

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

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

En este número se ofrece el siguiente informe:

1. Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS).

1. INFORME ANUAL DEL BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES DE BASILEA (BIS)

El BIS, llamado con algo de exageración el banco central de los bancos centrales, cuyos informes se caracterizan por una cautela muy suiza, este año echa las campanas al vuelo: "No puede negarse la sensación de alivio que han proporcionado los recientes datos más favorables para el crecimiento económico, en especial en EE.UU. Hace menos de un año algunas economías parecían estar rozando la deflación y los responsables de las políticas económicas estaban considerando sus opciones de actuación si llegase a materializarse. Ahora la situación es muy diferente. Las expectativas de consenso apuntan a un crecimiento estable y prácticamente no inflacionario, si bien con una creciente incertidumbre geopolítica. Las políticas económicas han comenzado a centrarse en hallar la estrategia de salida más eficaz a las políticas extremadamente expansivas del pasado inmediato".

Va ser difícil calibrar los efectos de este cambio de política ya que el panorama económico ha variado sustancialmente en los últimos años debido a avances tecnológicos que consolidan las expectativas de más crecimiento y menos inflación,

a una desregulación y globalización crecientes, y a la apertura al comercio internacional de gigantes como China y la India. Esos hechos obligan a realizar ajustes estructurales. La desregulación y el progreso técnico han creado unos mercados más eficientes y flexibles, que han contribuido al vigor de la economía ante las crecientes perturbaciones, pero también a una tendencia ocasional a reacciones excesivas, que acentúan la propensión cíclica de la economía real. Hoy la política económica se orienta a conseguir una inflación reducida y estable y lo está logrando en gran medida. Por otra parte, esta estabilidad podría tener un efecto secundario indeseado porque cuando se espera que la inflación siga baja y que, por lo tanto, no suban los tipos de interés, se hace más probable una conducta imprudente en la concesión de crédito por el sistema financiero, lo que a su vez provocaría más inflación y acabaría obligando a subir los tipos.

Afortunadamente la tendencia de la economía mundial es alcista y los estímulos macroeconómicos no son necesarios. Hay que aprovechar esta oportunidad adoptando una orientación más contractiva en las fases de auge económico. El problema es si esta expansión será sostenible. Esto preocupa porque se apoya desproporcionadamente en dos bases, a saber, una demanda interna fuerte en los principales países angloparlantes y en China. En ambos casos, algunas variables económicas han registrado desequilibrios y tendrán que corregirse. Esas correcciones rara vez son indoloras. Por otra parte Japón y las principales economías de Europa Continental no apoyan la expansión; tienen demandas internas débiles y su economía depende en gran medida del crecimiento de sus exportaciones. En Japón la situación mejora. La inversión se está recuperando en las grandes empresas gracias a balances más saneados, aunque en muchas de ellas el endeudamiento es todavía excesivo. Las medianas y pequeñas empiezan a ser más optimistas. Además los consumidores ahorran menos para mantener su

nivel de gasto, que aumentarían si mejorasen las expectativas de empleo. Por otra parte no está claro que el sistema financiero haya mejorado lo suficiente. En Europa Continental la recuperación de los beneficios no es todavía suficiente para estimular la inversión, debido sobre todo a un endeudamiento excesivo. El gasto de consumo sigue siendo limitado, especialmente en Alemania, y sólo experimentará una expansión vigorosa si se recupera el optimismo. Por el contrario en EE.UU. el consumo sigue boyante aunque la demanda de trabajo se mantiene débil desde que tocó fondo la recesión. El porcentaje del consumo en el gasto continúa creciendo. Las rebajas de impuestos han financiado, en buena parte, su aumento aunque los consumidores han recurrido, en gran medida, a acumular deuda para aumentar su gasto llegando ésta a un máximo histórico de su porcentaje de la renta familiar. Al subir los precios de las viviendas y bajar los tipos de interés de los créditos hipotecarios los consumidores, al reducirse sus pagos mensuales por intereses, se han endeudado sobre la base del valor neto de sus viviendas para mantener su nivel de gasto. Este fenómeno se ha observado también en el Reino Unido Australia, Nueva Zelanda y España.

