

## 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 informes:

1. Pronósticos de primavera de la Comisión Europea.
2. Perspectivas económicas de la OCDE.
3. Pronósticos de primavera del Fondo Monetario Internacional.
4. Pronósticos de primavera de los Seis Institutos Alemanes.

### 1. PRONÓSTICOS DE PRIMAVERA DE LA COMISIÓN EUROPEA

La Comisión Europea (CE) se muestra pesimista. Sus pronósticos aparecieron cuando se daba por seguro que EE.UU. atacaría a Iraq. Hace hincapié en que no sólo la perspectiva de una guerra en aquel entonces inmediata apoya ese pesimismo, sino que los datos fundamentales de la economía lo justifican también. Dejemos hablar a la Comisión: "La Eurozona y la economía de la Unión Europea (UE) acabaron el año 2002 en un clima de notable debilidad, debida a incertidumbres globales y a persistentes rigideces estructurales que reducen su capacidad de hacer frente a *shocks*. Se estima que esa debilidad continuará en la primera mitad de 2003. Si disminuyen las tensiones geopolíticas antes del verano, la vuelta de la confianza y precios del crudo más bajos causarán una recuperación en la segunda mitad del año. Sin embargo, una recuperación vigorosa es poco probable porque el aumento del paro dificulta la subida del consumo, la continuada baja de las bolsas afecta a los balances de las empresas, y los precios del petróleo continúan causando la inflación. Por ello, probablemente el crecimiento seguirá siendo decepcionante un tercer año consecutivo: sólo un 1 por 100 en la Eurozona y un 1,3 por 100 en la UE en 2003. Se espera que suba a un 2,3-2,4 por 100 en la Eurozona y en el total de la UE en 2004, gracias a la creación de empleo, a la recuperación de la inversión y a un

entorno internacional más favorable. Sin embargo, dado el alto nivel de incertidumbre, es posible que la esperada aceleración del crecimiento se retrase".

En el momento presente, la incertidumbre es especialmente elevada, dependiendo de factores externos. La CE supone que las tensiones geopolíticas derivadas de la guerra en Iraq se habrán calmado a mitad de año, normalizándose las relaciones internacionales, aumentando la confianza y bajando el precio del petróleo.

Los precios de las acciones han bajado un 60 por 100 desde su máximo en la primavera de 2000, una caída cuyas rapidez y cuantía son comparables a las de la crisis de 1929. Esa baja ha reducido el patrimonio de las familias y deteriorado los balances de las empresas e instituciones financieras, por lo que el crecimiento será débil en el futuro próximo. Las tensiones internacionales han hecho que el comercio mundial haya crecido poco en 2002, después de una reducción del 0,5 por 100 en 2001, la mayor caída desde 1982-83. Aunque se estima que crecerá un 5,4 por 100 en 2003, probablemente eso no baste para que sea el motor de la recuperación. El crecimiento mundial en 2003 ha sido rebajado a un 3,2 por 100, es decir, casi el mismo que en 2002. Su recuperación no es equilibrada, como muestra el crecimiento de los déficit gubernamentales y de cuenta corriente.

Para EE.UU. se espera una modesta recuperación, que continuará gracias al estímulo monetario y fiscal y al crecimiento de la productividad, estimándose un crecimiento del PIB de alrededor del 2,4 por 100 en 2003 y 2004, crecimiento que seguirá siendo inferior a su potencial, debido al necesario ajuste de los balances de las familias, a la persistencia de la infrautilización de la capacidad productiva y al déficit de la balanza exterior. El déficit presupuestario crecerá hasta un 4,8 por 100 del PIB en 2003 y el de cuenta corriente hasta un 6,1 por 100. En Japón, las perspectivas siguen siendo lúgubres y el déficit gubernamental podría subir hasta un 7 por 100 del PIB. Por el contrario, en el resto de Asia el crecimiento sigue boyante a pesar de la debilidad de los mercados de exportación de la región. Después de su estancamiento en 2002, Latinoamérica se recuperará moderadamente gracias a la depreciación de sus monedas, a la recuperación de la economía mundial y a la resolución gradual de las crisis financieras que afectan a varios países de la región. El crecimiento en los países que entrarán en la UE el 1 de mayo de 2004 seguirá siendo fuerte a pesar de la actual debilidad de la economía de la UE, gracias a la robustez de sus demandas interiores y a los cambios estructurales que experimentan.

La Eurozona sólo creció un 0,6 por 100 en 2002, y su crecimiento se debilitó en la segunda mitad del año, pasando al 0,2 por 100 el último trimestre desde el 0,4 por 100 del trimestre anterior. El consumo privado no aumentó; la inversión, que venía experimentando reducciones desde un año y medio atrás, dejó de bajar el último trimestre, pero aun así se redujo en un 2,3 por 100 en 2002; la confianza de los consumidores siguió bajando al principio del presente año hasta llegar al nivel de septiembre de 1992, cuando comenzó la recesión en la UE; la confianza de los empresarios continúa a un nivel superior al de una recesión y la producción industrial y el comercio al por menor, aunque siguen débiles, se han recuperado algo de su dramática caída a fines de 2002. En su conjunto, estos indicadores sugieren que el crecimiento seguirá siendo débil en la primera mitad de este año pero que es poco probable que tenga lugar una recesión en el conjunto de la UE. Sólo en Alemania bajará el PIB en el segundo trimestre de este año. Se espera que las tensiones geopolíticas se reduzcan en la segunda mitad de 2003, permitiendo la recuperación de la economía, pero aun así se estima que el crecimiento de la Eurozona será sólo de un 1 por 100 en 2003 y un 2,4 por 100 en 2004 (1,3 y 2,4, respectivamente, en la UE).

