta un 4,2 por 100, un porcentaje nada despreciable, y crecerá un poco menos en 2006. Este mayor crecimiento se debe a una serie de factores, entre los que se pueden destacar, unas políticas económicas favorables, unos tipos reales de interés históricamente bajos, al “efecto riqueza” de la subida de precios de las viviendas y, en especial, al fuerte desarrollo de algunas economías emergentes, fundamentalmente, China y la India y, en menor medida, Brasil.

El crecimiento mundial fue especialmente intenso en EE.UU., un 4,4 por 100 en 2004, gracias a estímulos fiscales y monetarios y a un sólido aumento de la productividad. Sin embargo, este ritmo se estima insostenible al ir acompañado por unos elevados déficit de cuenta corriente y público, por lo que la Comisión prevé una recuperación más moderada de la economía norteamericana hasta el 3,6

por 100 este año y el 3 por 100 en 2006. La CE se muestra optimista respecto a la economía japonesa y, a pesar de la recesión técnica que sufrió a mediados de 2004, espera que se recuperará gracias al aumento de la demanda interior debida, sobre todo, a mayores inversiones, llegando a un crecimiento del 1,1 por 100 este año. Se mantiene la deflación en Japón, aunque se estima que irá disminuyendo. Las perspectivas de crecimiento del resto de Asia siguen siendo brillantes, un 7 por 100 para este año y el próximo, en cabeza China con un 8,4 por 100. A pesar de que la recuperación se desacelerará algo en América Latina seguirá siendo robusta en 2005 y 2006. En los países candidatos a la Unión Europea el fuerte crecimiento en 2004 se moderará ligeramente, pero seguirá siendo considerable, alrededor del 5 por 100 en 2005 y 2006.

No obstante, la recuperación mundial podría verse amenazada si se mantiene el nivel de precios del petróleo o si sube aún más, a pesar de que dicho incremento sea inferior al registrado en crisis anteriores, como la que tuvo lugar en los setenta.

El mercado laboral soportó bastante bien la pasada debilidad de la economía sin que bajara el número de puestos de trabajo, a diferencia de lo que ocurrió en la recesión de 1992-1993 en la que desaparecieron más de 2,5 millones. De modo paralelo, la mayor prosperidad actual todavía no ha producido un serio aumento del empleo aunque se estima que este año se crearán un millón en la Eurozona y 1,3 millones en el conjunto de la UE. Esas cifras aumentarán en 2006 a medida que la recuperación se vaya consolidando. La tasa de paro seguirá estable en un 9 por 100 en la Eurozona y 8,8 en la UE en 2005.

La inflación en la Eurozona se resiste a bajar debido a las subidas del precio del petróleo, de los impuestos indirectos y de los precios oficiales. Se reducirá una media del 2,1 por 100 en 2003 y 2004 hasta un 1,9 por 100 en 2005 y un 1,5 por 100 en 2006. Para el conjunto de la UE esas cifras son de un 2,1 por 100 para 2004, un 1,9 por 100 para 2005 y un 1,55 por 100 para 2006.

En la zona euro el déficit público mejorará un poco, de un 2,7 por 100 en 2004 a un 2,6 por 100 en 2005, reflejando unas políticas fiscales ligeramente restrictivas. Se espera que los cuatro países miembros con déficit superiores al 3 por 100 fijado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, Francia, Alemania, Holanda y Grecia, los rebajarán notablemente este ejercicio, aunque sólo en Holanda

llegará a estar por debajo del 3 por 100. Si las políticas fiscales no cambian se estima que el déficit bajará en 2006 por debajo del 3 por 100 en Alemania, y que en Francia, donde fue un 3 por 100 en 2005, subirá algo en 2006.

La deuda pública global subirá medio punto en 2005 en la Eurozona y en el conjunto de la UE llegando a un 72 y un 64 por 100 del PIB, respectivamente. Los países más endeudados son Italia y Grecia, sobrepasando el 100 por 100 del PIB. En 2006 la deuda subirá medio punto más en Italia, respecto a su nivel en 2004 y Grecia la reducirá punto y medio.