¿Es preocupante este aumento del endeudamiento? Algunos creen que no porque la mayor eficiencia del sistema financiero y los menores tipos de interés lo hacen sostenible. Ese aumento ha permitido mantener el consumo. La mayor participación de los beneficios en las rentas de los factores ya ha producido un volumen de inversión más elevado que en el futuro debería estimular la productividad y el empleo y, a largo plazo, moderar el endeudamiento. Sin embargo, otros no comparten esa opinión, especialmente los que analizan los problemas a corto plazo derivados de la transición. Según ellos la demanda de trabajo podría aumentar poco en EE.UU. y en otros países industriales. También parece que va a continuar la tendencia alcista del coste del factor trabajo (incluidas la asistencia sanitaria y otras prestaciones) en relación con el descenso del coste de los bienes de capital, mientras que aumenta la competencia de las economías emergentes con un factor trabajo mucho más barato. Ello podría aumentar el paro en los países industriales y hacer que flaquee la confianza de los consumidores. Si al mismo tiempo se llega al límite de sostenibilidad del endeudamiento, se pondría a prueba la disposición de las empresas, ya muy endeudadas, a invertir los mayores beneficios derivados del aumento de la productividad.

El nivel de precios de activos, tales como la vivienda y las acciones, también es muy importante al influir en la propensión al gasto y en la capacidad de obtener financiación aportando garantías reales. Los precios de esos activos han subido de forma acusada en muchos países, debido quizás a unas condiciones financieras mundiales de gran liquidez. Si esos precios bajasen es ingenuo esperar que el gasto no se vería afectado.

Son también preocupantes los desequilibrios de balanza de pagos y sus consecuencias sobre las perspectivas de crecimiento mundial. En concreto, el gasto de consumo y el consiguiente déficit por cuenta corriente en EE.UU. se han financiado gracias al endeudamiento exterior. Hasta hace muy poco, los prestatarios del sector privado estaban dispuestos a aportar el grueso de esa financiación. Aunque las entradas de capital privado en EE.UU. consistían cada vez más en compras de bonos, hasta abril de 2004 su tipo de interés evolucionó a la baja más que a la alza, debido en parte a mejores expectativas económicas en EE.UU. El peligro es que esas expectativas no se confirmen, lo que acarrearía una escasez de financiación externa con efectos restrictivos en la economía norteamericana. El ajuste a esas condiciones menos favorables implica reducciones en el tipo de cambio y en la demanda interna. Además dos circunstancias pueden alterar el proceso de ajuste. La primera es que en las carteras extranjeras hay un volumen muy alto de deuda denominada en dólares. La probabilidad de que el dólar se deprecie hará menos atractivos los activos denominados en esa moneda; si eso ocurre el gasto interno de los países acreedores con activos en dólares podría desacelerarse retrasando, en consecuencia, el proceso de ajuste. La segunda circunstancia es la creciente importancia de China, y en menor grado de la India, en el comercio mundial. Los países deudores tratarán de aumentar sus exportaciones depreciando sus monedas para hacer frente a la competencia de estos nuevos y formidables competidores. En esas circunstancias, si flaqueara el proceso de ajuste, serían necesarias fluctuaciones más amplias en los tipos de cambio y en los niveles de gasto relativos.

En la economía china aumenta fuertemente el consumo y las exportaciones, y más aún la inversión, especialmente en el sector manufacturero, llegando a un recalentamiento con los consiguientes preocupantes desequilibrios. Buena parte de la inversiones chinas las han realizado las autoridades locales y las empresas públicas, muchas veces por motivos sociales más que puramente económi-

cos, de modo que es muy probable que acaben no siendo rentables. Además, han venido acompañadas por unas tasas muy elevadas de crecimiento monetario y de expansión del crédito procedentes de bancos públicos con escasa experiencia en la evaluación del riesgo crediticio. Ya al principio de los años noventa se produjeron situaciones similares, dando lugar a una fuerte desaceleración de la actividad económica. Ahora esto sería peligroso para la economía mundial dada la importancia de China en el comercio mundial. Si la demanda china de importaciones se desacelerase brusca y fuertemente sufriría el crecimiento en Asia e incluso en otras áreas geográficas. También es preocupante la creciente inflación en los precios de los productos industriales, que empieza a repercutirse en los precios de consumo. Debido a la fuerte demanda china los precios de los productos básicos también están subiendo en todo el mundo, y sería extraño que esa subida no se transmitiese a otros precios, tanto en los países industriales como en las economías emergentes, si la recuperación industrial mantiene su intensidad.

