

## INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

*Cuadernos de Información Económica* dedica este apartado a los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que se consideran relevantes para los lectores, publicados por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen amplio de los más recientes y/o más destacados y un breve comentario de los demás que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Como viene siendo habitual, los resúmenes y comentarios los realiza **Ricardo Cortes**.

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Perspectivas económicas de primavera 2001 de la Comisión Europea.
2. Pronósticos de primavera de la OCDE.
3. Perspectivas económicas de primavera del FMI.
4. Informe anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI).
5. Perspectivas económicas de los países candidatos a la entrada en la Unión Europea.
16. Informe del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

### 1. Perspectivas económicas de primavera 2001 de la Comisión Europea.

En el incierto panorama económico actual la Comisión Europea (CE) se atreve a hacer pronósticos bastante optimistas en sus "Perspectivas de primavera": la abrupta desaceleración de la economía de EE.UU. empeora las perspectivas de la economía mundial pero las consecuencias negativas para la de la Unión Europea (UE) deberían ser limitadas gracias a la firmeza de su demanda interna. En 2001 el crecimiento será más débil tanto en la UE como en la eurozona pero se reavivará en 2002. El estancamiento de la economía de EE.UU. debería durar relativamente poco y su crecimiento acelerarse de nuevo a lo largo de 2001 gracias a la suavización de la política monetaria y a las expectativas de considerables rebajas de impuestos y de aumento del gasto público. El consumo y la inversión ayudarán a que el crecimiento del PIB suba a alrededor del 3 por 100 anual en la segunda mitad de 2001 y a entre 3 y 3,5 por 100 en 2002. Pero hay un serio peligro de que este pronóstico no se cumpla si continúa la baja

tasa de ahorro familiar, el fuerte déficit de la balanza comercial y el efecto negativo de la debilitación de la demanda y de la caída de las cotizaciones de las acciones sobre las inversiones de las empresas. En tal caso la desaceleración sería más larga y más profunda de lo previsto.

El crecimiento de la economía mundial, excluida la americana, será menor en 2001 que en 2000, pero su desaceleración será menor que la americana. El crecimiento de ambas se reavivará en 2002. El del mundo, excluida la UE, será un 3,4 por 100 este año y 4,1 el que viene. Es decir, la CE ha rebajado 0,9 puntos su pronóstico del pasado otoño. En 2001 la demanda mundial de petróleo crecerá menos a causa de la desaceleración de la economía mundial. Probablemente, el precio del petróleo bajará gradualmente hasta 22 dólares a finales de 2002. Los precios del resto de los productos básicos, que casi no se han movido hasta la fecha, continuarán relativamente estables.

Las condiciones monetarias en la eurozona son favorables al crecimiento. Aunque la caída de Wall Street ha corregido en parte las cotizaciones enormemente elevadas, haciendo que bajen los ratios precio/beneficios, aquéllas siguen considerablemente por encima de su media histórica. En las bolsas europeas las cotizaciones también cayeron en el último trimestre de 2000. Estas caídas en EE.UU. y en Europa, después de años de continua subida, acabarán por afectar a la actividad económica: los consumidores, al ver que su patrimonio financiero pierde valor, gastarán menos y la financiación de las empresas se hará más cara en la medida en que se base en la emisión de acciones, si bien este efecto podría ser compensado en parte por reducciones en los tipos de interés.

La CE ha rebajado sus pronósticos de crecimiento en relación con los del pasado otoño, sobre todo los relativos a 2001. La economía de la UE se verá afectada por el menor crecimiento de la demanda mundial, consecuencia de la debilitación de la economía americana, especialmente en la primera mitad de 2001, pero dicha debilitación será seguida por una recuperación de la economía mundial en la segunda mitad, que continuará en 2002. El menor crecimiento en 2001 se deberá sobre todo al menor crecimiento de las exportaciones. El crecimiento del PIB de la UE y de la eurozona en 2001 será del 2,8 por 100, frente al 3,1 por 100 previsto el pasado otoño, al haberse revisado a la baja las previsiones de crecimiento de la demanda interna y de las exportaciones. La demanda interna aumentará un 2,75 por 100 tanto en 2001 como en 2002, sostenida

por una considerable creación de puestos de trabajo, por rebajas de impuestos en 2001 y 2002, y por un mayor poder de compra derivado de una menor inflación. El crecimiento de las inversiones en bienes de equipo se irá desacelerando en 2002, debido más a un menor crecimiento de la demanda que a un endurecimiento de las condiciones monetarias.

En el comercio exterior de la UE la mejora de la competitividad conseguida en los dos últimos años irá bajando lentamente al debilitarse la demanda exterior, de modo que el crecimiento de las exportaciones y de las importaciones bajará hasta entre un 8 y un 9 por 100 y la contribución del comercio exterior al crecimiento será casi nula. Las perspectivas de creación de empleo son buenas, aunque no tanto como en 2000, año en que el empleo creció un 1,7 por 100, la mejor tasa desde 1990, y más de lo pronosticado por la CE. En 2001 y 2002 su crecimiento será más lento debido a los efectos de la debilitación de la economía americana pero aun así las perspectivas son favorables gracias a: 1) las reformas de la legislación laboral en muchos países de la UE; 2) el menor efecto de la debilitación americana en la UE que en otros países, dada la gran importancia del sector servicios en esta área, y 3) la escasez en muchas regiones de la UE de trabajadores especializados, de modo que las empresas son reacias a despidos creyendo que la debilitación no durará mucho. Al aumentar el empleo, el paro ha bajado desde 1997, año en que fue un 10,6 por 100, alcanzando un 8,3 en 2000, y se espera que en 2001 baje hasta el 7,7 por 100 en la UE y el 8,5 por 100 en la eurozona, y que en 2002 siga bajando hasta el 7,2 y el 7,9, respectivamente. En el momento actual, el paro está en su nivel más bajo desde 1991, pero las diferencias entre países son grandes: en España es de un 12,9 por 100 y en los Países Bajos y Austria de entre un 2 y un 3 por 100. Las buenas perspectivas se deben sobre todo a la moderación salarial que se espera continúe en 2001 y 2002, de modo que el crecimiento real de los salarios será menor que el de la productividad, y los costes laborales unitarios bajarán tanto en la UE como en la eurozona.

La inflación, muy baja al comenzar 1999, empezó a subir a mediados de año debido a la subida del petróleo y a la caída del euro, alcanzando su máximo en noviembre de 2000. Se prevé que en 2001 sea de un 2,1 por 100 en la UE y de un 2,2 en la eurozona, bajando a un 1,8 por 100 en 2002. Esta disminución gradual se deberá a que los altos precios del petróleo bajarán a 24-25 dólares/barril, a que la desregulación del sector servicios, especialmente en telecomunicaciones y electricidad, hará bajar los precios, y a que continuará la moderación salarial en la mayoría de los países miembros y el euro subirá moderadamente.

En 2000 las finanzas públicas globales de la UE tuvieron un superávit del 1,2 por 100 del PIB (a comparar con un déficit del 0,6 por 100 en 1999) debido, sobre todo, a las ventas de licencias de telefonía móvil de tercera generación, que ascendieron a más del 1 por 100 del PIB. En 2001 producirán menos, sólo un 0,1 por 100 del PIB, de modo que habrá un déficit del 0,2 por 100 en la UE y del 0,7 en la eurozona. En 2002 se prevén unas finanzas públicas en equilibrio en la UE y con un déficit del 0,4 por 100 en la eurozona. Desde el

punto de vista del balance primario ajustado cíclicamente, la política fiscal es ligeramente expansionista, tanto en la UE como en la eurozona, aunque no puede decirse lo mismo de todos los países miembros. El gasto público en porcentaje del PIB probablemente bajará gracias al auge de la economía y a unos tipos de interés más bajos; también lo hará el porcentaje del ingreso público total en la UE debido a rebajas de impuestos. El gasto público total disminuirá en la UE, pasando de un 47,9 por 100 del PIB en 1999 a un 46 por 100 en 2002; el ingreso público total bajará menos para no poner en peligro la consolidación presupuestaria. El porcentaje de la deuda pública sobre el PIB bajó a un 64,5 por 100 en 2000 y se estima que en 2002 también bajará, situándose por debajo del 60 por 100 (límite máximo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento) por primera vez desde 1990. Sólo Italia, Bélgica y Grecia sobrepasarán ese límite.

En la balanza de pagos de la UE continuarán los déficit de cuenta corriente. Sus exportaciones e importaciones de mercancías continuaron creciendo fuertemente en los últimos meses, tanto en valor como en volumen (las importaciones más que las exportaciones). Lo mismo sucedió en la eurozona. En la UE el déficit de la balanza comercial empeoró fuertemente pasando de 19 millardos de euros en 1999 a unos 84 en 2000, sobre todo por culpa de la subida de precios del petróleo; la eurozona, por su parte, arrojó en 2000 un pequeño superávit, 12 millardos, alejado de los 51 de 1999. Al deteriorarse la balanza comercial, la de cuenta corriente empeoró también en 2000. Su déficit en la UE fue de 48 millardos, muy por encima de los 2 millardos de 1999 y lejos de los superávit de años anteriores. Sin embargo, los valores trimestrales muestran una cierta mejoría desde el pasado otoño.