Después de la disminución del año pasado, la inversión subirá sólo un 0,3 por 100 en 2003 en la Eurozona porque la demanda seguirá débil, lo mismo que los balances de las empresas. Por otra parte, es necesario reparar la capacidad productiva depreciada. Además, las condiciones financieras han mejorado (tipos de interés más bajos y *spreads* más reducidos), lo mismo que la productividad, pero esto último se ha conseguido en parte con más despidos. Se espera que la demanda de los consumidores suba un 1,2 por 100 en la Eurozona en 2003 si se recupera la confianza, cuyo bajo nivel en trimestres anteriores ha hecho que los consumidores pospusiesen sus compras. Por otra parte, el aumento del paro probablemente reducirá el consumo de las familias. El comercio mundial se recuperará pero los exportadores de la Eurozona perderán cuota de mercado debido a la apreciación del euro. Por otra parte, la subida del euro reduce la inflación en la Eurozona, aumentando pues la renta disponible real.

Al principio de la presente fase de lento crecimiento, el empleo aguantó muy bien y el aumento del paro fue limitado, gracias al alto porcentaje de empleo en el sector servicios, que es más estable, a la posibilidad de reducir horas trabajadas en vez de puestos de trabajo derivada de contratos más flexibles, y a cierta resistencia de las empresas a despedir trabajadores porque esperaban que la recesión acabaría pronto. Sin embargo, parece que esa resistencia se está debilitando. Se estima que en 2003 desaparecerán 100.000 empleos (netos) en la Eurozona, la primera baja desde 1994, y que el paro aumentará hasta un 8,8 por 100 (8 por 100 en la UE). Como la recuperación va a ser débil, también lo será la creación de empleo el próximo año, menor que el aumento de la fuerza de trabajo, de modo que el paro continuará aumentando, con 1,4 millones de parados más en 2003-04.

A pesar de la debilidad económica, la inflación bajará poco en 2003, sólo hasta el 2,1 por 100, desde el 2,2 por 100 de 2002, y no se situará por debajo del 2

por 100 hasta 2004. Los altos precios del crudo y el aumento de los impuestos indirectos han hecho que la inflación baje poco, ya que es necesario que pase cierto tiempo para que la apreciación del euro y la baja en los costes unitarios ejerzan una presión a la baja sobre los precios. En algunos países la inflación continúa muy baja debido a la intensidad de la desaceleración, lo que ha causado fuertes diferencias en la inflación entre los países de la Eurozona.

El déficit gubernamental general —incluyendo los de las regiones y los municipios— ha aumentado notablemente en 2002, hasta un 2,2 por 100 del PIB en la Eurozona (1,9 por 100 en la UE). El déficit francés ha sido revisado al alza hasta un 3,4 por 100 del PIB, y el portugués lo ha sido a la baja, situándolo por debajo del 3 por 100. El déficit alemán también ha sido revisado a la baja hasta un 3,6 por 100 del PIB. Resultados mejores que los esperados se han constatado en Irlanda (equilibrio), Austria (déficit menor) y Finlandia (un superávit mayor); y peores que los esperados en el Reino Unido y en Holanda. En la Eurozona, el deterioro del déficit gubernamental general seguirá limitado a un 2,5 por 100 del PIB en 2003 (2,3 por 100 en la UE), a pesar de la continuación de la debilidad económica, ya que algunos países miembros se proponen limitar el efecto de los estabilizadores automáticos sobre el déficit. Estos países son Alemania, Irlanda y Holanda, que reducirán sus déficit ajustados cíclicamente en al menos un 0,5 por 100 del PIB. Italia se esfuerza menos. Sólo Alemania sigue con un déficit superior al 3 por 100. El déficit cíclicamente ajustado del Reino Unido se aleja aún más del equilibrio. En Francia y Portugal sigue siendo alto y el déficit sin ajustar excede del 3 por 100, aunque en Portugal el gobierno planea tomar medidas para evitarlo. En Grecia, por su parte, el déficit ajustado es grande.

Los pronósticos de la CE sobre los déficit públicos de los países miembros en 2004 parten de la base de que la política fiscal del país en cuestión no cambie. Según ellos, Francia, Italia y Portugal tendrán un déficit por encima del 3 por 100 y otros tres (Alemania, Reino Unido y Holanda) estarán en peligro de que eso ocurra. Hay que tener presente que esos pronósticos están sometidos a un fuerte grado de incertidumbre y que es posible que pequen de demasiado optimistas.

La situación económica es frágil, tanto en la UE como en el mundo entero, lo que hace que la economía sea más vulnerable a posibles *shocks*. Tres hechos son especialmente preocupantes: 1) la debilidad de la confianza; 2) déficit crecientes presupuestarios y de cuenta corriente, y 3) la continuada baja de las bolsas y su impacto en los balances de familias y empresas. En el peor de los escenarios posibles la guerra podría ser larga, los precios del crudo seguirían altos, se producirían bajas en los viajes internacionales y en las inversiones directas extranjeras y el comercio internacional, y tendría lugar un deterioro de la confianza que afectaría a la producción y al consumo. En tal caso, las economías de la Eurozona y de la UE podrían estancarse y no volver a crecer hasta bien entrado el año 2004.

Entre las recomendaciones de la CE a los países miembros, citaremos las siguientes: Alemania ha infringido el Pacto de estabilidad y crecimiento y debe reba-

jar su déficit público ajustado cíclicamente un 1 por 100 al año entre el fin de 2003 y 2005. Debe también reformar su mercado de trabajo, demasiado regulado, y sus sistemas sanitarios y de pensiones, que son demasiado caros.

Francia tampoco ha respetado el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Debe, pues, reducir rápidamente su déficit público, que podría infringir el Pacto durante tres años consecutivos si no se actúa con la energía necesaria. Debería cumplirlo en 2004. La CE dice que "se deben tomar pronto medidas presupuestarias penosas porque la carga causada por el envejecimiento de la población crecerá rápidamente a partir de 2005".