En los mercados internacionales de capital las perspectivas se han vuelto más inestables aunque aún parecen bastante satisfactorias. El auge económico mundial parece seguir ganando impulso gracias a políticas macroeconómicas inusualmente expansivas hasta el punto de ser insostenibles. Por ello, el reto inmediato de las políticas monetaria y fiscal debe ser normalizarlas y orientarlas más al largo plazo.

En EE.UU. la principal cuestión es el ritmo de aumento de los tipos de interés. ¿debe ser lento o rápido? El BIS se inclina a creer que debe ser lento, ya que es muy probable que uno rápido acarree costes económicos reales. El problema se agrava porque los tipos de interés a largo plazo aún parecen bastante bajos a pesar de su reciente subida. Además recientemente han sido muy volátiles. Unos tipos a largo plazo en alza pueden tener efectos desaceleradores para la recuperación estadounidense. Una estrategia de comunicación para orientar las expectativas de los mercados sobre futuras subidas de tipos podría ser la clave para que la volatilidad de los mercados no llegue a ser excesiva.

El BIS, cauteloso como siempre, no se muestra opuesto a fijar objetivos de inflación. En EE.UU. aumenta el interés por objetivos de inflación explícitos, lo mismo que en Japón donde su banco central, en su lucha contra la deflación, ha generado

un enorme exceso de reservas bancarias potencialmente inflacionario. En cambio el BIS no cree conveniente la misma claridad respecto a los instrumentos monetarios o fiscales a aplicar para conseguir el objetivo de inflación. De todos modos continúa el debate sobre las ventajas e inconvenientes de fijar esos objetivos. El BIS tiene sus reservas: "se puede argumentar que el fijar objetivos de inflación no da más credibilidad a los bancos centrales con un historial sólido de lucha contra la inflación; además podría carecer de la flexibilidad necesaria en el complicado mundo actual, donde los desequilibrios financieros pueden surgir con gran facilidad. Cada vez más bancos centrales opinan que, dados estos desequilibrios, a veces tiene sentido alterar la orientación de la política monetaria aunque las perspectivas de inflación parezcan favorables". Además de la política monetaria hay que prestar atención a las políticas fiscales reguladoras y estructurales, aplicándolas más simétricamente a lo largo del ciclo, tanto en las fases contractivas como en las expansivas, para evitar una acumulación de problemas a largo plazo.

En cuanto al régimen de tipos de cambio, fijos respecto a una moneda base, el dólar, o fluctuantes, la discusión se centra en si el cambio fijo del renmimbi, la moneda china, respecto al dólar, es o no conveniente. Algunos creen que el cambio fijo obstaculiza el proceso de ajuste mundial y que está contribuyendo al excesivo aumento del crédito en China. Análogamente otras autoridades monetarias asiáticas están interviniendo en los mercados de divisas para que sus monedas no se revalúen, y conservar así la competitividad de sus exportaciones. Por eso algunos creen que, tanto China como el resto de los países asiáticos, deberían dejar fluctuar su moneda e incluso permitir la libre circulación de capitales. El BIS estima que esa solución "bien pudiera ser errónea". "Los mercados financieros chinos aún están poco desarrollados, el sistema bancario tiene ingentes problemas y no está sometido a una supervisión eficaz. La libre flotación del tipo de cambio podría tener consecuencias impredecibles y, probablemente, muy indeseables. Mejor sería revaluar el renmimbi y fijar su cambio frente a una cesta de monedas. Sin embargo eso no sería una panacea".