Existe el peligro de que estos pronósticos sean demasiado optimistas si el impacto de la desaceleración americana resulta mayor de lo previsto. Los pronósticos suponen que la economía americana se recuperará en el segundo trimestre de este año. A este respecto, la CE es más bien pesimista y reconoce la posibilidad de que la recuperación se retrase. El aumento del consumo privado se ha financiado, en parte, mediante un mayor endeudamiento, esperando que Wall Street seguiría subiendo. De no ser así, es posible que los consumidores reexaminen su posición financiera y reaccionen en menor medida al presente relajamiento de la política monetaria y a las rebajas de impuestos anunciadas. Puede ser que el impacto de la desaceleración americana en la UE vaya más allá de sus efectos en la balanza de cuenta corriente, que se estima serán relativamente limitados. La economía americana sufre grandes desequilibrios internos y externos que podrían causar una inestabilidad financiera si se desacelera la economía y bajara Wall Street. Es especialmente preocupante el elevado déficit americano de cuenta corriente, que puede provocar turbulencias en los mercados cambiarios internacionales. No obstante, parece razonable confiar en que la robustez de la demanda interior americana compense en parte la desaceleración causada por factores externos con tal de que la política económica sea apropiada. Hay peligro de pérdida de confianza causada por la caída de Wall Street. Sin embargo, la crisis de los mercados emergentes en 1997-98 mostró que la demanda interior americana es

relativamente resistente a esos *shocks*. Los datos fundamentales de la economía americana son relativamente buenos; además, la UE se encuentra en mejor posición para resistir el impacto de la desaceleración americana gracias a la desregulación y a la mayor flexibilidad de sus mercados de trabajo y de productos.

El pronóstico de crecimiento de la eurozona en 2001 ha sido revisado a la baja a consecuencia de la desaceleración americana, que afecta sobre todo a sus exportaciones y a la inversión. Por el contrario, el consumo privado subirá un 2,6 por 100 en 2001, los salarios reales aumentarán de nuevo después de su parón en 2000 y la confianza de los consumidores aumentará con la reducción del paro. Por lo que respecta a sus estados miembros, Alemania será el que menos crezca, sólo un 2,2 por 100; Italia crecerá más gracias a la creación de empleo y a una demanda interna más fuerte; Portugal y Austria crecerán alrededor del 2,5 por 100, y para evitar un recalentamiento han endurecido su política fiscal y se espera que las familias, muy endeudadas, reduzcan su gasto; en Irlanda, Finlandia y Luxemburgo el crecimiento será menor de lo que se pensaba por culpa de un entorno exterior menos favorable, pero aun así excederá del 4 por 100. El peligro de recalentamiento disminuye en Irlanda a causa de su estrecha relación con EE.UU. Los Países Bajos crecerán un 3,4 por 100; una considerable rebaja de impuestos reforzará el consumo privado y la continuación de la actual moderación salarial se hará más difícil a causa de tensiones en el mercado de trabajo. Francia y Bélgica, con un crecimiento de alrededor del 3 por 100, están bien situadas para resistir los efectos negativos de la desaceleración americana. En Francia, gracias al aumento de los salarios reales y a que continuará la fuerte creación de empleo, el crecimiento del consumo privado será mayor que el año pasado. La inflación en la eurozona alcanzó un máximo del 2,9 por 100 en noviembre pasado y seguirá por encima del 2 por 100 (límite máximo del Banco Central Europeo) este año, pero se estima que la inflación mensual se situará por debajo de esa cota antes de fin de año. Las diferencias entre las inflaciones de los países miembros irán disminuyendo a lo largo de 2001 y 2002.

*Pronósticos sobre España.* En 2001 la demanda interna seguirá siendo moderada. Ya lo fue en la segunda mitad de 2000, al perder fuerza la actividad económica. Esta moderación afectará negativamente al consumo privado y a las inversiones en bienes de equipo, especialmente en la primera mitad de 2001. La moderación del consumo privado refleja una moderación de la renta real disponible y una menor creación de empleo, y probablemente producirá una ligera recuperación de la tasa de ahorro, que en los últimos años ha sido históricamente baja. A corto plazo, las inversiones en bienes de equipo se verán afectadas por el empeoramiento de las perspectivas económicas. La contribución de la demanda exterior al PIB será ligeramente positiva al desacelerarse el crecimiento de las importaciones en línea con la desaceleración de la demanda interna.

Se estima que en 2002 el crecimiento del PIB será algo mayor que en 2001, llegando al 3,3 por 100 gracias a un mayor crecimiento de todos los componentes de la demanda interna, salvo la construcción de vivien-

das. En especial, se acelerará el consumo privado gracias a una evolución más favorable de los precios, que supondrá un aumento de la renta real disponible, y a una mejora de las expectativas de los consumidores consecuencia de una mayor creación de empleo estable en comparación con 2001. Estas mejoras, unidas a bajos tipos de interés, harán que aumente la inversión en bienes de equipo. Por otra parte, la construcción de viviendas se desacelerará a finales de 2001 y en 2002, porque en los últimos años la oferta ha crecido más que la demanda de viviendas. El sector exterior tendrá una pequeña contribución negativa al aumentar las importaciones con la recuperación de la demanda interna.

El empleo aumentó notablemente, un 3,3 por 100, en 2000 pero con tendencia a desacelerarse, especialmente en la segunda mitad del año. Se estima que en 2001 se moderará, bajando al 2,2 por 100 debido a la desaceleración de actividades intensivas en trabajo como construcción y servicios. En 2002 el crecimiento podría ser el mismo que en 2001. En consecuencia, la fuerte tasa de paro bajaría, desde más del 14 por 100 en 2000 a alrededor del 12 por 100 en 2002. Se estima que la inflación media en 2001 bajará al 3,2 por 100, situándose por debajo del 3,5 por 100 del año anterior, gracias a la moderación de algunos precios como las tarifas de telecomunicaciones y electricidad y la desaceleración de la demanda interna. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados aumentarán la inflación, lo mismo que los efectos de la subida del precio del petróleo. Los costes laborales unitarios seguirán altos a causa de una ligera aceleración de los salarios por hora unida a un escaso crecimiento de la productividad. En 2002 la inflación media podría bajar al 2,3 por 100. Se espera que el déficit de cuenta corriente baje gradualmente, del 2,2 por 100 del PIB en 2000 al 1,6 en 2002, gracias sobre todo a un creciente superávit en la balanza de servicios y una mejora en la relación real de intercambio. En 2000 el déficit público total bajó al 0,3 por 100 del PIB, y se espera llegar a un superávit del 0,1 por 100 en 2001, gracias, en primer lugar, a que los ingresos tributarios, aunque se desacelerarán ligeramente, seguirán altos; en segundo lugar, a un aumento de los ingresos por licencias de telefonía móvil, que representarán alrededor del 0,15 por 100 del PIB, y, por último, a que los gastos corrientes sólo subirán moderadamente. Todo ello hará que baje el porcentaje del PIB representado por el consumo público y los pagos por intereses de la deuda pública y seguridad social. Esta reducción del déficit público debería ser compatible con un aumento de la formación bruta de capital público en porcentaje del PIB, manteniendo al mismo tiempo una política laboral activa. Sólo una desaceleración de la actividad económica a menos del 3 por 100 podría poner en peligro la consecución del superávit en 2001. En 2002 el superávit podría subir hasta un 0,2 por 100. La ratio deuda pública/PIB bajará a un 60,6 por 100 en 2000 y a un poco menos del 56 por 100 en 2002.

## 2. Pronósticos de primavera de la OCDE.

El crecimiento económico en la OCDE se está debilitando desde el otoño pasado pero se estima que las

fuerzas responsables de este debilitamiento se irán disipando en la primera mitad de 2001. El crecimiento será de un 2 por 100 del PIB en 2001, la mitad que en 2000. El descenso continuado en el paro de años anteriores se interrumpirá y la inflación seguirá baja. El pronóstico de recuperación se basa en que: 1) las disminuciones de los tipos de interés, de la presión tributaria y del precio del petróleo aumentarán la demanda agregada en los próximos meses; 2) el continuado crecimiento de la productividad en EE.UU., tan notable en la segunda mitad de los años 90, inclina a pensar que pudiera ser duradero, haciendo más probable que se extienda a otros países; y 3) no aumentan las presiones inflacionistas en la mayoría de los miembros de la OCDE, lo que permitirá suavizar la política monetaria si es necesario.