Italia tampoco ha respetado el Pacto y debe consolidar rápidamente su presupuesto. Su situación económica es preocupante debido al envejecimiento de la población, a la elevada carga de las pensiones de vejez e invalidez y a una deuda pública superior al 100 por 100 del PIB, la más alta de la UE. La CE acusa al gobierno italiano de tomar "medidas transitorias" para que el déficit parezca menor de lo que es en realidad y le insta a tomar "medidas fundamentales" para reducirlo. Le recuerda que debe conseguir superávit de un 5 por 100 del PIB durante largo tiempo para hacer frente al envejecimiento de la población.

Aunque el Reino Unido ha capeado bien la desaceleración mundial, la CE teme que su situación económica puede empeorar rápidamente si la confianza de los consumidores se hunde. Es preocupante también su baja productividad, debida en parte a una formación profesional insuficiente. La CE urge al gobierno a que haga frente al problema del elevado porcentaje de personas en edad de trabajar que pide subsidios de vejez o de enfermedad y a que mejore sus servicios públicos.

Respecto a España, la CE es optimista. Cree que el crecimiento llegará a un 3 por 100 en 2004, utilizándose plenamente la capacidad productiva. Una demanda interna relativamente fuerte ha hecho que España crezca más que las grandes economías europeas. Se espera que el consumo privado se refuerce en 2003 gracias a una menor presión tributaria y una continuada creación de empleo, y que la reforma del IRPF haga aumentar el ahorro familiar. La inversión, que se debilitó fuertemente en 2002, se recuperará en 2003 gracias a inversiones en equipo derivadas de mejores perspectivas de las empresas. Tanto las exportaciones como las importaciones experimentarán una fuerte contracción en la primera mitad de 2003, pero luego se recuperarán. En su conjunto, la contribución del balance exterior al crecimiento del PIB será negativa. El empleo aumentará un 1 por 100 en 2003 y un 1,5 por 100 al fin de 2004. A pesar de ese crecimiento relativamente bajo, el aumento del paro en 2003 será limitado y durará poco, con una media anual de algo más del 11,5 por 100, situándose algo por debajo de esa cifra a finales de 2004. Gracias al aumento de la productividad, en 2002 los costes laborales unitarios subieron sólo un poco más del 3 por 100, es decir, menos que la inflación, a pesar de que los salarios subieron un 4 por 100. La inflación total excederá del 3 por 100 en 2003 pero bajará hasta un poco más de 2,5 por 100 en 2004 si continúa la moderación salarial. En con-

secuencia, la inflación subyacente se desacelerará en 2003 y 2004. Los costes laborales unitarios subirán menos en 2003 que en el año precedente, gracias al aumento de la productividad, lo que se traducirá en una disminución de los costes unitarios reales. Se espera que esa tendencia continúe en 2004, lo mismo que la moderación salarial.

El déficit por cuenta corriente seguirá siendo de alrededor de un 2,5 por 100 del PIB en 2003 y 2004, al mejorar en esos años la relación real de intercambio. En 2003, el crecimiento de los ingresos públicos se moderará a causa de la reforma del IRPF, subiendo el déficit público a un 0,4 por 100 del PIB. Sin embargo, a causa de la transferencia a las autonomías y los municipios de mayores facultades de gasto este pronóstico es bastante incierto. Si la política fiscal no cambia, el presupuesto público arrojará un déficit muy pequeño en 2004, más o menos de acuerdo con el programa de estabilidad del gobierno. La *ratio* deuda pública/PIB seguirá por debajo del 60 por 100, con una tendencia a la baja que hará que descienda hasta un 50 por 100 en 2004.

Por lo que respecta a los demás países miembros, el déficit público holandés empeorará considerablemente, mientras que los correspondientes a Grecia e Irlanda serán los que más crezcan, un 3,6 y un 3,3 por 100, respectivamente.

Los 10 países candidatos a entrar en la UE crecerán como media un 3,1 por 100 de sus PIB respectivos, mucho más que los países miembros. Una fuerte entrada de ayuda comunitaria en los próximos años les ayudará a mantener este nivel de crecimiento, que desde luego parte de un nivel muy bajo. Por otra parte, perderán puestos de trabajo debido a la reestructuración de sus empresas estatales, pérdida que se verá compensada por una mayor creación de empleo.

## 2. PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LA OCDE

En los últimos seis meses el crecimiento en la OCDE ha sido decepcionante. En EE.UU., la recuperación todavía es frágil y algo más débil de lo que se esperaba; en la Eurozona, el crecimiento, ya bastante modesto, pronosticado por la OCDE hace seis meses, se ha incumplido por un amplio margen; en Japón, la volatilidad de las exportaciones y de la inversión no ha sido capaz de producir una recuperación. Esta nueva oleada de debilidad se debe a numerosas causas cuya relativa importancia es difícil de cuantificar. Muchas de ellas son geopolíticas o psicológicas, tales como preocupación ante una posible subida del precio del petróleo, ansiedad por la guerra de Iraq, miedo al terrorismo y a las epidemias, falta de confianza en los gerentes de las grandes empresas. Sin embargo, a pesar de su innegable presencia, esas causas de turbulencia no deben hacer olvidar algunas cuestiones económicas importantes que determinarán la futura recuperación mundial. Desde luego, es evidente que la reconstrucción de la economía iraquí y los progresos para que el mundo se haga más seguro ayudarán a la recuperación, pero ésta sólo se afianzará si revive el impulso

económico subyacente. Ese impulso dependerá, a su vez, del grado en que las economías de la OCDE hayan eliminado sus desequilibrios anteriores (exceso de inversiones, cotizaciones demasiado altas de las acciones, balanzas exteriores y balances de las empresas insostenibles) y del apoyo que las den unas políticas económicas acertadas.