Estas perspectivas, en general favorables, pueden verse frustradas por varias causas. La primera es que continúe subiendo el precio del petróleo, lo que tendría claros efectos negativos en el comercio y en el PIB mundial. La segunda es el peligro de un ajuste brusco del tipo de cambio del dólar a la baja al estimar los mercados que el enorme desequilibrio actual no puede continuar indefinidamente. Una fuerte subida de los tipos de interés estadounidenses se traduciría en aumentos de la presión inflacionista en varios países, en una fuerte reducción de precios de los activos y en un aumento de la prima de riesgo en los préstamos al darse cuenta los inversores de la mayor incertidumbre de sus inversiones.

En el mercado interior el mayor peligro es que la recuperación de la confianza se retrase o sea más débil. Las encuestas realizadas indican que en algunos estados miembros los consumidores vacilan al decidirse a comprar bienes de consumo duraderos, necesariamente más caros. Si la continuada subida de precios del petróleo causase un notable aumento de la inflación la confianza de los consumidores se vería afectada. Las reformas estructurales suelen tardar algún tiempo en aumentar la confianza de los consumidores. Y, por último, el deterioro de la posición competitiva de algunos estados miembros derivado de una mayor inflación podría afectar, sobre todo, a aquellos países en los que la demanda externa es responsable de buena parte de su crecimiento.

Estas amenazas a la recuperación podrían compensarse, al menos parcialmente, por ciertos factores positivos. 1) Como el crecimiento de las inversiones ha sido menor del que podría esperarse teniendo en cuenta las condiciones financieras favorables existentes y los mayores ingresos de las empresas, es probable que en el futuro

próximo se produzca un incremento de las mismas. 2) El "efecto riqueza" de las continuadas subidas de precios de las viviendas en varios países miembros puede producir una aceleración del gasto de consumo. 3) Las reformas en el mercado de trabajo pueden acabar aumentando la confianza de los consumidores, lo que conllevaría un aumento en la demanda de consumo, que sería financiada mediante una disminución del ahorro. Ese tipo de reformas, como las llevadas a cabo recientemente en Alemania y con anterioridad en otros estados miembros, han aumentado la capacidad de recuperación del mercado laboral y reducido el porcentaje de paro sobre la población activa necesario para que no aumente la inflación. No obstante, estos factores positivos mencionados no parecen lo suficientemente fuertes para compensar los riesgos de que no se cumpla el pronóstico favorable del informe de la CE.

La Comisión es bastante optimista sobre las expectativas de los países candidatos a entrar en la UE. Espera que su crecimiento actual, ya relativamente fuerte, continúe en 2005 y 2006, aunque en Rumanía y Turquía, cuyas economías han crecido vigorosamente en 2004, el crecimiento se moderará algo en esos dos años. Por el contrario, se acelerará en Croacia y también en Bulgaria, desacelerándose luego en este último país al disiparse los efectos de un mayor gasto público derivado de las promesas electorales. Las causas principales de la expansión serán un aumento de la productividad del trabajo derivado de una modernización de los bienes de equipo causada por mayores inversiones y la consiguiente aceleración del consumo privado.

En general, la inflación bajará en estos países, especialmente en Rumanía y Turquía donde es muy alta. Se espera que esos dos países avancen notablemente hacia la estabilidad de precios rebajando su inflación hasta alrededor de un 6,5 por 100 en 2006. Un aumento de la oferta derivado de un fuerte incremento de la inversión y de unas políticas financieras y fiscales moderadas, combinadas con una apreciación real de la moneda en algunos países son los factores que explican la reducción de la inflación. Sólo en Croacia ésta aumentará ligeramente como consecuencia del aumento de los precios fijados por la administración.

La situación en el mercado laboral de los países candidatos mejorará gracias a un fuerte crecimiento del PIB que producirá un aumento del empleo y una reducción del paro, lo que irá acom-

pañado de un continuado aumento de la productividad del trabajo. Sin embargo, en Rumanía descenderá el empleo y aumentará algo el paro, puesto que la creación de puestos de trabajo en ciertos sectores no será suficiente para compensar totalmente la pérdida de empleos causada por la actual reestructuración en la industria y en la agricultura.

En Rumanía y, especialmente, en Bulgaria los déficits públicos seguirán siendo muy moderados a consecuencia de fuertes ingresos fiscales producidos por un crecimiento económico intenso. Se espera que se reduzca el considerable déficit actual en Croacia y en Turquía, que aún es más elevado. En todos los países candidatos los presentes déficits por cuenta corriente seguirán siendo bastante elevados a causa de una fuerte demanda interna y del aumento del precio de los productos básicos en el mercado mundial, que no podrán ser plenamente compensados por superávits crecientes en otros apartados del balance de cuenta corriente.