Sin embargo, puede ser que ese escenario relativamente optimista no se cumpla. La importante caída que han experimentado las bolsas, sobre todo en el sector tecnológico, que no se ha limitado a EE.UU., ha bajado los precios de las acciones acercándolas a valoraciones realistas. Si esta caída se agudizase, al capitalizar menores beneficios que los esperados o, simplemente, al bajar la confianza de los inversores, la demanda agregada se vería seriamente afectada. Aunque el peligro de que esto ocurra es mayor en EE.UU. podría extenderse también a otros países. Un peligro adicional es que la necesidad de reducir déficit exteriores cause una desaceleración en la actividad económica global fuerte y duradera. En EE.UU., es posible que el creciente endeudamiento de las familias y sus correspondientes obligaciones de pago provoquen una reducción de su gasto. El sector bancario japonés sufre desde hace años un elevado volumen de morosos e incobrables y las inversiones de las empresas japonesas podrían debilitarse porque el reciente *boom* de inversión ha causado un exceso de capacidad productiva y su endeudamiento es excesivo.

Si estos peligros se materializaran y aumentara la debilidad de la coyuntura, la política monetaria tendría que ser considerablemente más permisiva de lo previsto, teniendo en cuenta también la evolución de los tipos de cambio. Los países asiáticos, al ser más dependientes de sus exportaciones a EE.UU. y del sector tecnológico, serían los más afectados. Por el contrario, una reducción mundial de los tipos de interés favorecería especialmente a los países en desarrollo más endeudados, sobre todo a los latinoamericanos. La OCDE prevé una modesta rebaja de los tipos de interés en EE.UU. que apoyaría la recuperación de la actividad en la segunda mitad de 2001; si la debilidad persistiese podrían ser necesarias rebajas más fuertes. A consecuencia de las rebajas de impuestos decretadas por el Congreso de EE.UU. la política fiscal del país se suavizará en la segunda mitad de 2001, pero no lo suficiente para compensar del todo los efectos del impulso, todavía en vigor, de la política fiscal anterior, de modo que en el conjunto del año la política fiscal será restrictiva. Sin embargo, en 2002 y en años sucesivos –el paquete fiscal aprobado por el Congreso abarca once años– su efecto será expansivo. El éxito de la estrategia a largo plazo de la administración –más crecimiento sin inflación– depende de modo crucial de que el aumento del gasto público sea modesto. La tentación será de aumentarlo si continúan los superávits fiscales.

La economía japonesa flaquea, con peligro de una espiral descendente a causa de retrasos en la reestructuración de las empresas, el nuevo aumento de morosos e incobrables de los bancos y la debilitación de la demanda exterior. El elevado nivel de la deuda pública impide acudir a una nueva expansión fiscal, y los tipos de interés eran ya bajos antes de que se decidiese la nueva política, orientada a objetivos de inflación y de aumento de liquidez. Es necesario que la política monetaria siga siendo expansiva hasta que desaparezca la deflación. El presente estímulo fiscal debe continuar este año, pero la consolidación fiscal no puede retrasarse mucho más. El gobierno japonés debería concentrar sus esfuerzos en resolver los problemas estructurales subyacentes, siendo el más urgente los precarios balances de los bancos. Esto podría suponer costes adicionales a corto plazo, aunque es posible que las consiguientes mejoras en la confianza pudiesen compensar en parte ese efecto negativo. Las medidas a tomar incluirían: un examen detallado de la calidad de las carteras de los bancos; un cálculo realista del capital de cada uno; el perdón de la deuda o la ejecución de su garantía; estar dispuesto a liquidar los bancos insolventes, nombrar nuevos directores gerentes y utilizar fondos públicos para cubrir las pérdidas de los depositantes (pero no de los accionistas). Además, son necesarias reformas en la regulación, especialmente en las áreas en las que esa nueva regulación abriría nuevas oportunidades de negocio. Esas reformas podrían facilitar los ajustes necesarios a causa de la ejecución de las deudas de morosos e incobrables.

El crecimiento de la eurozona también se debilitó en la segunda mitad de 2000 pero se cree que continuará a un nivel satisfactorio siempre que la economía global no se debilite más de lo previsto, para lo cual la política monetaria debería suavizarse algo en los próximos meses. La subida de la cotización del euro desde noviembre y la caída del precio del petróleo, unidas a un entorno exterior menos boyante, deberían reducir en breve plazo las tensiones inflacionistas. Además, aunque se estima que el porcentaje de la capacidad productiva sin utilizar desaparecerá en el periodo cubierto por las previsiones, es probable que las presiones inflacionistas generadas dentro de la eurozona sean bajas si las reformas estructurales ya realizadas y el desarrollo de nuevas tecnologías consiguen aumentar la capacidad productiva de la economía. En el entorno actual, con presiones inflacionistas débiles, la política monetaria podría suavizarse más agresivamente si la debilidad de la economía se intensificase.

Respecto a la política fiscal, las posiciones subyacentes continúan siendo muy divergentes entre los países de la OCDE. En los tres más grandes se han tomado medidas discrecionales para rebajar impuestos o aumentar el gasto público. Hasta cierto punto, unos aumentos inesperados de los ingresos públicos y el retardo en surtir efecto las medidas tomadas han contrarrestado el impacto de las mismas en las posiciones estructurales. Sin embargo, con unos déficit estructurales de más de un 1 por 100 del PIB o con una deuda pública elevada en esos tres países, podría ser necesaria una consolidación fiscal más ambiciosa para que el presupuesto se aproxime al equilibrio o tenga superávit, de acuerdo con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por el contrario, en algunos de los países más

pequeños de la eurozona la alta inflación existente parece que se debe más a un exceso de demanda que al proceso de acercamiento del producto nacional al nivel medio de la eurozona que está teniendo lugar, y se plantea la cuestión de si la política fiscal podría utilizarse con más eficacia en esos casos. Sin embargo, con unos superávits estructurales ya por encima del 2 por 100 del PIB, una parte considerable del ajuste necesario para absorber el exceso de demanda probablemente se dejará que se realice mediante el libre juego de las fuerzas del mercado, que harán que paulatinamente la actividad económica del país se intensifique en el sector exportador a expensas del resto.

Reformas para aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo contribuirían a que este proceso se desarrollara más fácilmente. Además, en el conjunto de la eurozona es necesario que continúen las reformas en los mercados laborales, unidas a medidas para aumentar la competencia en los mercados de productos y suprimir la segmentación de los mercados financieros. La continuación de iniciativas para hacer más flexibles los sistemas laborales contribuiría a extender los aumentos de empleo conseguidos en los últimos años y a aligerar las cargas futuras de los sistemas de pensiones derivadas del envejecimiento de la población.

*Pronóstico para España.* El crecimiento del PIB, más del 4 por 100 en 2000, se desacelerará hasta alrededor del 3 por 100 en 2001 y 2002, un porcentaje próximo al ritmo de crecimiento potencial de la economía española. El ahorro de las familias aumentará algo pero el consumo privado debería continuar boyante gracias a una notable creación de empleo. Probablemente la inversión se debilitará en 2001 pero sólo moderadamente porque los tipos de interés permanecerán bajos, los beneficios de las empresas serán suficientes y las presiones sobre la capacidad productiva seguirán siendo elevadas. Una menor demanda interna causará una desaceleración de las importaciones, y una menor demanda externa la desaceleración de las exportaciones. Como el precio del petróleo debe bajar algo, se prevé que la inflación total se desacelere, si bien la inflación subyacente podría continuar próxima al nivel actual al no amainar la presión de la demanda. El mayor peligro para el cumplimiento de este escenario es que la elevada inflación actual produzca subidas de salarios, reduciendo la competitividad. Además, la desaceleración de la demanda interna, evidente desde mediados de 2000, o un entorno internacional más débil, podrían perjudicar la confianza con la consiguiente caída del consumo que causaría una debilitación de la actividad económica mayor que la prevista.

#### **Pronósticos para otros países.**

— *Alemania.* En 2000 el crecimiento de la economía fue fuerte, alcanzando el 3 por 100, pero se desaceleró en la segunda mitad del año al subir las importaciones y debilitarse la demanda interna, de modo que se prevé que el crecimiento en 2001 bajará al 2,25 por 100. Pero la creciente competitividad alemana y el aumento de la renta disponible de las familias, causado por las reducciones de impuestos sobre empresas y familias en 2001 y por una relación real de intercambio más favorable, deberían producir una nueva acelera-

ción de la actividad en lo que queda de 2001 y en 2002. La política fiscal será expansiva en 2001 debido a las reducciones de impuestos. Para cumplir los objetivos de consolidación fiscal este año y los sucesivos será necesario un control estricto del gasto, ya que los ingresos fiscales han bajado y existe el peligro de que circunstancias inesperadas afecten tanto a los ingresos como a los gastos fiscales. La desaceleración de la expansión acentúa la necesidad de continuar la reforma estructural para aumentar el potencial de crecimiento de la economía.

— *Francia.* Hasta ahora se ha librado de la desaceleración que ha afectado a otros países de la OCDE. El crecimiento del PIB sigue fuerte, la creación de empleo vigorosa y el paro está en su nivel más bajo en 10 años. El crecimiento se ha debido sobre todo al aumento de las exportaciones y de las inversiones fijas. Recientes encuestas sugieren que el crecimiento de la producción industrial será algo menor este año pero continuará el optimismo de los consumidores. En estas circunstancias, aunque la economía internacional está perdiendo impulso, la francesa debería crecer un poco por encima de su potencial en 2001 y 2002. El gobierno está implementando un plan multianual de reducción de impuestos y está tomando medidas para aumentar los incentivos al trabajo y facilitar la vuelta de los parados al mercado laboral. Para reducir el paro serían necesarias reformas estructurales adicionales; en especial, se deberían reducir hasta abolirlos los impuestos que dificultan la vuelta al trabajo, el nuevo sistema de "bonus de empleo" debería enfocarse más a los trabajadores con menos ingresos, y la edad de jubilación debería adaptarse a las preferencias individuales en el contexto de un sistema de pensiones actuarialmente neutro.