A pesar de que la incertidumbre continúa y de la presente debilidad de la actividad económica, la OCDE cree probable una recuperación mundial progresiva pero nada espectacular. Aunque no se puede descartar totalmente una recaída, la OCDE la cree poco probable.

Este escenario, no muy estimulante pero nada catastrófico, se basa en una cuidadosa evaluación de los peligros que lo acechan. En el terreno geopolítico, el más grave ha desaparecido: gracias a la finalización de la guerra de Iraq y a la recuperada seguridad de los pozos de petróleo iraquíes, ha bajado el peligro de que una nueva crisis del petróleo cause una recesión mundial. Sin embargo, la opinión, difusa pero muy extendida, de que el entorno económico sigue siendo inseguro puede prevalecer durante algún tiempo, prolongando la resistencia a invertir y a gastar en productos de consumo duraderos.

En el frente económico, algunos de los obstáculos a la recuperación están desapareciendo progresivamente, especialmente en el terreno de las inversiones de las empresas. En EE.UU., el exceso de capital productivo se ha eliminado casi por completo y la inversión se ha estabilizado, desapareciendo así una enorme contribución negativa al crecimiento. Por ello, el gasto de las empresas está ahora en mejor posición para reemplazar al de los consumidores como motor principal del crecimiento. En Europa, se estima que los inventarios son escasos y su recuperación puede jugar un papel importante en el relanzamiento de la economía. Además, las condiciones fiscales y monetarias en la OCDE son lo suficientemente acomodaticias para apoyar una recuperación incipiente. No obstante, pasará algún tiempo hasta que la demanda de las familias se acelere porque los asalariados siguen preocupados por la posibilidad de desarrollos negativos en el mercado de trabajo y los propietarios de viviendas, especialmente en el Reino Unido y en EE.UU., pueden encontrarse ante una caída del precio de sus viviendas, ya que, en opinión de la mayoría de los expertos, las enormes subidas de precios de los últimos años deberían corregirse antes de que pase mucho tiempo.

La reestructuración —inevitable— de los débiles balances actuales, resultado de la excesiva inversión en los últimos años, puede también debilitar la recuperación, no sólo en el caso de los balances de las familias en EE.UU. y el Reino Unido, sino también en los de las empresas en el resto de Europa, cuyos beneficios tardan en recuperarse y cuyo endeudamiento ha alcanzado niveles muy elevados. Un ejemplo muy notable de apalancamiento excesivo viene dado por el sector de telecomunicaciones, siendo aquél una de las causas de sus presentes dificultades. De todos modos, esas dificultades del sector no deben ser una excusa para aplazar o hacer más lentas las indispensables re-

formas o para retrasar la implantación de una mayor apertura en los mercados de telecomunicaciones.

Además del caso del sector de telecomunicaciones, otro de los retos con que se enfrentan los responsables de la política económica es la necesidad de proseguir sin vacilación la implantación de las reformas económicas necesarias sin esperar a que se materialice una recuperación plena. Se debe aplicar una estrategia doble: de una parte, las autoridades monetarias deben estar dispuestas a intervenir a corto plazo para apoyar la actividad económica si la recuperación flaquea; y de otra, deben actuar de modo que los agentes económicos se den cuenta de que la autoridad no pierde de vista sus objetivos a largo plazo, consiguiendo así que se restablezca la confianza.

Respecto a la política macroeconómica, parece que la política fiscal poco puede hacer aparte de permitir la plena efectividad de los estabilizadores automáticos. En el conjunto de la OCDE, el déficit público total llegará en 2003 al 3,5 por 100 del PIB. Este notable empeoramiento se debe a la debilidad cíclica de los ingresos fiscales, pero refleja también un serio deterioro de la posición subyacente de las finanzas públicas que exigirá tiempo y esfuerzo para corregirlo. Esta caída en una situación de déficit grandes y duraderos es aún más preocupante ya que en muchos países los futuros déficit resultado del envejecimiento de la población serán abultados por culpa de la lentitud en poner en vigor las reformas indispensables en los sistemas de pensiones y de seguro de enfermedad. Varios países no tienen más remedio que empezar enseguida a consolidar sus posiciones fiscales. Unas políticas fiscales prudentes son también esenciales en las políticas de estabilización para evitar subidas prematuras de los tipos de interés a largo plazo.

En esta situación, la política monetaria es la más apropiada para favorecer la recuperación. En EE.UU. las condiciones monetarias son apropiadas a la situación de la coyuntura, pero en la Eurozona parece que debieran ser más permisivas, ya que el crecimiento de su PIB seguirá por debajo de su potencial en los próximos trimestres y la inflación subyacente se está desacelerando. En Japón, sería conveniente un aumento de la liquidez más agresivo, combinado con una reestructuración decisiva del sector financiero.

En muchos países de la OCDE la clave para recuperar impulso económico debe ser una firme decisión de proceder a la realización de las reformas económicas necesarias, especialmente en los países miembros europeos más grandes y en Japón, que en los años 80 cesaron de aproximarse a los EE.UU. en términos de renta per cápita y en los 90 aumentaron su diferencia al respecto con EE.UU. por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial.

Las mismas reformas que hacen que el PIB aumente a medio plazo pueden también, a corto plazo, aumentar la capacidad de resistencia de las economías a *shocks* coyunturales. Puede que no sea una simple coincidencia el que, como muestra este informe, los países que han aumentado su PIB más deprisa en la pasada década son los que han soportado mejor los *shocks*, mientras que los que han crecido

menos a largo plazo son también los que se han separado más de la tendencia general al crecimiento en los últimos tres años.

En muchos países, con el fin de que los agentes económicos tengan confianza en la evolución a largo plazo de la economía, es necesario definir y aplicar un proyecto ambicioso encaminado a aumentar el ritmo de crecimiento. Sus objetivos cubrirán desde una mejora en la calidad de los gerentes de las empresas en EE.UU., hasta un aumento de la productividad en Europa y en Japón. En Alemania, cuyas debilidades estructurales están dificultando una recuperación vigorosa, se está discutiendo un plan ambicioso de reforma de los mercados de trabajo y de la seguridad social que, de llevarse a cabo en toda su extensión, ayudará a restaurar el pleno crecimiento de la economía.