El informe no llama la atención sobre el hecho de que la situación económica del Reino Unido, Suecia y Dinamarca es notablemente mejor que en la Eurozona, lo que hace que los euroescépticos británicos y de otros países concluyan que la introducción del euro ha tenido efectos negativos y que es mejor seguir fuera de la zona euro. Esa conclusión parece aventurada. Lo más probable es que la mayor prosperidad de esos países se derive más bien de una mayor flexibilidad del mercado de trabajo, de una dependencia de la demanda exterior menor que la de Alemania y, desde luego, de unas políticas económicas acertadas. Por otra parte, es innegable que las restricciones a una política económica nacional independiente derivadas de la pertenencia a la Eurozona impiden tomar medidas de reactivación económica que pueden ser utilizadas por los países que no pertenecen a ella. Los beneficios de la Eurozona tales como la agilización del comercio exterior ¿superan a los inconvenientes citados? No parece que sea hoy posible responder a esta pregunta.

2. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS MUNDIALES DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI)

La situación económica mundial es claramente favorable; los gobiernos deben aprovecharla para corregir ciertas deficiencias y desequilibrios que pueden ser muy peligrosos. Este es el mensaje fundamental del informe que nos ocupa.

En 2004 el crecimiento de la economía mundial ha sido el mayor desde hace años y se espera que continúe fuerte en 2005, aunque algo más moderado. Los países más pobres, entre ellos los del África Subsahariana, son los que más han crecido. Es también alentador que la volatilidad del crecimiento económico en la mayoría de los países en desarrollo ha disminuido durante los últimos treinta años, aunque sigue siendo mayor que en los países industriales. Ello se debe más a factores específicos de cada país, como es el caso de las guerras civiles, especialmente en el África Subsahariana, que a factores regionales o globales. La volatilidad bajaría y el crecimiento se intensificaría si esos países aumentasen menos el gasto público en la fase ascendente del ciclo, mejorasen sus sectores financieros y emprendiesen reformas estructurales que diversificasen su producción. En todo caso, la volatilidad se reduce gracias a las remesas de emigrantes, que en muchos países son una fuente importante y creciente de divisas extranjeras, más estable y menos procíclica que otras fuentes externas de financiación. Además, incrementan la estabilidad financiera, disminuyen el impacto de *shocks* adversos y reducen la pobreza, por lo que es preciso tomar medidas para que aumenten, como por ejemplo rebajar su coste y adoptar medidas de control de entradas de dinero extranjero para reducir el riesgo de terrorismo o de blanqueo de divisas.

Una característica preocupante del presente crecimiento global es la creciente divergencia del mismo entre países. Japón y la Eurozona están creciendo más lentamente que otras grandes regiones del mundo causando grandes y crecientes desequilibrios en las balanzas de cuenta corriente. Probablemente, esos desequilibrios se deben a los dos últimos *boom* de inversión y a las bajadas bruscas que les siguieron. En Extremo Oriente un crecimiento excesivo de las inversiones en los primeros años de la década de los noventa se hundió a consecuencia de la crisis asiática de 1997-1998. Por el contrario, el ahorro no bajó haciendo que las economías asiáticas tuviesen un exceso de ahorro que superaba sus posibilidades de inversión interna, es decir un superávit de cuenta corriente que había que colocar en alguna parte. En EE.UU. en los últimos años del siglo XX tanto la inversión como la productividad aumentaron rápidamente. El capital necesario para ello procedía del extranjero e hizo subir los precios de los activos financieros e inmobiliarios. Las familias americanas, sintiéndose más ricas, redujeron aún más su ahorro, continuando así una tendencia de menor ahorro priva-

do que ya duraba una década. De ese modo, la contrapartida de los superávits asiáticos de cuenta corriente ha sido un aumento de la inversión estadounidense y una reducción de su ahorro.

El estallido de la burbuja de tecnología informática hizo que la inversión estadounidense bajara considerablemente. Normalmente eso hubiera reducido el déficit estadounidense de cuenta corriente, pero no fue así porque el gobierno adoptó una política fiscal expansionista en parte para estimular la economía. Además, la Reserva Federal siguió también una política monetaria muy acomodaticia, de modo que, aunque la bolsa estaba en niveles bajos, los precios de las viviendas y demás inversiones inmobiliarias siguieron subiendo. El descenso en el ahorro público y privado, junto con una reducción en la inversión contribuyeron a que el déficit de cuenta corriente de EE.UU. continuara su ascenso.