— *Italia.* Tras el fuerte crecimiento en 2000 parece que el ritmo de la expansión bajará a alrededor del 2,25 por 100 en 2001, debido sobre todo a menores exportaciones. Se está debilitando algo el gasto privado, aunque se mantiene gracias al crecimiento del empleo y de los ingresos reales de las familias y a unas condiciones económicas favorables. A medida que las exportaciones se recuperen el crecimiento real del PIB debería subir en 2002 y el paro bajar. La inflación, aunque se está reduciendo, probablemente seguirá por encima de la media de la Unión Europea. Es necesario continuar la reforma de los mercados de trabajo y de productos para cumplir la estrategia de desarrollo del Sur, para eliminar el diferencial de inflación con el resto de la eurozona y para aumentar la competitividad externa del país. El gobierno intenta reducir la carga impositiva; para ello es necesario un control estricto del gasto público, especialmente en la seguridad social y el sistema sanitario.

— *Reino Unido.* Su crecimiento se ha desacelerado algo en el marco de un mercado de trabajo ajustado y una inflación notablemente baja. La expansión continuará vigorosa, apoyada por unas condiciones monetarias permisivas, rebajas de impuestos y un gasto público en aumento. Sin embargo, se corre el riesgo de que estas perspectivas favorables no se cumplan, lo que eventualmente justificaría una reducción de los tipos de interés como medida de precaución. El reto desde el punto de vista fiscal y estructural

consiste en cómo asegurar que los ingresos presupuestarios extra dedicados a los servicios públicos se empleen de modo eficiente y produzcan mejoras reales. En general, la política estructural debería seguir enfocada hacia el aumento del crecimiento de la productividad para reducir la diferencia de la misma respecto a la de otras economías industriales.

### 3. Perspectivas económicas de primavera del FMI

Comparadas con las del pasado octubre, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han bajado considerablemente a causa de una notable desaceleración en EE.UU., la interrupción de la recuperación económica en Japón y un crecimiento moderado en Europa y en varios países emergentes. La moderación del rápido crecimiento global de finales de 1999 y primera parte de 2000 era deseable, pero ha sido mucho más intensa de lo que se esperaba. La rápida reacción (bajando los tipos de interés) de la Reserva Federal y de los bancos centrales de la mayoría de los países industriales, salvo Japón, hace esperar que la desaceleración no durará demasiado. Sin embargo, una desaceleración más profunda y duradera es claramente posible. Por ello las políticas económicas, especialmente las monetarias, deben de estar alerta para poder reaccionar ante esa eventualidad. El FMI ha rebajado los pronósticos de crecimiento de la economía mundial para 2001 del 4,2 por 100 al 3,2; del 3,2 por 100 al 1,5, el más bajo en 10 años, para EE.UU., y cifras semejantes para las demás grandes áreas monetarias. La actividad en Europa continuará bastante robusta mientras que en Japón el crecimiento será sólo de un 0,6 por 100, menor que en 2000. La rebaja en los países emergentes dependerá de la intensidad de sus relaciones económicas con EE.UU. Así, el crecimiento será considerablemente menor en Latinoamérica y los países emergentes asiáticos, pero no se verá sensiblemente afectado en India, China, el Medio Oriente, los países excomunistas y África. En EE.UU. una serie de *shocks* —subida de precios del petróleo, anuncios de menores beneficios de las empresas, fuerte caída de Wall Street y condiciones monetarias más rigurosas— han causado una notable desaceleración de la demanda interna y una caída en la confianza de consumidores y empresas. Si la demanda mundial baja más de lo esperado los precios de los productos básicos, salvo el petróleo, bajarán también, perjudicando a los países productores, generalmente pobres. La inflación sigue siendo preocupante en algunos países europeos que han crecido deprisa y en bastantes países excomunistas del este de Europa y en países en desarrollo.

Las perspectivas para 2001 dependen sobre todo de la profundidad y duración de la desaceleración económica en EE.UU. Hay motivos para creer que no será demasiado larga y prolongada. En primer lugar, los tipos de interés a largo plazo en EE.UU. bajaron en 2000 y últimamente la Reserva Federal ha reducido notablemente los tipos a corto, reavivando la economía americana en la segunda mitad de 2000 y apoyando el crecimiento de la mundial, aunque la continuación de la caída de Wall Street podría retrasar la recuperación; en segundo lugar, al disminuir el peligro de inflación los países desarrollados pueden suavizar sus políticas

monetarias y, dada la consolidación presupuestaria de los últimos años, muchos de ellos también sus políticas fiscales; finalmente, la economía de la mayoría de los países emergentes ha mejorado desde la crisis de 1997–98 (aunque la situación de algunos sigue siendo preocupante) y su abandono del sistema de tipos de cambio deslizantes (*soft exchange rate pegs*) les permite hacer frente más fácilmente a los *shocks* externos.

Sobre esta base, el escenario básico del FMI prevé que la actividad en EE.UU. se reanimará en la segunda mitad de 2001, el crecimiento en Europa continuará razonablemente robusto, y la recuperación en Japón se reanudará en 2002. En los países emergentes las condiciones financieras exteriores mejorarán gradualmente en lo que queda de 2001 gracias, en parte, a un modesto aumento de los flujos entrantes de capital privado. Aunque el crecimiento en 2001 será notablemente menor que en 2000 seguirá muy por encima del de crisis anteriores y en 2002 se aproximará a su tendencia a largo plazo.

Este escenario es plausible, pero no seguro. Si la desaceleración de la economía americana es más grave y duradera de lo previsto puede producirse un círculo vicioso. En los últimos años, la fuerte expansión americana ha compensado la debilidad de la demanda de los demás países industriales. Desgraciadamente, al detenerse la recuperación en Japón y no acelerarse el modesto crecimiento europeo no parece probable que la desaceleración americana pueda ser compensada por un mayor crecimiento en estos últimos, con el peligro de que se contagie a otros países y los haga más vulnerables a eventuales *shocks*. Existe el peligro de que los actuales desequilibrios exteriores de cuenta corriente y los desajustes en los cambios de las monedas importantes se corrijan de un modo desordenado. La experiencia histórica muestra que déficit de cuenta corriente tan elevados como el actual americano no pueden mantenerse mucho tiempo. Si el crecimiento americano bajara de golpe, las inversiones europeas directas y en cartera que están financiando el déficit corriente americano podrían retirarse apresuradamente, con el peligro de un ajuste muy rápido y desordenado probablemente acompañado de turbulencias en los mercados financieros y fuerte volatilidad en los tipos de cambio. Como en periodos de rápida expansión hay tendencia a infravalorar los riesgos, un crecimiento más lento haría patentes fragilidades en los mercados financieros. Anuncios de menores beneficios de las empresas aumentarían las presiones a la baja en Wall Street con efectos adversos sobre la riqueza, la inversión, la confianza y la aversión al riesgo en EE.UU. y demás países industriales. Si esto ocurriese sería posible una desaceleración global de la economía comparable a la de 1997–98. Para evitarlo son necesarias políticas económicas en las tres grandes zonas monetarias (dólar, euro y yen) que restauren el equilibrio del crecimiento y la demanda. De hecho, ya se está restaurando pero sólo gracias a un crecimiento más débil de la economía americana, no compensado con un crecimiento más fuerte en las otras dos grandes zonas monetarias. Las recomendaciones del FMI en lo que a políticas económicas se refiere para esas tres áreas son las siguientes:

— En EE.UU., la agresiva reducción de tipos de in-

terés que empezó el pasado enero es apropiada, pero puede que sean necesarias más rebajas. La política monetaria debe continuar siendo la primera línea de defensa pero rebajas de impuestos moderadas y más fuertes al principio pueden ayudar a mantener la actividad, minimizando el impacto negativo sobre el ahorro y la cuenta corriente a medio plazo.

— En Japón, las medidas monetarias de marzo, y la decisión de mantenerlas hasta que la inflación se haga positiva deben continuar con firmeza. Dado que la deuda pública es muy elevada, la presente consolidación fiscal, que se está produciendo de forma gradual, debe mantenerse, utilizando la suavización de la política fiscal sólo como último recurso. Lo más importante es atacar con vigor las deficiencias estructurales, especialmente en el sector financiero, tratando de minimizar en lo posible el consiguiente impacto negativo a corto plazo sobre el crecimiento.