En el presente período de dificultades diplomáticas entre los países de la OCDE, en concreto, las diferencias entre EE.UU., de un parte, y Francia y Alemania, de otra, respecto a la guerra de Iraq, y de pérdida de confianza en la política internacional, resulta de gran importancia que progresen las negociaciones sobre comercio e inversiones internacionales preparatorias para la reunión de Doha. Es esencial para la prosperidad del mundo entero que continúen los esfuerzos para mantener y reforzar la integración económica internacional. Investigaciones empíricas recientes llevadas a cabo por los economistas de la OCDE muestran que la inversión directa extranjera podría aumentar si mejorase la legislación que la regula. Desde luego, es fundamental conservar el sistema económico mundial mejorando la seguridad, pero es igualmente importante tomar medidas proactivas para facilitar los flujos de capital y de los conocimientos y técnicas que lleva consigo.

### 3. PRONÓSTICOS DE PRIMAVERA DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Fondo Monetario Internacional (FMI) es decididamente pesimista: estima que la recuperación económica global seguirá siendo lenta y vacilante y dependerá demasiado de los EE.UU. Hay un serio peligro de que la economía global se debilite de nuevo. El FMI rebaja su pronóstico de crecimiento mundial en medio punto hasta un 3,2 por 100, casi el mismo que el 3 por 100 del año pasado. Análogamente, rebaja el pronóstico sobre el crecimiento de la Eurozona en más de medio punto, hasta un 1,1 por 100, dada la elevada deuda de las empresas, las malas perspectivas de inversión y, sobre todo, la fuerte reducción —1,5 por 100— prevista para el crecimiento alemán. Y lo que es peor, cree posible que el crecimiento sea aún menor que el pronosticado.

El FMI no es el único que es pesimista; los gobiernos y las instituciones económicas también han revisado a la baja sus pronósticos reforzando la preocupación de que la debilidad económica continúe después del fin de la guerra de Iraq. El economista jefe del FMI, Ken Rogoff, al presentar los pronósticos, dijo que no sólo la guerra sino que también las consecuencias de

la caída de las acciones, el riesgo creciente de una burbuja de precios de los inmuebles y unos déficit de cuenta corriente claramente insostenibles representan un serio peligro para el crecimiento. Los mayores riesgos geopolíticos derivados de los atentados del 11 de septiembre de 2001 podrían continuar durante décadas. La preocupación por la seguridad, que puede afectar al comercio y a la emigración, podría rebajar un cuarto de punto la tasa "normal" de crecimiento de un 4 por 100.

El FMI recomienda a los bancos centrales que mejoren sus estrategias de comunicación para eliminar el riesgo de deflación, ya que esa mejora podría ser tan eficaz como continuar bajando los tipos de interés. La Reserva Federal y el Banco de Japón deben considerar la posibilidad de adoptar objetivos numéricos de inflación, y adoptar este último una política monetaria aún más permisiva que la actual y completarla con una reestructuración de los bancos y de las grandes empresas. El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, debería cambiar su objetivo actual (un máximo de inflación del 2 por 100) por un objetivo simétrico del 2,5 por 100, y considerar también la posibilidad de bajar los tipos de interés. Rogoff criticó los planes de la administración estadounidense de rebajar los impuestos diciendo que no era éste el momento oportuno y que a medio plazo pueden hacer que suban los tipos de interés y el déficit público.

El FMI rebaja su pronóstico de crecimiento en EE.UU. en 0,4 puntos, dejándolo en el 2,2 por 100, y estima que sólo saldrá gradualmente de su actual debilidad, a pesar del continuado crecimiento de la productividad. Para el FMI el crecimiento de la Eurozona ha sido especialmente decepcionante: "los indicadores sugieren que la recuperación seguirá débil en 2003 con el sentimiento de los consumidores deprimido, una producción industrial que no crece y un paro en moderado aumento". Por el contrario, el crecimiento en Asia es impresionante, más alto que en las demás regiones del mundo, llegando a situarse en un 6 por 100 en 2003, pero probablemente se hará más lento si la economía del resto del mundo se debilita.

Además de los pronósticos de Primavera, el FMI examina otras cuestiones de interés para la economía mundial, a saber, qué hacer cuando revientan las burbujas especulativas, qué esquemas institucionales favorecen el crecimiento económico, y la relación entre el paro y las instituciones del mercado de trabajo.

Las reformas estructurales son el elemento clave para que la economía global alcance su máximo potencial. Ejemplos de áreas que necesitan reforma son los elevados aranceles en América Latina, que hay que rebajar; los rígidos mercados de trabajo en Europa, que deben ser liberalizados; el sector bancario y las grandes empresas en Japón y China; la gestión de las grandes empresas de EE.UU., que debe hacerse más transparente, y las medidas que hay que tomar en muchos países para hacer frente al envejecimiento de la población. Muchos países reconocen la necesidad de esas reformas pero subrayan que los costes para implementarlas son elevados. Quizás por ello, algunos observadores creen que los obstáculos políticos son tan altos que las reformas se hacen imposibles. Ese pesimismo

puede estar justificado a corto plazo. El análisis económico no puede responder a la pregunta de si en un país determinado las ganancias a corto plazo de una reforma determinada superan a su coste, pero al menos puede tratar de cuantificar los beneficios a largo plazo.