Los desequilibrios comerciales a escala mundial se han ido acumulando durante años, probablemente debido a causas más profundas que los meros desajustes cambiarios. La cuestión fundamental es que Asia ahorra más de lo que puede invertir rentablemente en la zona, mientras que el

mundo occidental, en especial EE.UU., no ahorra lo suficiente para hacer las inversiones que necesita. No es fácil diseñar políticas para remediar ese desequilibrio. En Asia podría corregirse, al menos en parte con políticas crediticias más expansivas, diseñadas para estimular el gasto de consumo, pero lo ocurrido en Corea y Tailandia muestra que ese mecanismo podría descontrolarse con facilidad. Por otra parte, la inversión en Asia, salvo China, ha sido muy reducida desde la última crisis y podría estimularse. Además, la coyuntura económica en China y en Japón a finales de los años ochenta muestra los peligros de tales políticas. El auge excesivo de la inversión japonesa fue causada, en parte, por políticas expansivas diseñadas para aliviar desequilibrios comerciales. Desde el lado deudor —fundamentalmente EE.UU.— también se puede hacer algo para reducir ese desequilibrio. EE.UU. debería reducir sus déficit gemelos fiscal y de cuenta corriente. El fiscal ya aumentó rápidamente en los años noventa, mucho antes de que lo hiciese el corriente, lo que revela, según el BIS, que el motivo subyacente es el prolongado descenso de la tasa de ahorro neto de las familias estadounidenses. Desgraciadamente, son pocas las orientaciones teóricas sobre como aumentarla ordenadamente. Si aumentase mucho y bruscamente las consecuencias podrían ser indeseables.

En los otros países industriales, los estímulos fiscales también podrían ayudar a reducir los desequilibrios externos, pero sus niveles de deuda pública, en muchos casos ya muy elevados, limitan la aplicación de esta política; también el envejecimiento de la población supone una importante restricción a la misma. En estas circunstancias habría que contentarse con evitar que la deuda aumente sin acudir necesariamente a una política fiscal contractiva a corto plazo, pero elaborando un plan creíble de saneamiento presupuestario a medio plazo.

Las reformas estructurales en los países industriales también permitirían atenuar la carga de la

deuda, pública o privada, al aumentar la capacidad productiva de la economía y, por lo tanto, la renta per cápita. Parece que EE.UU. ya se encuentra en esa senda de mayor crecimiento, aunque habría que mejorar las políticas de energía y de la asistencia sanitaria. En Europa Continental debería prestarse atención primordial a las reformas del mercado de trabajo encaminadas a aumentar el empleo, a la desregulación de los servicios y a la creación de auténticos mercados paneuropeos. El BIS hace una recomendación que algunos encontrarán discutible: “En todas las regiones y, especialmente en Japón, se harán necesarias políticas orientadas a desplazar el factor trabajo a la producción de bienes y servicios no comerciables a medida que se acentúa la competencia internacional”. “En los sectores de bienes comerciables puede ser necesario un desplazamiento hacia arriba de la cadena del valor con el consecuente mayor énfasis en la educación y en la formación”.

Hay que dar prioridad a la estabilidad del sistema financiero. Desgraciadamente las condiciones de partida no son demasiado buenas en los países que se apoyan exclusivamente en el crédito bancario cuyos bancos aplican primas de riesgo inferiores a lo adecuado. Además, algunos sistemas bancarios, en especial el japonés, siguen operando bajo el lastre de préstamos fallidos concedidos en el pasado. Parece que en Japón, tras diez años de arranques en falso, está avanzando la reestructuración de la deuda de empresas y bancos. Por el contrario China, enfrentada con el mismo problema, apenas ha avanzado hacia su resolución.

Un reto aún mayor es garantizar la rentabilidad de los bancos comerciales en el futuro. La principal dificultad para hacerlo es la continua influencia política, aunque afortunadamente el crédito a sectores con respaldo estatal parece estar menos favorecido. Sin embargo, aún no se reconocen suficientemente los perjuicios que las instituciones financieras con apoyo estatal pueden infligir al sector privado.