— En la eurozona, al aumentar los indicios de que la actividad económica se está desacelerando y al disminuir las presiones inflacionistas, no hay obstáculos para una bajada moderada de los tipos de interés. El Banco Central Europeo (BCE) debería bajarlos si aumentan los indicios de debilidad o el euro se aprecia fuertemente. Las recientes rebajas de impuestos ayudarán a mantener la actividad en algunos países, de modo que no parecen necesarios estímulos fiscales adicionales a los estabilizadores automáticos. Para aumentar la capacidad de crecimiento y conseguir la sostenibilidad fiscal a largo plazo son necesarias reformas estructurales ambiciosas en el mercado de trabajo, las pensiones y el seguro de enfermedad.

— En los países emergentes es fundamental mantener la confianza de los inversores. Las condiciones de la financiación externa han empeorado recientemente y probablemente seguirán siendo volátiles a causa de la incertidumbre económica global y de las continuadas dificultades económicas en algunos de estos países, lo que refuerza la necesidad de mantener políticas macroeconómicas prudentes y continuar las reformas institucionales, especialmente en los países excomunistas.

La desaceleración del crecimiento global perjudicará a los países pobres, tanto de forma directa como a causa de la caída en los precios de los productos básicos, aunque su impacto es menor porque dos tercios de la población de estos países viven en Asia Sudoriental y China, donde la actividad continuará relativamente fuerte. Un gran obstáculo a su progreso lo constituyen los regímenes comerciales de los países industriales, que discriminan contra los productos que estos países producen de modo más eficiente, en especial productos alimenticios y textiles (aunque las cuotas establecidas en el Acuerdo Multifibras se suprimirán en 2005). En este contexto, la decisión de la Unión Europea (UE) de abolir inmediatamente las barreras contra las exportaciones de aquéllos es muy beneficiosa.

El FMI trata de responder a varias preguntas especialmente importantes que se detallan a continuación:

— ¿Es o no probable un “aterrijaje brusco” de la economía americana? El FMI reconoce que su escena-

rio optimista —un crecimiento débil en la primera mitad de 2001, reflejando un rápido ajuste de inventarios y una desaceleración de las inversiones, seguido de una recuperación en la segunda mitad (crecimiento en 2001 del 1,5 por 100) y en 2002 (crecimiento del 2,5 por 100)— puede no cumplirse. Para asegurar su cumplimiento recomienda bajar los tipos de interés si la coyuntura sigue débil pero sin descartar acudir a una política fiscal guiada por consideraciones estructurales, con rebajas de impuestos con intensidad decreciente, en las que sólo se pasaría a la etapa siguiente si hay suficientes recursos presupuestarios para financiar el gasto decidido. En todo caso, deben continuar los superávit de la seguridad social y del seguro de enfermedad. Acentúa que los beneficios de los bancos sigan siendo satisfactorios y que su ratio capital/activos, un 12 por 100, está dos puntos por encima del nivel considerado suficiente. Lo que más le preocupa es el enorme déficit americano de cuenta corriente que ha pasado del 1,5 por 100 del PIB en 1995 a casi el 4,5 en 2000, cifra que contrasta con el 2,5 por 100 de los últimos 20 años, y que absorbe un 7,5 por 100 del ahorro del resto del mundo. Muchos observadores creen que déficit tan enormes no pueden continuar y que su corrección repentina puede producir serias dislocaciones en la economía mundial.

— ¿Continuará la frágil recuperación en Japón? En la actualidad se está debilitando a causa de la desaceleración de la economía mundial, la falta de confianza de consumidores y empresas y la persistencia de los problemas del sistema financiero. El FMI no se atreve a hacer pronósticos; se limita a enumerar las medidas tomadas para reavivar la economía, aprobándolas en términos generales, si bien hace hincapié en los muchos problemas por resolver, siendo quizá el más grave la insuficiencia del capital de los bancos cuando las acciones se evalúen a su valor actual, muy bajo por la caída de la bolsa, en vez del histórico, y concluye que la economía sólo volverá a un crecimiento sostenido a medio plazo si se realizan reformas fundamentales en bancos y empresas, en especial las dirigidas a aumentar la desregulación en los sectores de telecomunicaciones, servicios públicos, transporte y vivienda; nombrar auditores externos en las empresas, y fomentar las pensiones privadas. Para paliar los efectos negativos de estas reformas sobre la población, en especial el aumento del paro, el FMI recomienda reforzar el sistema de seguridad social.

— La demanda interior europea ¿es lo suficientemente fuerte para mantener el crecimiento? La respuesta del FMI a esta pregunta es claramente optimista: “El crecimiento se verá arropado por la demanda interna aunque la desaceleración global y la debilidad bursátil están teniendo un impacto negativo en la actividad... En 2001 el crecimiento se mantendrá relativamente estable en el entorno del 2,5 por 100, superando al crecimiento de EE.UU. por primera vez desde 1991. El gasto de las familias se apoyará en un aumento de la renta disponible, reflejando el aumento del empleo y las rebajas del IRPF en varios países. Aunque la confianza de las empresas ha bajado notablemente en algunos países, probablemente la confianza de sus gerentes se verá protegida por el elevado nivel de utilización del equipo productivo, unos cuadernos de pedidos llenos, la caída en los tipos de interés a

largo plazo y la importancia relativa de la financiación bancaria comparada con la obtenida a través de emisiones bursátiles".

— ¿En qué medida afectará a Asia la desaceleración global? El crecimiento será mucho más débil en 2001 que en 2000 a causa de la subida de los precios del petróleo, la desaceleración de la economía americana, la caída del NASDAQ, las incertidumbres políticas en varios países, los retrasos en la reestructuración de bancos y empresas, la fuerte caída en las bolsas de la región y las menores inversiones en cartera. La actividad se mantendrá mejor en India y China gracias a su menor exposición al comercio exterior pero el crecimiento se desacelerará fuertemente en varios países recién industrializados, más dependientes del exterior, aunque gracias a mejoras en los datos fundamentales de sus economías y a tipos de cambio más flexibles están mejor situados que hace tres años para resistir frente a *shocks* exteriores. De todos modos, el impacto será importante, y se agravará si tiene lugar un "aterri-zaje brusco" de la economía americana y/o la crisis japonesa empeora o se deprecia el yen.

— ¿En qué medida afectará a Latinoamérica la desaceleración global? Su crecimiento se está desacelerando, y se espera que pase de un 4,1 por 100 en 2000 a un (estimado) 3,7 en 2001, y ello debido a la desaceleración de EE.UU. y a la disminución de los precios del petróleo, compensada en parte por el impacto positivo de los menores tipos de interés americanos. La situación difiere de unos países a otros: México será el más afectado, dada su dependencia, en lo que a exportaciones y a flujos de capital se refiere, de EE.UU.; Argentina y Brasil lo serán en menor medida al ser sus economías menos abiertas y sus relaciones comerciales con EE.UU. menos importantes. A causa de la fuerte necesidad de financiación exterior de la región las consecuencias de un eventual "aterri-zaje brusco" en EE.UU. podrían ser graves si se viese acompañado por serias turbulencias en los mercados financieros y una disminución en las inversiones extranjeras directas. Para mantener la confianza de los inversores extranjeros es crucial que los países mantengan políticas fiscales prudentes, realicen reformas estructurales en la banca y las empresas y en el mercado de trabajo y continúen la privatización. La crisis argentina actual ha introducido un fuerte elemento de incertidumbre.

— ¿Podrá África conseguir un crecimiento sostenido? Se prevé que su crecimiento subirá al 4,2 por 100 en 2001 y algo más en 2002, dependiendo de la puesta en vigor de políticas macroeconómicas y estructurales acertadas y de una mejora de la situación política en muchos países. La reciente mejora de las políticas económicas unida a la reducción de la deuda exterior de algunos países aumentará las posibilidades de desarrollo, pero aun así África se enfrenta con dificultades enormes.

— Perspectivas de los países excomunistas, excluida Rusia. En la mayoría de ellos el crecimiento se mantendrá a un nivel relativamente satisfactorio en 2001 aunque podría verse reducido por una desaceleración mayor que la esperada en Europa occidental. Los déficit de cuenta corriente continuarán siendo ele-

vados. Será conveniente reequilibrar el "mix" de políticas haciendo más rigurosa la fiscal para evitar presiones al alza en la demanda interna y en los tipos de interés y de cambio que perjudicarían las exportaciones y la inversión privada. Para asegurar el crecimiento económico a medio plazo y su entrada en la Unión Europea (UE) son necesarias reformas institucionales, tales como privatización y reestructuración de las empresas y regulación y supervisión de los bancos, y reformas en el mercado de trabajo y en los sistemas sanitarios y de pensiones.