Las diferencias relativas al capital físico y a los niveles de educación no bastan para explicar las enormes diferencias entre las rentas per cápita de los países, que van de 100 dólares anuales en determinadas regiones del África Subsahariana a más de 40.000 en los países industriales más ricos. La buena o mala calidad de las instituciones resulta fundamental para explicar las diferencias en el crecimiento económico. El informe expone una serie de medidas cuantitativas de la calidad institucional que miden el grado de corrupción, el desarrollo de los derechos políticos, la eficiencia del sector público, la carga regulatoria y el papel de la ley. Como era de esperar, existe una fuerte correlación positiva entre la buena calidad institucional y la renta per cápita. Si las instituciones del África Subsahariana mejorasen hasta el nivel de los países asiáticos en desarrollo, la renta per cápita subsahariana aumentaría un 80 por 100, pasando de alrededor de 800 dólares anuales a 1400. Las reformas institucionales pueden tener un impacto semejante en el crecimiento futuro de la renta. Así, el crecimiento anual de la renta per cápita subsahariana podría ser casi un 2 por 100 mayor que el actual si la calidad de sus instituciones subiese hasta la media mundial. Los objetivos de la reforma de las instituciones deben ser conseguir que protejan los derechos de propiedad, garanticen el cumplimiento de las leyes, mantengan la estabilidad macroeconómica y regulatoria, y promuevan la cohesión social. Sin embargo, la implementación específica de las reformas, incluyendo cuándo se deben emprender y en qué orden, debe decidirse caso por caso. Los mecanismos mediante los cuales se promueve la integración con el mundo exterior pueden acelerar y robustecer el proceso de reforma. Los ejemplos más claros son las adhesiones a la Unión Europea y a la Organización Mundial de Comercio (OMC). No obstante, el elemento clave para el éxito es el factor interior, es decir, que el país esté decidido sin vacilaciones a realizarlas.

El informe se ocupa de la reforma institucional del mercado de trabajo, en especial en Europa continental donde un subsidio de paro generoso, una negociación salarial centralizada, una fuerte protección al empleo (alto coste del despido) y unos impuestos elevados sobre las rentas del trabajo hacen que el paro en Europa sea mucho mayor que en EE.UU. Los países europeos como Holanda y el Reino Unido que han reformado considerablemente su regulación del mercado de trabajo tienen tasas de paro muy inferiores a las del resto de Europa. Si la competitividad en el mercado de trabajo europeo se acercase al nivel estadounidense, la tasa de paro europea bajaría drásticamente (más de un 3 por 100 en la Eurozona) y el consumo y la inversión aumentarían más de un 5 por 100 a medio plazo. Si, de modo análogo, el nivel de competitividad de los mercados de producto europeos aumentase hasta el nivel americano, el aumento del producto se duplicaría, llegando a un 10 por 100 anual aproximadamente. Cuantificar los costes del proceso de transición es también muy importante, ya que en muchos países esos costes constituyen un fuerte obstáculo a la reforma estructural.

Durante el *boom* de los años 90, como en la mayoría de los *booms* anteriores, la deuda de las empresas aumentó fuertemente, tanto en EE.UU. como en Europa. ¿En qué medida el fuerte aumento previo de la deuda podría estar inhibiendo el crecimiento en el momento actual? El informe concluye que el elevado grado de apalancamiento que se viene registrando desde 1999 ha tenido un fuerte efecto negativo sobre la inversión, provocando, según sus estimaciones, que el gasto por inversión en la Eurozona haya sido menor en un 1,3 por 100 del PIB del nivel que hubiese alcanzado en caso de un apalancamiento más reducido. Como los tipos de interés están ahora a un nivel históricamente bajo, la carga que suponen para las empresas muy apalancadas es mucho menor. Sin embargo, aunque las posiciones de caja de las empresas han mejorado, no lo han hecho lo suficiente como para restaurar completamente sus balances, y esto sin contar con los problemas de muchas empresas causados por la necesidad de inyectar liquidez en sus fondos de pensiones, que han perdido mucho dinero a causa de la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles el año pasado. Para el FMI, el apalancamiento sigue siendo alto en algunas regiones y probablemente dificultará la recuperación de la inversión, más en Europa que en EE.UU. Si el estudio del FMI hubiese incluido el año 2002 (llega hasta 2001), probablemente sus resultados hubiesen sido aún más negativos, ya que las cotizaciones bursátiles han seguido bajando.

El informe analiza también los efectos negativos del estallido de la burbuja de precios de los activos en los años 90. La buena noticia es que la caída de precios de las acciones experimentada hasta la fecha no es distinta de las que siguieron a *booms* anteriores, de modo que es de esperar que sus efectos negativos sobre la recuperación se vayan debilitando. La mala noticia es que los aumentos de precios de los inmuebles en algunos países industriales han alcanzado un nivel que puede ser calificado de *boom*, y que el 40 por 100 de todos los *booms* inmobiliarios han sido seguidos por un derrumbamiento de los precios en una media del 25 al 30 por 100. Su efecto acumulativo puede ser dramático, llegando incluso a provocar una baja media del PIB de un 8 por 100 a lo largo de dos o tres años.

Pero quizá lo más interesante del informe es su estudio del riesgo de deflación, fenómeno éste que empieza a preocupar porque se reconoce que la actual deflación japonesa es un problema grave, que la deflación está afectando a China y a otros países asiáticos emergentes, y que el reventón de la burbuja especulativa de las cotizaciones bursátiles ha causado un notable exceso de capacidad que continuará deprimiendo los precios. La deflación puede transmitirse a otros países a través del sistema financiero, el comercio internacional y las multinacionales.