En Japón, debido al exceso de inversión durante la burbuja del final de los años ochenta y de la transición hacia una economía de menor crecimiento con una población envejecida, la inversión bajó notablemente. El ahorro descendió también debido, entre otros aspectos, al aumento del consumo público para estimular la economía. Así, la ratio de superávit corriente japonés sobre el PIB prácticamente no varió a pesar de reducirse la de la inversión. En China, la necesidad de mejorar las infraestructuras para responder al enorme crecimiento de la economía, hizo que el aumento de las inversiones fuese explosivo, especialmente en los últimos años. Afortunadamente, la huída de la población del campo a la ciudad y la transición de una economía socialista nada competitiva a una economía de mercado con escasa protección social han hecho que aumente el ahorro hasta tasas similares a la inversión. Por ello, el superávit de cuenta corriente que casi no había cambiado hasta ahora, ha empezado a crecer debido al menor crecimiento de las inversiones observado en los últimos años. Por último, en los grandes países de la Eurozona, como Alemania y Francia, también se desaceleró la inversión después de la crisis de la tecnología informática. Pero la reacción del ahorro fue diferente: bajó en Francia pero subió en Alemania porque los precios de las viviendas alemanas no aumentaron y las reformas del mercado laboral y de las pensiones llevadas a cabo en este país pueden haber aumentado la ansiedad de los que temen ser despedidos o cobrar menos jubilación; en consecuencia ha aumentado la propensión al ahorro. Ello explica que el supe-

rávít corriente de Alemania haya crecido considerablemente y el de Francia, no.

El resultado de la reducción mundial de la inversión y de las diferentes respuestas del ahorro a ese hecho ha sido la aparición de un creciente e importante déficit de cuenta corriente en EE.UU., y de grandes superávits corrientes en los países emergentes de Asia, en Japón, en algunos países de la Eurozona, y de la desaparecida Unión Soviética y del Medio Oriente, causados, en estos dos últimos casos, por subidas de precios de los productos básicos, fundamentalmente, del petróleo.

La expansión de los flujos financieros internacionales ha hecho que sea posible financiar, sin demasiada dificultad, los desequilibrios reales descritos anteriormente. Aún así parece claro que una situación como la actual, en la que países relativamente pobres ahorran más que invierten, mientras que otros, ricos y envejecidos, al contrario, no es sostenible a largo plazo. Flujos de capital en sentido contrario serían más apropiados. Aparte del riesgo, pequeño pero de graves consecuencias, de una corrección abrupta de los enormes desequilibrios actuales de cuenta corriente, su incompatibilidad con el equilibrio a largo plazo impone la necesidad de reducirlos.

Un fuerte crecimiento de la economía global como el actual siempre conlleva el riesgo de chocar contra limitaciones objetivas de la oferta. El alto y creciente precio del petróleo lo prueba. El coste del crudo sigue siendo vulnerable a *shocks* a medio plazo. Como la oferta y la demanda de petróleo están más o menos en equilibrio no parece probable, al menos de momento, que se vaya a crear la capacidad productiva adicional necesaria para poder hacer frente a esos posibles *shocks*. Además, probablemente la demanda de automóviles va a aumentar mucho en algunos países emergentes, en especial en China, donde la renta per capita está alcanzando el nivel en el que esa demanda se dispara.

Estos riesgos se manifiestan con fuertes alteraciones en los tipos de cambio o en el precio del petróleo. La corrección de sus efectos negativos exige un esfuerzo político sostenido a largo plazo. Así, respecto a los desequilibrios de cuenta corriente, en EE.UU. las inversiones de las empresas se están recuperando a medida que se van disipando los efectos de inversiones excesivas anteriores, lo que impone la necesidad de que aumente el ahorro. Para ello, es necesario un programa creíble de consolidación fiscal a medio plazo. También ayu-

dará a la corrección la subida mundial de los tipos de interés reales a largo plazo, que puede ocurrir a medida que la inversión crece y se endurecen las laxas condiciones monetarias actuales, que están manteniendo muy bajos los tipos. Un tipo de interés más alto no sólo aumentará los incentivos a ahorrar sino que también puede hacer que aumenten menos los precios de los activos, entre ellos las viviendas, lo que estimulará aún más el ahorro. Como probablemente esos incentivos serán más intensos en EE.UU. eso contribuirá a que se reduzcan los desequilibrios de cuenta corriente.