#### 4. Informe anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI)

Como de costumbre, el BPI es cauto en su diagnóstico: "El alcance y la naturaleza de la presente desaceleración de la economía mundial no estaban claros al redactar este informe. Aunque el endurecimiento anterior de la política monetaria y la subida de los precios del petróleo han jugado un cierto papel, el factor crucial ha sido los fuertes movimientos de los precios de las acciones y de la inversión relacionadas con la revolución informática y de las telecomunicaciones. Esto hace recordar ciertos aspectos de los ciclos económicos anteriores a 1914, cuya fase ascendente se caracterizaba por fuertes inversiones en los sectores favorecidos por las nuevas tecnologías, una inflación baja y fuertes flujos internacionales de capital. Ahora la mayoría de los países industriales han suavizado sus políticas monetarias, siendo la reacción de EE.UU. especialmente rápida y fuerte. Aunque los tipos de interés a largo plazo y las cotizaciones de las acciones no han respondido gran cosa a esta suavización, el gasto de los consumidores se ha mantenido en la mayoría de los países a pesar de que la inversión ha bajado fuertemente. El rapidísimo ajuste de los inventarios en EE.UU. es un buen augurio".

Sin embargo, hay motivos de preocupación. En Japón y en muchos países emergentes se retrasa la reestructuración de empresas y bancos. Aunque las instituciones financieras de los demás países industriales, fundamentalmente de los más importantes, parecen muy sólidas no se puede descartar la posibilidad de que aparezcan riesgos ocultos o no percibidos tras el largo periodo de expansión del crédito vivido hasta fechas recientes. No obstante, un factor importante que diferencia las últimas décadas de los periodos anteriores lo constituyen los esfuerzos hechos para mejorar el funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero internacional.

La fuerte y rápida desaceleración de la economía americana ha oscurecido las perspectivas a corto plazo de la economía mundial. La evolución futura dependerá en gran medida de si se recuperan el crecimiento de la productividad, los beneficios de las empresas y la inversión. La eurozona resistirá mejor que Japón la desaceleración de la economía mundial porque sus empresas no están demasiado endeudadas y su sistema bancario es sólido. A pesar de la subida de los precios del petróleo la inflación fue moderada en 2000, lo mismo que en los años 90, gracias sobre todo a la política monetaria.

Una cuestión fundamental es si son sostenibles los presentes desequilibrios tanto internacionales como internos. Los actuales y persistentes desequilibrios exteriores de cuenta corriente implican que las ratios de inversión nacional en los países industriales se han hecho más independientes del ahorro nacional quizá porque los mercados financieros internacionales tienden, en la actualidad, a colocar el capital en aquellos países en los que se cree que los rendimientos serán mayores. El considerable aumento de los desequilibrios financieros en EE.UU. plantea la cuestión de si es sostenible su elevado volumen actual de deuda privada.

*Mercados cambiarios.* Se estima que la fortaleza del dólar y la debilidad del euro reflejan sobre todo diferencias en las expectativas de crecimiento de EE.UU. y la Unión Europea (UE) así como los fuertes flujos de inversiones directas y de cartera hacia EE.UU.; no obstante, la renovada robustez del dólar respecto al euro a principios de 2001 es difícil de explicar, dada la brusca inversión en favor de la UE del crecimiento relativo de ambos países. Podría reflejar la persistencia de las expectativas de crecimiento relativo al largo plazo.

*Mercados financieros.* Cinco años consecutivos de subida de precios de las acciones acabaron cuando estalló, en marzo de 2000, la burbuja global de los precios de los activos. A pesar de ello, los mercados financieros han seguido funcionando satisfactoriamente; la liquidez ha probado su capacidad de recuperación y no ha habido quiebras de contrapartidas financieras importantes. Parece, pues, que los precios de los activos responden más a cambios en el sentimiento que a nueva información sobre los datos fundamentales de la economía.

*Los ciclos y el sistema financiero.* Aunque la liberalización financiera ha causado grandes beneficios también ha aumentado la posibilidad de oscilaciones cíclicas más fuertes en el sistema financiero que causarían tensiones en los sistemas bancarios y contracción de la actividad económica. El optimismo en la fase ascendente del ciclo invita a infraestimar los riesgos, a un crecimiento excesivo del crédito, a aumentos insostenibles de los precios de los activos y a inversiones excesivas en capital físico que tienen que corregirse algún día, con sus consiguientes consecuencias negativas para la economía.

*Conclusión.* Se equivocaron los que creían que gracias a la llamada "nueva economía" el ciclo económico había desaparecido. Además, hay límites a la efectividad de las políticas económicas utilizadas para dominarlo. Así, ni una baja inflación garantiza por sí sola la estabilidad económica y financiera, ni un sistema bancario sólido impedirá siempre la aparición de turbulencias financieras debidas a otras causas, ni las autoridades monetarias y reguladoras podrán desempeñar adecuadamente sus tareas si falta el necesario diálogo nacional o internacional.

La cuestión fundamental es qué va a pasar con la economía americana en el futuro próximo. Hay tres paradigmas contrapuestos. El primero contempla el lado de la oferta y podría ser llamado de la "nueva era". Subraya el creciente potencial de crecimiento americano, los elevados beneficios que justifican los altos precios

de los activos y la gran flexibilidad de los inventarios de las empresas, y pronostica en consecuencia un "aterri-zaje suave" de la economía y una recuperación en "V", esto es, rápida. El segundo contempla el lado de la demanda; es, por tanto, neokeynesiano. Afirma que, aparte de la evolución positiva de la oferta, la demanda agregada ha crecido demasiado deprisa durante demasiado tiempo, y que la reducción de esos excesos siempre ha supuesto un periodo de poco crecimiento incluso con baja inflación. El tercero examina la oferta y la demanda: el ciclo empieza con una acelerada expansión del crédito y un optimismo justificado por las nuevas tecnologías, seguido por un optimismo exagerado y un exceso de inversiones que acaba causando el colapso de los beneficios y de los precios de los activos, lo que eventualmente reduce la capacidad del sistema financiero de financiar las nuevas inversiones, causando un "aterri-zaje brusco" de la economía incluso sin que la inflación se reavive. En todo caso, la evolución en EE.UU. afectará a la de otros países más que en el pasado porque las relaciones comerciales internacionales crecen desde hace años, las inversiones directas extranjeras y, sobre todo, las fusiones y adquisiciones han reforzado el papel de las multinacionales, y la rapidez de las comunicaciones hace que los cambios en la confianza se propaguen muy deprisa con los consiguientes efectos en el consumo y la inversión. Las conexiones entre bolsas son cada vez más intensas de modo que los precios de las acciones, los rendimientos de los bonos y los *spreads* entre créditos se mueven paralelamente, siguiendo casi siempre la evolución en EE.UU. Esto hace necesario reforzar y hacer más eficaz la cooperación económica internacional. Si no se gestionan satisfactoriamente los efectos menos agradables de la globalización hay un riesgo creciente de que la evolución vaya en sentido contrario, es decir, hacia soluciones regionales e incluso hacia un proteccionismo, considerado por muchos como una opción válida.

Algunos comentaristas creen que una recuperación americana rápida e intensa es posible, si la apoyan una política fiscal y una política monetaria apropiadas, y también deseable. Posible, porque los activos de los consumidores exceden mucho de sus pasivos, y se espera que los beneficios se recuperen, aumente la inversión y la fortaleza de la economía americana siga atrayendo capitales al país. Otros comentaristas dudan que una recuperación rápida sea posible y deseable. Recalcan que los desequilibrios financieros siguen siendo grandes e incluyen un nivel históricamente alto del endeudamiento de consumidores y empresas y de la deuda exterior. Por ello sería mejor una recuperación moderada que permitiera una reducción gradual de los desequilibrios evitando un reajuste rápido posterior. Además, si se equivocan los que creen que el potencial de crecimiento no inflacionario ha aumentado gracias a la "nueva economía", una recuperación rápida causaría inflación.

El informe, con su cautela habitual, estima que una recuperación rápida de la economía americana es poco probable y no deseable. Aunque los precios de las acciones han bajado mucho desde su cumbre en marzo de 2000 todavía siguen a un nivel históricamente alto. El elevado *stock* de bienes de consumo duraderos consecuencia de 5 años de auge económico

hará que su demanda afloje. La inversión excesiva de las empresas de informática y telecomunicaciones (IT) hará que pospongan nuevas inversiones. En consecuencia, la productividad podría bajar y el paro aumentar, la confianza podría disminuir y los bancos podrían mostrarse reacios a financiar nuevas inversiones. El informe aprueba, en general, las medidas monetarias (recorte de tipos de interés) y fiscales (rebaja de impuestos) de las autoridades competentes americanas aunque constata que recientemente preocupa una posible reactivación de la inflación, reflejada en la subida de los tipos de interés a largo plazo. Una recuperación de los beneficios sería el factor básico para evitar un periodo prolongado de debilidad económica. Afortunadamente, las características de la economía americana la favorecen. El mercado laboral y los salarios son flexibles, la legislación facilita la eliminación del exceso de capacidad productiva y de deuda, el sistema financiero es sólido y el exceso de capacidad se da sobre todo en la industria de IT, donde el aparato productivo pronto se hace obsoleto y debe renovarse. Por el contrario, las características de la economía japonesa hacen difícil la recuperación. El obstáculo fundamental es el sistema político japonés y la cultura de obligaciones mutuas.