El preludio a la deflación ha sido la notable reducción de la inflación en los últimos años. En los países industriales se ha situado por término medio por debajo del 2 por 100, un nivel no visto desde los años 50 y en los mercados emergentes es la más baja desde fines de los años 60. Una baja inflación resulta muy beneficiosa, pero si es muy baja —inferior al 2 por 100— y se producen *shocks* de demanda negativos puede convertirse en deflación. La deflación rara vez es be-

nigna. Su causa puede ser tanto un *shock* de demanda negativo como uno positivo de oferta (más oferta y/o más barata). Los *shocks* de demanda —como la caída causada por el estallido de una burbuja de precios de los activos— suelen ir acompañados por una reducción o desaceleración de la actividad. El *shock* de oferta, a menos que afecte a todos los sectores por igual, algo muy poco probable, puede causar serios problemas si los salarios son rígidos a la baja, porque en los sectores cuya productividad no mejora, si tienen salarios rígidos y bajan los precios de sus productos, sus costes laborales reales suben y pierden competitividad. La deflación, sobre todo si es imprevista, produce una redistribución de la renta de los deudores a los acreedores, es decir, de grupos con alta propensión a gastar a grupos con baja propensión, lo que reducirá la demanda global.

Lo más preocupante es que un periodo corto de caída de precios puede convertirse en una espiral deflacionista si se robustece la expectativa de que los precios sigan bajando y en consecuencia las decisiones de consumo e inversión se aplazan. Históricamente esto ha producido una deuda real creciente, muchas quiebras, presiones sobre los bancos y un colapso de la demanda, que a su vez resultan en una espiral a la baja en la actividad, el empleo, los beneficios y los precios.

En el momento actual una deflación continuada sólo existe en Japón, donde va acompañada por una persistente debilidad de la actividad. Hong Kong, China, Singapur y Taiwán han experimentado periodos de baja de precios. En el grupo de países industriales grandes y países emergentes, episodios de baja de precios han aumentado de alrededor del 1 por 100 en la primera mitad de los años 50 a más del 13 por 100 en los últimos tres años, sobre todo en los países emergentes. Como el índice de precios al consumo tiene un sesgo hacia arriba de entre 0,5 y 1 por 100 (al ignorar posibilidades de sustitución y productos nuevos o mejorados), un nivel de inflación del 1 por 100 o menos puede ser en realidad estabilidad de precios o incluso deflación. Si es así, una deflación débil puede que ya esté afectando a bastantes países industriales y emergentes.

Una serie de factores podrían aumentar las presiones deflacionistas. Así, la presente recuperación mundial probablemente seguirá siendo lenta a causa de factores políticos y de los efectos de la caída de las bolsas, que por su impacto en los balances de las empresas y en las instituciones financieras podría reducir la actividad más de lo previsto; el estallido de la burbuja de precios de las viviendas podría ser muy dañoso; en muchos países, el crédito al sector privado ha bajado sensiblemente; los beneficios de las empresas sufren presiones a la baja y, aunque los mercados de trabajo han aguantado las presiones mejor que en episodios anteriores, empiezan a bajar las rentas del trabajo; el porcentaje de la actividad productiva sin utilizar probablemente aumentará. Todas estas consideraciones sugieren que en el futuro inmediato la deflación puede extenderse a más países, siendo más vulnerables aquéllos cuya capacidad para tomar medidas monetarias y fiscales se vea constreñida por cualquier causa.

De todos modos, la posibilidad de una deflación global o de una espiral deflacionista en las grandes economías parece escasa. Hasta la fecha, los mercados y las instituciones financieras han aguantado bastante bien, la carga de la deuda de las familias y empresas sigue siendo soportable, y la mayoría de los países puede tomar medidas de ajuste. La posibilidad de una importación de la deflación parece remota, dado el bajo porcentaje del comercio mundial representado por los países que experimentan este fenómeno. En China, una fuerte productividad, unida a un tipo de cambio de su moneda de hecho fijado al dólar, ha causado fuertes bajas de precios en algunos sectores, pero su peso es demasiado pequeño para causar una deflación generalizada en los países que comercian con ella.

Sin embargo, la posibilidad de que la deflación se extienda es preocupante. Los gobiernos pueden impedirlo si utilizan los medios disponibles con rapidez e incluso preventivamente. Si la vulnerabilidad a la deflación es alta se debe dejar que los estabilizadores automáticos funcionen sin trabas, y si la situación lo exige se deben tomar medidas fiscales discrecionales para robustecer la demanda. Respecto a la política monetaria, es importante que los objetivos de inflación sean lo suficientemente altos para minimizar los riesgos de deflación, y el que la inflación sea más baja que el objetivo fijado debe ser tan preocupante como que sea más alta, es decir, que los objetivos deben ser simétricos. Tal afirmación supone implícitamente un toque de atención al BCE por caer en ese error. Además, la experiencia japonesa enseña que la deflación puede ser difícil de prever: en Japón, a mediados de los años 90, tanto las familias y empresas como los mercados financieros esperaban que continuase una inflación moderada justo cuando apareció la deflación. Los gobiernos deben pues estar alerta y en algunos casos deberían incluso seguir una política monetaria más permisiva de la que aconsejaría la situación de la coyuntura.

#### 4. PRONÓSTICOS DE PRIMAVERA DE LOS SEIS INSTITUTOS ALEMANES

Los pronósticos semestrales de los institutos alemanes de investigación de la coyuntura de Berlín, Hamburgo, Munich, Kiel, Halle y Essen gozan de una merecida fama de rigor e independencia. El "pronóstico de primavera" confirma una vez más las perspectivas inciertas de la economía mundial y las claramente pesimistas sobre la economía alemana y expone ambas con la gran contundencia propia del carácter germánico. Sus perspectivas sobre la economía mundial coinciden esencialmente con las de FMI y la Comisión Europea, resumidas en este número de "Cuadernos". Por ello, nos limitaremos a mencionarlas brevemente, exponiendo con más detalle los pronósticos sobre la economía alemana, ya que su evolución determina en gran parte la de la Unión Europea (UE) y la Eurozona.