Por el contrario, en los mercados emergentes salvo China, lo que interesa es aumentar tanto la cantidad como la calidad de las inversiones. Para ello es necesario mejorar el cuadro jurídico y político y reformar el sistema financiero para mejorar la alocaación de recursos. En países como Alemania y Japón reformas estructurales en los mercados financieros, laboral y de productos pueden aumentar la eficacia de las inversiones y el potencial de crecimiento. Al crecer más deprisa esos países, sus demandas internas pueden contribuir a compensar el necesario menor crecimiento de la demanda interna en EE.UU., tal como ocurrió a fines de los años ochenta, la última vez que bajó el déficit corriente estadounidense.

Los tipos de cambio juegan un papel importante para conseguir el ajuste. Hasta ahora, sin embargo, la depreciación del dólar desde fines de 2001 ha tenido escaso efecto en los desequilibrios de cuenta corriente, lo que se explicaría porque una serie de alteraciones, tales como su menor efecto en las exportaciones de bienes de equipo, ha hecho que el comercio internacional se vea menos afectado por las mismas, y porque esa depreciación ha tenido lugar frente a economías en situación cíclicamente débil. Como el fuerte crecimiento de las reservas de algunas de esas economías está causando dificultades en la gestión monetaria global, y las distorsiones derivadas de mantener unos tipos de cambio relativamente fijos cuando aumenta la presión para apreciar la moneda del país están dificultando el desarrollo del sector financiero del mismo, los beneficios derivados del cambio fijo se están desvaneciendo deprisa y su coste sube. Una mayor flexibilidad favorecería a todos.

Hay que tener en cuenta, sin embargo, que una serie de mercados emergentes empezaron a aumentar sus reservas para resistir mejor los *shocks* procedentes de los mercados financieros internacionales. Desde luego el desarrollo del sec-

tor financiero de cada país en cuestión hace que su economía pueda resistir mejor el *shock*, pero debemos preguntarnos si los acuerdos financieros internacionales de préstamos a los países en dificultades son suficientes para las economías emergentes. Un fondo común de reservas sería menos costoso que las actuales reservas separadas de cada país emergente. Por ello, una parte de la tarea futura tiene que ser como aumentar la confianza en el fondo común existente, es decir en el FMI.

En lo que respecta al petróleo se pueden tomar medidas para reducir la volatilidad de su precio y hacer que los mercados funcionen mejor, tales como reducir los obstáculos a la inversión en nuevos pozos petrolíferos y, especialmente, en la capacidad refinadora, aumentar las reservas y mejorar su conservación, reducir el despilfarro en el consumo, causado muchas veces por impuestos demasiado bajos al consumo e incluso por subvenciones a sus precios en algunos países productores. Lo mismo que respecto a los desequilibrios de cuenta corriente, la cooperación multilateral puede ser muy útil para implantar esas medidas.

A pesar de que es prácticamente seguro que los tipos de interés van a subir, y, a pesar de que es posible que el precio del petróleo suba considerablemente, las condiciones económicas globales todavía son favorables. Es decir, nos encontramos en una situación ideal para emprender las reformas necesarias para mejorar las perspectivas a medio plazo. Sin embargo, parece que los políticos no son conscientes de la urgencia de esa tarea porque las consecuencias de los desequilibrios no han sido penosas hasta ahora, y porque muchas de las reformas producirán efectos favorables tan sólo a medio plazo. Sin embargo, la política se refiere al corto plazo, de modo que la distribución en el tiempo de los efectos favorables y desfavorables de la medidas a tomar es exactamente la contraria de la que querrían los políticos. Aún así, algunas veces aparecen líderes responsables que no sólo atienden a impulsar su carrera sino que se esfuerzan en mejorar de modo duradero la economía de su país. En ellos descansan nuestras esperanzas.