Comparados con los problemas de las economías americana y japonesa los de la eurozona parecen triviales. No hay desequilibrios financieros importantes que afecten a consumidores, empresas y gobiernos; en muchos países los mercados laborales y de productos se han hecho más eficientes gracias a medidas legales adecuadas, y se han realizado reformas para hacer más eficiente la colocación temporal. Esto no quiere decir que no se necesiten reformas adicionales: por ejemplo, los sistemas tributarios han aumentado artificialmente el coste del trabajo y la carga tributaria es excesiva. El aumento de productividad derivado de las nuevas tecnologías sólo se conseguirá plenamente cuando haya más flexibilidad en el mercado laboral y mejor adiestramiento. La necesidad de medidas en este sentido viene probada por el hecho de que a medida que avanza la expansión aumenta la falta de personal especializado, y la inflación supera el nivel fijado por el Banco Central Europeo (BCE). Este debe estar dispuesto a bajar el tipo de interés si los factores locales o globales conducen a una clara reducción de las presiones inflacionistas. Una posible causa de reducción sería una subida notable de la cotización del euro frente al dólar y al yen, que desde luego tendría implicaciones inflacionistas en EE.UU. y deflacionistas en Japón. Un argumento a favor del euro sería la creencia de que durante un periodo suficientemente largo la economía de la eurozona va a crecer más deprisa que la americana y la japonesa, al debilitarse el crecimiento en esos países. Sin embargo, la persistente debilidad del euro, a pesar de que esa suposición es cada vez más plausible, inclina a pensar que la fortaleza del dólar se debe, bien a que los mercados esperan una fuerte recuperación de la economía americana, bien a que creen que el dólar es un puerto seguro en estos tiempos turbulentos, de modo que el déficit de cuenta corriente americano continuará alto. Esto podría implicar un ajuste posterior muy brusco del tipo de cambio.

La evolución futura del dólar respecto al yen es aún más difícil de pronosticar. Parece que tanto Japón como EE.UU. están dispuestos a tolerar una deprecia-

ción del yen, con tal de que sea gradual y vaya unida a reformas estructurales en Japón que mejoren sus perspectivas de crecimiento a largo plazo. El peligro es que esa evolución se les vaya de las manos. Con importaciones japonesas a precios bajos pero creciendo a tasas muy elevadas, que están reduciendo fuertemente su superávit corriente; con tipos de interés prácticamente cero, e instituciones financieras de dudosa solvencia, no hay que descartar esa posibilidad. Si la debilidad del yen causase una subida de los tipos de interés japoneses se verían seriamente perjudicados los bancos, que tienen posiciones muy fuertes en bonos del gobierno, lo que podría afectar a la estabilidad financiera del país. Otra consecuencia negativa sería un aumento de las presiones proteccionistas en EE.UU., cuya posición comercial bilateral con Japón es una cuestión política desde hace muchos años. Y, por supuesto, no hay que ignorar el peligro de devaluaciones competitivas en Asia, que incluso podrían incluir a China. Afortunadamente, la mayoría de los países asiáticos se han hecho más resistentes a *shocks* causados por movimientos en los tipos de cambio de las monedas de los grandes países industriales, aunque todavía son vulnerables a los mismos porque el crecimiento en muchos de los países asiáticos pequeños es muy dependiente de las exportaciones, lo que necesariamente no es malo, salvo cuando, como ahora, un alto porcentaje de las mismas lo constituyen productos electrónicos destinados a EE.UU. Una desaceleración prolongada es este país, especialmente si se debe a una caída de la inversión, tendría efectos muy negativos. Además, como China está recibiendo un porcentaje cada vez mayor de los flujos de capital, los demás países asiáticos ya no pueden contar con ellos para suavizar el impacto de una reducción de sus exportaciones.

En esta situación lo normal es fomentar la demanda interna para estimular el crecimiento. Ya se han tomado medidas en ese sentido. Sin embargo, es preocupante que las posiciones fiscales de varios países asiáticos se hayan hecho más precarias, como es el caso en China, donde es preciso mejorar la administración tributaria, y sobre todo en la India. En muchos países asiáticos la indispensable reestructuración de los sistemas bancarios es incompleta, de modo que se duda si los bancos son capaces de crear el crédito necesario para financiar la expansión de la economía. La inferencia obvia es que la reestructuración debería haber sido hecha rápida y eficazmente. Como no fue así y se perdió esa oportunidad no está claro qué hay que hacer ahora. Algunos dirán que hay que reestructurar ahora porque más vale tarde que nunca. Sin embargo, en el caso de Japón hay que tener en cuenta que el momento presente es el menos apropiado que pueda imaginarse para proceder a la reestructuración.

La vulnerabilidad de los otros grandes países emergentes es de otro tipo. Los latinoamericanos están, en general, menos abiertos al comercio exterior y por lo tanto se ven menos afectados por una caída de la demanda exterior, salvo en el caso de Méjico, con un comercio muy importante y creciente con EE.UU. y con fuertes inversiones industriales americanas en busca de bajos salarios. Tampoco parece que la mayoría de los países latinoamericanos, con la excepción de Argentina, sufran mucho por la continuada fortaleza del

dólar, aunque muchos tienen fuerte déficit subyacentes de cuenta corriente. Muchos de ellos han hecho considerables progresos en la privatización y desregulación de sus economías, reduciendo la inflación a niveles soportables y creando un marco legislativo sostenible en sus políticas monetaria y fiscal. Cuanto más creíbles sean esos marcos, más seguros se sentirán los inversores extranjeros y más dispuestos estarán a aceptar políticas a corto plazo para mantener la demanda en caso de *shocks* externos. La difícil situación que atraviesa actualmente Argentina, que no ha cumplido sus propósitos de reforma fiscal y laboral, lo prueba.

En otras partes de la economía mundial, en especial en Rusia, Turquía y África, el problema básico no es los desequilibrios macroeconómicos sino las deficiencias del sistema político, legal y administrativo y de la gestión de las empresas. Sin leyes adecuadas y una judicatura independiente los derechos de propiedad no se respetan, la corrupción es endémica y el desarrollo económico es imposible. En esa situación, agravada por la falta casi total de una infraestructura financiera, el ahorro y la inversión son muy bajos y las inversiones extranjeras no aumentan. Se necesitarán años para resolver esos problemas. También son necesarios cambios estructurales en los países de Europa central y oriental y del Medio Oriente.

En toda legislación y regulación financieras una mayor seguridad supone menos eficiencia y recíprocamente. Así, los sistemas más orientados al mercado son más eficaces para proveer el capital necesario para innovaciones que aumenten la productividad, pero pueden ofertar demasiado crédito que financiaría proyectos dudosos e intensificaría artificialmente la competencia, con la consiguiente tendencia a que aumenten los morosos e incobrables con los peligros consiguientes para la fortaleza del sistema financiero. Las políticas para asegurar la estabilidad financiera tienen, pues, que compaginar el beneficio de un mayor crecimiento secular con el coste de unos ciclos económicos más violentos. Respecto a la seguridad del sistema financiero mundial hay que recordar que aquél ha experimentado un largo periodo de desregulación y consolidación que lo ha hecho más globalizado, interconectado y rápido que nunca. La pregunta inevitable es: dado que la larga fase de expansión actual ha supuesto un crecimiento muy rápido del crédito y altos precios de los activos, ¿podría una desaceleración de la economía hacer patentes debilidades del sistema financiero que aumentarían las oscilaciones del ciclo?

Los optimistas lo creen poco probable. Los precios excesivos de la propiedad inmueble han sido una causa muy importante de fragilidad financiera en el pasado, pero ahora han subido de forma más moderada; los tipos de interés ya empezaron a subir a mediados de 1999 y desde entonces la caída de los precios de las acciones ha rebajado su evaluación mundial en 10 billones de dólares, un tercio del PIB mundial; los *spreads* entre créditos han aumentado notablemente y en muchos casos son hoy más altos que a finales de los años 80; y los estándares crediticios se han endurecido mundialmente. Ahora bien, a pesar de la duración e intensidad de esos *shocks* los mercados financieros

han seguido funcionando satisfactoriamente y no hay señales significativas de dificultades financieras.

Los pesimistas no están de acuerdo con ese diagnóstico. La desaceleración actual es muy reciente y mucho depende de lo que vaya a pasar en el futuro próximo. Además, aunque la exposición de las instituciones financieras en países (Argentina, Turquía) o industrias (las de IT) en dificultades parece manejable, las exposiciones conjuntas necesitarían un examen más cuidadoso. Habría que ver si se ha prestado la atención debida al hecho de que los riesgos crediticios, de mercado y de liquidez tienden a moverse simultáneamente en periodos de estrés. Afortunadamente, los supervisores se dan cuenta de esas interacciones, se han hecho más vigilantes y están más dispuestos a preguntarse: ¿y si ocurre que...?