La economía mundial atraviesa una fase de debilidad. La recuperación económica se ha estancado de nuevo a causa de la creciente incertidumbre mundial derivada de la evolución de la economía y de las políticas internacionales y la guerra de Iraq. En casi todos

los países industriales, en los países emergentes y en los de Europa Central y Oriental el crecimiento del PIB se ha desacelerado de nuevo durante la primera mitad de 2003. En EE.UU. esto no ocurrió gracias al aumento del gasto derivado de la guerra.

Los pronósticos de los Seis Institutos parten del supuesto de que la situación de Iraq se calmará esta primavera, de modo que la incertidumbre y sus aspectos paralizantes disminuirán, los precios del petróleo bajarán y se estabilizarán las bolsas mundiales y la cotización del dólar. En este entorno, la política monetaria expansionista se irá haciendo más eficaz y la actividad económica se irá robusteciendo a lo largo del año. Sin embargo, la recuperación en los países industriales sigue siendo relativamente moderada, debido en parte a que en ningún lugar, con la excepción de los EE.UU., la política fiscal supone un estímulo adicional. Además, el sector privado necesita consolidarse, dada la prolongada fase de beneficios reducidos que atraviesan las empresas y el alto endeudamiento de las familias.

La economía alemana atraviesa una prolongada fase de debilidad y desde mediados de 2000 oscila entre la tendencia al estancamiento y a la recesión con fases pasajeras de débil recuperación. Así, el porcentaje de utilización de la capacidad productiva se ha reducido; el PIB apenas creció en 2002; la debilidad de la economía afecta cada vez más al mercado de trabajo, acelerándose la reducción del empleo desde mediados de 2002 y aumentando el paro recientemente; las subidas de precios siguen siendo modestas, alcanzando la inflación en marzo sólo el 1,2 por 100.

Una eventual recuperación de la economía mundial estimularía notablemente la economía alemana, al aumentar sus exportaciones, con el consiguiente beneficio para los sectores dependientes de ésta, y al mejorar las expectativas de consumidores y empresas. Una política monetaria expansiva estimulará también la producción. Desde luego, los tipos de interés reales son más altos en Alemania que en el resto de la Eurozona porque en Alemania la inflación es menor. Por otra parte, la política monetaria expansiva se ve contrarrestada por la apreciación del euro. Sus efectos se sentirán durante algún tiempo, pero se debilitarán el año que viene; los institutos suponen que el euro no seguirá subiendo.

La política fiscal está sometida a una fuerte presión encaminada a conseguir la consolidación de los presupuestos. Al término del año pasado, el gobierno federal decidió una serie de medidas para que este año el déficit se situase de nuevo por debajo del 3 por 100. Incluso si esas medidas no tienen el pleno efecto deseado, está claro que la política fiscal este año es claramente restrictiva. Sin embargo, los estabilizadores automáticos impedirán que el déficit disminuya significativamente, con lo que continuará por encima del 3 por 100 del PIB, nivel máximo fijado por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Es de esperar que baje en 2004, al mejorar algo la actividad económica, a pesar de que la segunda etapa de la reforma tributaria, que fue aplazada, entrará en vigor en esa fecha.

En las presentes circunstancias, probablemente la recuperación económica en Alemania empezará en la segunda mitad del año en curso, pero sólo progresará lentamente. El PIB crecerá sólo un 0,5 por 100 este año. El porcentaje de utilización de la capacidad productiva continuará bajando y la situación del mercado de trabajo seguirá empeorando. Aunque la recuperación se robustecerá el año que viene y la demanda interior aumentará ligeramente, el crecimiento económico en Alemania seguirá siendo poco dinámico en 2004. Desde un punto de vista puramente cíclico, el crecimiento real del PIB será de un 1,25 por 100 en media. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que el año 2004 es bisiesto y que muchos días de fiesta oficiales caen ese año en fin de semana, de modo que habrá un número extraordinariamente grande de días de trabajo, lo que se reflejará en una mayor producción. El efecto de ese mayor número de días de trabajo es más de medio punto porcentual, lo que hará que el crecimiento total del PIB en 2004 será de un 1,8 por 100.

La tendencia del crecimiento en Alemania es comparativamente baja. Por ello, en principio, hay que alabar los presentes esfuerzos de reforma para conseguir que la economía alemana crezca más deprisa. Las medidas anunciadas por el gobierno en la "Agenda 2010" apuntan en buena dirección, pero puede que sean sólo un principio. Los institutos aprueban la promesa del canciller Schröder de que las rebajas de impuestos anunciadas para los dos próximos años serán efectivas en todo caso. Además, el gobierno debe anunciar que no va a aumentar la carga tributaria y que esta promesa se extiende a las contribuciones por seguridad social en los años próximos.

Es importante que el gobierno anuncie que va a tomar medidas concretas para alcanzar el objetivo de la consolidación fiscal. Los seis institutos están de acuerdo en que el objetivo debe ser conseguir un presupuesto equilibrado a medio plazo, y recalcan que la consolidación presupuestaria debe lograrse mediante la reducción del gasto. Una política de austeridad no debe, contrariamente a una opinión bastante extendida, resultar en un menor crecimiento de las inversiones estatales que favorecen el crecimiento; al contrario, se deben aumentar. Especialmente, deben crecer las inversiones en capital humano, cuya creación es un importante factor de crecimiento porque aumenta la productividad. En el momento actual, son las comunidades locales las que se enfrentan con el problema de no poder invertir lo suficiente. Garantizar que pueden hacerlo exige una reforma de la financiación local. El principal reto es la necesidad de aumentar la capacidad financiera de las comunidades locales reforzando su capacidad tributaria; al mismo tiempo, se debe conseguir que sus ingresos estén menos sometidos a influencias cíclicas.

Para que la consolidación fiscal tenga éxito es preciso también reformar los sistemas de seguridad social. El elemento central de la reforma debe ser aumentar la eficiencia de la seguridad social y no una baja de los subsidios de paro, enfermedad, vejez, etcétera.