3. INFORME SOBRE LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La capacidad del sistema financiero mundial de resistir *shocks* ha mejorado en los últimos seis meses, en especial gracias a un crecimiento eco-

nómico global sólido, a unos mercados financieros potentes, y a la continuación de la mejora en los balances de sociedades, organismos financieros y familias. La recuperación continuada de los datos económicos fundamentales de muchos mercados emergentes —entre ellos, esfuerzos para aumentar la credibilidad de sus políticas económicas y la calidad y estructura de su deuda— ha mejorado la calificación (*rating*) del crédito oficial de muchos países, y con ello las condiciones financieras de sus mercados.

En especial, la excelente rentabilidad del sector financiero y de las grandes empresas en los últimos años ha sido un factor importante para robustecer sus balances. Hasta ahora, la preferencia por la liquidez refleja la sensatez de los gerentes al hacer inversiones; las fusiones y adquisiciones solo recientemente han vuelto a crecer deprisa. Esta prudencia ha contribuido a que el empleo esté aumentando lentamente en muchos países, y también ha evitado una inversión excesiva, que en el pasado dio lugar a fuertes correcciones en las cotizaciones bursátiles.

Al mismo tiempo, las instituciones financieras han mejorado su rentabilidad y reforzado su capital y sus sistemas de gestión de riesgos. En especial, las compañías aseguradoras de muchos países han mejorado su ratio de solvencia. Todo ello ha hecho que las entidades financieras estén mejor preparadas para soportar futuros *shocks*, mejorando notablemente la fortaleza del sistema financiero en la primera parte de 2005. Este optimismo se apoya también en las presentes perspectivas favorables de la economía mundial. Sin embargo, aunque no hay motivos para temer que este escenario positivo acabe pronto, podrían ocurrir eventos que pongan a prueba la fortaleza del sistema financiero.

La historia prueba que cuando las cosas van bien el mayor riesgo del sistema financiero es la autocomplacencia. Así, los premios de riesgo de inflación y de crédito actuales no dejan, o dejan muy poco margen de error en la evaluación de activos financieros. La combinación de unas primas de riesgo muy bajas con la autocomplacencia y con ciertos elementos de los sistemas de gestión de riesgos de instrumentos financieros complicados, cuya eficacia todavía no ha sido puesta a prueba, puede llegar a ser peligrosa para los mercados financieros.

No es fácil predecir que evento que no sea “un incidente político devastador o un ataque terrorista” como decía el informe del pasado septiembre,

podría hacer que el optimismo actual se convirtiera en lo contrario. Sin embargo, como nos encontramos en una fase más avanzada del ciclo económico, es más probable que haya sorpresas negativas o decepciones de esperanzas. Así, es posible que la coincidencia en el tiempo de eventos negativos menos espectaculares lleve a que se invierta la tendencia de los mercados y se cree un ambiente adverso para inversores y prestatarios, hoy acostumbrados a tipos de interés bajos. Algunos de esos eventos negativos podrían ser la reducción del presente déficit estadounidense de cuenta corriente, unas subidas continuadas de los precios del petróleo y de los productos básicos que causasen inflación, unas subidas de los tipos de interés mayores que las esperadas, así como sorpresas negativas en los beneficios de las empresas y en la calidad de los créditos.

En los últimos dos años los ajustes en los tipos de cambio para corregir los desequilibrios en las balanzas de pagos se han realizado ordenadamente. Hasta la fecha no hay indicios de que las entradas de capital en EE.UU. vayan a disminuir. No obstante, cada vez más participantes en los mercados creen que los ajustes en los tipos de cambio no bastan para corregir los desequilibrios globales y que será necesario reducir la diferencia entre el crecimiento de EE.UU. y el de los países más importantes que comercian con él. No obstante, los participantes en el mercado también son conscientes de que la financiación del déficit americano de cuenta corriente depende en cierta medida de la decisión de los bancos centrales, especialmente asiáticos, de seguir acumulando activos en dólares. Un retraso excesivo en remediar los desequilibrios globales mediante ajustes en las políticas económicas nacionales o la aparición de serias dudas sobre la voluntad de los bancos centrales de seguir acumulando dólares, podría producir fuertes incentivos a los inversores, tanto públicos como privados, para que redujesen sus futuras compras de dólares o incluso para que disminuyesen sus activos en dólares. Esto podría producir una considerable baja del dólar y una subida de los tipos de interés americanos que reduciría la demanda interior de ese país. Una fuerte depreciación del dólar podría tener efectos negativos en el crecimiento europeo y japonés, y en consecuencia producir una reducción del crecimiento mundial.