Respecto a las recientes tendencias en los mercados financieros con posibles implicaciones para la estabilidad financiera, quizá la más importante es el rápido crecimiento de técnicas nuevas para transferir riesgos de crédito. Además, al desarrollarse los mercados de liquidez, los participantes podrán fijar mejor el precio apropiado para cada riesgo de crédito. Esto será un beneficio enorme, quizás revolucionario. Por otra parte, ciertos aspectos de esta evolución son preocupantes. Las transferencias de riesgos pueden hacer menos transparente su distribución dentro del sistema y lo mismo pueden dispersar el riesgo que concentrarlo. Otra consecuencia es que las compañías de seguros cada vez participarán más en esas transacciones, lo que no debe sorprender, ya que la mayoría de los instrumentos de transferencia de riesgos son similares a las pólizas de seguro. Esto implica la necesidad de una colaboración más estrecha entre los supervisores de la banca y los de seguros para asegurar que los riesgos se calibren correctamente.

## 5. Perspectivas económicas de los países candidatos a la entrada en la Unión Europea (UE).

El informe de referencia preparado por la Comisión Europea cubre los países excomunistas (los bálticos, Polonia, República Checa, Eslovaquia, Hungría, Eslovenia, Rumania y Bulgaria) y los mediterráneos candidatos (Malta, Chipre y Turquía). A pesar de un entorno internacional algo más débil, el crecimiento global del grupo en 2000 fue algo superior al pronóstico optimista del pasado otoño, salvo en Polonia, donde a partir del tercer trimestre flaqueó notablemente el crecimiento de la demanda interna porque la subida de los tipos de interés redujo el consumo privado y la formación bruta de capital; aun así, el crecimiento polaco fue de un 4,2 por 100, gracias al progreso de las exportaciones. Excepto en Turquía, en plena crisis financiera y bancaria desde el pasado noviembre, por primera vez desde que empezó la transición en todos los países del grupo el PIB creció en 2000. El crecimiento fue moderado (menos del 4 por 100) en Lituania, República Checa, Eslovaquia y Rumania, bien porque estaban recuperándose de una recesión o bien por políticas de austeridad para reducir sus desequilibrios fiscales o de comercio exterior. El crecimiento más fuerte se registró

en Estonia, Letonia, Hungría, Bulgaria y Turquía. La aceleración del crecimiento se debió sobre todo al rápido aumento de las exportaciones del grupo, que subieron un 18 por 100, 16 puntos por encima de la cifra de 1999. Ese tirón de las exportaciones se debió sobre todo a la buena situación económica de la Unión Europea y a la mejora en la economía rusa. Por el contrario, la demanda interna agregada creció muy poco, del 1,9 por 100 en 1999 al 2 por 100 en 2000. El único componente dinámico de la misma fue la inversión. El resultado fue que el crecimiento de las importaciones fue notablemente menor que el de las exportaciones.

En los últimos meses el entorno exterior ha empeorado a causa de la desaceleración de la economía americana; no obstante, las consecuencias negativas para el grupo probablemente serán limitadas. El comercio del grupo con EE.UU. y las inversiones procedentes de ese país no son demasiado importantes y sus efectos negativos sólo se dejan sentir a través de su efecto en la UE, que se ha convertido en el país clave para la evolución de los candidatos. Sin embargo, la desaceleración económica parece que va a ser más importante en los países miembros de la UE que más comercian con los candidatos, es decir, Alemania, Austria e Italia. Aunque el crecimiento económico ruso se ha desacelerado notablemente continúa lo suficientemente fuerte para crear nuevas oportunidades de crecimiento para los países candidatos. Aunque el crecimiento de las exportaciones de los países excomunistas será menos intenso en 2001–2002, seguirá siendo fuerte. Ha sido revisado al alza desde la previsión del pasado otoño. Por el contrario, su crecimiento económico ha sido revisado ligeramente hacia abajo porque el crecimiento más débil de la UE resultará en una desaceleración del aumento de la demanda exterior. Aún así, el PIB agregado continuará creciendo un 4 por 100 o más en 2001–2002 a causa de la aceleración de la demanda interna agregada. La inversión se acelerará gracias al alto crecimiento de la productividad y a las mejoras en el nivel de beneficios. Además, se estima que el consumo privado se acelerará a causa de un ligero crecimiento de los salarios reales y un aumento del empleo. Un factor adicional de crecimiento es que Lituania, la República Checa, Eslovaquia y Bulgaria están recogiendo los frutos de las reformas estructurales realizadas; podrían alcanzar los crecimientos de la mayoría de los candidatos en los últimos años.

A causa de la subida de precios del petróleo y de la debilidad del euro, en 2000 la inflación se aceleró de nuevo en todos los candidatos, pero se desacelerará en 2001–2002 al bajar el precio del petróleo. La situación laboral varía mucho entre países: continúan los despidos, debidos a la reestructuración de empresas estatales, en Lituania, Eslovaquia y Bulgaria, pero aumenta el empleo en Hungría, Eslovenia, Malta y Chipre. Los déficit exteriores de cuenta corriente, hoy alrededor del 5 por 100 del PIB, sólo podrán sostenerse si los candidatos son capaces de atraer capital a largo plazo, en especial inversiones directas extranjeras. Contrariamente a lo que se esperaba, el déficit público medio de los países excomunistas aumentará medio punto en 2001–2002, llegando a cerca del 4 por 100, por culpa sobre todo del elevado déficit checo (casi un 10 por 100), reflejando los costes de la reestructuración ban-

caria y de empresas estatales. Por el contrario, bajará moderadamente en el resto de los países excomunistas, aun siguiendo relativamente alto.

## 6. Informe del Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

El Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD) fue creado para ayudar a la antigua Unión Soviética y sus satélites en la transición de un sistema de planificación central marxista-leninista a uno de economía de mercado. Después de una primera época difícil bajo la dirección del controvertido Jacques Attali, protegido del presidente Mitterand, el BERD ha conseguido una buena reputación bajo sus sucesores. El informe describe sus actividades en 2000 y la situación económica de los países a los que ayuda. Se felicita, con razón, de haber superado sus dificultades anteriores, de que en 2000 el crecimiento económico de los países en que actúa haya sido el más alto desde que empezó la transición hacia una economía de mercado, de que se haya aprobado un gasto de 2,7 millardos de euros (24 por 100 más que en 1999), de los que se desembolsaron 1,5, la mayor parte en Rusia, Polonia, Croacia y Rumania, y de que su balance muestra beneficios por primera vez después de la crisis rusa de 1998.

El BERD dedica su actividad especialmente a la financiación de proyectos del sector privado, teniendo en cuenta los progresos del país receptor en la reforma política y económica. Sus prioridades son también crear instituciones financieras sólidas, fomentar la creación de pequeñas y medianas empresas, cooperar a la financiación de la mejora de infraestructuras y financiar con otros inversores estratégicos la reestructuración de grandes empresas estatales como acerías, químicas y textiles.

Lo más importante del informe es la evaluación que hace de los progresos de los países a su cargo en su transición hacia una economía de mercado. El año 2000 representó un importante avance en la estabilización económica y política de Rusia, facilitado por el fuerte aumento del precio del petróleo, el impacto continuado de la fuerte devaluación del rublo en 1998 y los esfuerzos del gobierno para recuperarse de la crisis financiera de ese año. El BERD ayudó a esa recuperación aprobando un gasto de 579 millones de euros, un 22 por 100 del total, frente al 10 por 100 de 1999, dedicado especialmente a fomentar la creación y el buen funcionamiento de las pequeñas y medianas empresas, el desarrollo de infraestructuras, intermediarios financieros, inversiones directas extranjeras (IDE) y mejoras en la gestión de grandes empresas. En la mayoría de los países sucesores de la Unión Soviética, hoy Unión de Estados Independientes UEI, el crecimiento aumentó gracias a mayores exportaciones favorecidas por la devaluación del rublo y a un aumento de la inversión, pero el BERD advierte: "esta mejora en la competitividad exterior no durará si no continúa la reforma estructural y el rigor fiscal". En Rusia ha habido alguna mejora en la gestión y reestructuración de las empresas, aunque ha aflojado algo a fines de 2000 por culpa de la resistencia de grupos de intereses establecidos.

Rusia necesita avanzar en la reforma de áreas críticas como sistema judicial, administraciones públicas, disciplina de pagos en la infraestructura y reestructuración de los bancos. La fuga de capitales continúa siendo muy elevada, y aunque bajó algo a principios de 2000 luego volvió a subir a una media de 2 millardos de dólares al mes. Los países candidatos a la entrada en la Unión Europea (UE) (los bálticos y los de Europa Oriental) se beneficiaron de la robustez de la economía de la UE y de un aumento de las IDE en anticipación a la entrada en la UE. Las IDE en los países ayudados por el BERD ascendieron a 26 millardos de dólares en 2000, la mayoría en los países que más han progre-

sado en la transición. Gracias a las mejoras en la economía, los ingresos reales de las familias han aumentado en toda la región, especialmente en Rusia donde el salario real ha aumentado más del 20 por 100 en 2000. Para que este progreso continúe es preciso que la productividad siga aumentando, lo que supondrá un coste derivado del ajuste de las antiguas e ineficientes empresas estatales. Por otra parte, las mejoras económicas en toda la región están teniendo lugar en un trasfondo de graves problemas sociales que exigirán la atención preferente de los gobiernos en los años venideros. Por último, Yugoslavia (hoy sólo Serbia y Montenegro) ha empezado a recibir ayuda del BERD.