Los mercados financieros ya tienen en cuenta, en gran medida, la posibilidad de un endurecimiento moderado y gradual de las políticas monetarias,

pero pueden estar menos preparados para hacer frente a la posibilidad de que los tipos de interés del mercado, especialmente los a largo plazo, suban abruptamente, bien a causa de una fuerte reducción del dólar, bien a consecuencia de una inflación más fuerte de la esperada. Esto podría producir la retirada de muchas posiciones inversoras basadas en tipos de interés bajos o de crecimiento lento, lo que a su vez daría lugar a correcciones en muchos mercados de activos.

En los dos últimos años los beneficios de las empresas han crecido mucho pero probablemente lo harán menos en el futuro. Previsiblemente, los bancos no podrán contar con reducción de sus provisiones para morosos e incobrables y de esta forma aumentar sus beneficios declarados. Probablemente, los beneficios de las empresas serán menores de los esperados, lo que podría causar una disminución de las acciones y quizás un aumento de su volatilidad. Esa reducción podría debilitar a un factor —cotizaciones altas de las acciones— que ha contribuido a mejorar la solvencia de algunas instituciones financieras, tales como las compañías de seguros, en muchos países. Otro evento preocupante sería una bajada en la calificación del riesgo crediticio de una gran empresa hasta niveles que desaconsejen la compra de sus acciones por razones propias a la empresa y no por eventos negativos en la economía global, lo que podría ensanchar los *spreads* entre créditos con fuerte rentabilidad.

La creciente sofisticación de los participantes en los mercados financieros en los últimos años ha reducido mucho el riesgo de contagio [por huída en manada] que ha caracterizado pasadas crisis. A pesar de que los *spreads* de crédito son bajos, los mercados han mostrado su capacidad de limitar su reacción a ciertos eventos específicos del año pasado evitando así su difusión a los mercados de crédito globales. Sin embargo, está claro que si, por culpa de un deterioro de la situación económica y financiera general, los grandes inversores e intermediarios se hacen más reacios a soportar riesgos, el contagio se extendería a los mercados de activos semejantes.

Por otra parte, fluctuaciones de los mercados que hubiesen sido normales en otras situaciones pueden extenderse debido a problemas de liquidez. La causa de este creciente riesgo de liquidez es la reciente proliferación de instrumentos financieros complejos y apalancados. Sus mercados secundarios se basan en modelos cuantitativos

para calcular valores relativos, decisiones de inversión y precios. Es posible que esos modelos hagan que los inversores huyan de golpe causando escasez de liquidez. En los mercados financieros esta posible escasez es un importante problema a resolver.

Para hacer frente a los riesgos citados se deberían tomar medidas. La primera línea de defensa consistiría en reforzar la solidez de las mayores financieras privadas de modo que sus posiciones de capital y sus balances sean fuertes y sólidos. En especial los supervisores y los participantes en los mercados deberían prestar más atención al riesgo de una posible escasez de liquidez.

Desde una perspectiva macroeconómica, las autoridades monetarias correspondientes deben facilitar la corrección de los desequilibrios en las balanzas de pagos en EE.UU. aumentando el ahorro, en Japón realizando reformas estructurales y reanimando el crecimiento y en numerosos países asiáticos flexibilizando el tipo de cambio. En especial, los bancos centrales deben subir gradualmente los tipos de interés hasta alcanzar un nivel neutral lo que disminuiría las posibilidades de apalancamiento y de *carry trades*. Desde una óptica macroeconómica, los supervisores y reguladores deben vigilar estrechamente el perfil de riesgo de los intermediarios financieros, especialmente evitando la concentración de riesgos, y disminuir su vulnerabilidad a cambios bruscos de precios de mercado. Deben recordar a los inversores los riesgos que corren y que el estado no les salvará de las consecuencias de sus imprudencias.

El informe se ocupa de la transferencia de riesgos de las instituciones financieras a las familias mediante cambios en las prácticas de aquellas y también como consecuencia de reformas en los sistemas de pensiones.

Las familias, en su calidad de participantes en el sistema financiero, han estado siempre expuestas a riesgos financieros, si bien indirectamente. En el pasado el sector familias tenía activos financieros a través de intermediarios, como los bancos, que absorbían los riesgos de inversión y entregaban a las familias rendimientos fijos nominales mediante productos simples, tales como depósitos bancarios y cuentas de ahorro. Las familias estaban expuestas a los riesgos de crédito de los bancos, pero éstos eran mitigados mediante programas de seguro de depósitos y, a veces, con ayudas gubernamentales si fuesen necesarias. Muchas

entidades suscribían contratos de seguros de vida de las familias, la mayoría de la variedad "rendimientos garantizados" en los que la compañía aseguradora corre con los riesgos de inversión. Las pensiones se basaban en planes de pensión con beneficios definidos, en los que el plan se hace cargo de los riesgos de inversión y longevidad. De ese modo, el sector familias estaba libre de los riesgos del mercado financiero y de inversiones, así como del riesgo de longevidad. A veces estos agentes económicos han tenido que pagar el precio de esta protección en su calidad de contribuyentes al presupuesto público, en los casos en los que se han empleado recursos públicos para salvar a instituciones financieras en quiebra o para pagar pensiones; sin embargo, en estas situaciones los impuestos son pagados por toda la población, es decir por las generaciones presentes o futuras, y no solamente por los expuestos al riesgo en cuestión.

Al aumentar la longevidad de la población en los países industriales, el coste de las pensiones con beneficios definidos se está haciendo cada vez más difícil de soportar. Esto ha hecho que, tanto las pensiones públicas como las privadas, estén cambiando de un sistema de beneficios definidos a otro de contribuciones definidas y de los planes de reparto a los de capitalización. Esos cambios han producido beneficios y reducido algunos riesgos, entre ellos el riesgo de crédito del plan, pero como compensación el sector familias se ha hecho cargo de mayores responsabilidades al asegurar que se paguen suficientes contribuciones a su plan de contribuciones definidas, y que se generen rendimientos suficientes de las inversiones para hacer frente al riesgo de longevidad y a los de aumento de los costes de atención sanitaria y cuidados duraderos a ancianos y enfermos crónicos.

Al mismo tiempo, un mayor énfasis en la gestión de los riesgos ha hecho que los bancos trasmitan muchos riesgos de mercado y de crédito a otros participantes en el mercado. Así, las compañías de seguros de vida han comenzado a librarse de los mismos ofreciendo productos que hacen que sus clientes asuman los riesgos de mercado total o parcialmente. Y, por último, la utilización creciente de fondos de inversión o la compra directa de títulos valores por los inversores privados han aumentado la exposición del sector familias a las fluctuaciones del mercado, que se está convirtiendo en el "absorbedor final" de los *shocks* del sistema financiero.

Dada la creciente importancia de este sector en el mantenimiento de la estabilidad financiera y la falta de datos completos y fiables sobre sus balances, las autoridades nacionales y las instituciones financieras deben esforzarse en conseguir esos datos, apoyadas por organizaciones internacionales como el FMI y la OCDE.

En general, parece que la transferencia de riesgos del sector bancario al sector familias ha aumentado la capacidad de resistencia y la estabilidad del sistema financiero, sobre todo gracias a la dispersión de los riesgos financieros. El paso siguiente debe ser mejorar la educación financiera de estos agentes económicos y sus posibilidades de asesoramiento para que puedan gestionar con éxito sus activos financieros. Las familias deben tener acceso a información imparcial sobre sus opciones de ahorro, de inversión y a los productos financieros que compren. Como la mejora de la sofisticación financiera de las familias llevará tiempo, es necesario un esfuerzo a largo plazo de las autoridades para conseguirlo.

Si el sector familias fracasa en su tarea de gestionar riesgos de inversión complejos o si sufren pérdidas graves en sus inversiones para asegurar su vejez por culpa de bajadas continuadas de las cotizaciones, podrían exigir que el gobierno asuma la carga de convertirse en el “asegurador final” o que se proceda a una re-regulación de las actividades financieras.

Además de promover la educación financiera de las familias, los gobiernos pueden acudir a incentivos tributarios o de otro tipo para fomentar el ahorro e inversiones estables y a largo plazo para la vejez, y la creación de productos financieros apropiados para satisfacer la necesidad de las familias de gestionar sus riesgos, incluida la longevidad. Así, algunos gobiernos están estudiando la posibilidad de emitir bonos a largo plazo o indexados a la inflación y “bonos de longevidad” para que el sector financiero pueda gestionar mejor los riesgos inherentes a algunos productos financieros destinados a inversores individuales tales como el seguro de vejez.