

Informes de los organismos económicos internacionales

Ricardo Cortes

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

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional.
2. Informe del Fondo Monetario Internacional sobre estabilidad financiera global.

1. Perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI)

La economía mundial continúa creciendo con fuerza: es el tercer año consecutivo en el que lo hace por encima de las expectativas. Su crecimiento se está haciendo más equilibrado: en EE.UU. y Japón se ha desacelerado ligeramente, al contrario que en la Eurozona. La causa fundamental de esta favorable situación económica mundial es el extraordinario crecimiento de los mercados emergentes y de los países en desarrollo. Sin embargo, muchos expertos consideran que se debe, sobre todo, al fuerte incremento de la productividad en EE.UU. olvidando, quizás, que ésta también ha crecido considerablemente en los mercados emergentes y en los países en desarrollo, especialmente en Asia, donde la mayor productividad del trabajo no se ha

debido sólo a la acumulación de capital humano y físico, sino también al progreso tecnológico y a una utilización más eficiente de los factores de producción. Así, en China se ha producido un desplazamiento de numerosos trabajadores del sector agrícola, poco productivo, al de la industria asentándose en las ciudades. Aún así, sigue sobrando mano de obra campesina en China, India y el Sudeste Asiático. Así pues, las perspectivas de crecimiento en el futuro se deberán, en gran medida, al transvase de la agricultura a la industria. Los países asiáticos más desarrollados deben esforzarse para aumentar también la productividad de su sector servicios, cada vez más importante en sus economías. En muchos de ellos, el objetivo básico de sus políticas económicas debe ser mejorar la productividad en la industria y en el sector servicios, permitiendo la competencia extranjera en los mismos.

A pesar de la vigorosa expansión mundial de los últimos años, el FMI ha puesto de manifiesto la existencia de nuevos riesgos a medio y largo plazo. Así, la intensa demanda de productos básicos ha generado importantes ingresos a los países productores, pero es muy probable que esa situación cambie al aumentar la oferta como respuesta a la subida de precios, que retrocederán al aumentar las inversiones en capacidad productiva. Los países productores deben darse cuenta que esa situación favorable no durará siempre y dedicar sus mayores ingresos a aumentar su capacidad productiva.

Otro peligro, quizá debido, en parte, al crecimiento de la productividad, ha sido el aumento de los desequilibrios mundiales. El incremento de la productividad en EE.UU. ha hecho que invertir en este país sea muy interesante, contribuyendo a atraer capital extranjero y los consiguientes desequilibrios financieros. Además, el sofisticado sistema financiero norteamericano permite que

las familias puedan endeudarse en espera de ingresos futuros y consumir inmediatamente. La esperanza de mayores ingresos futuros, unida a una política monetaria acomodaticia con bajos tipos de interés, puede haber contribuido a acelerar la rápida e intensa elevación de los precios de las viviendas, lo que, a su vez, ha potenciado considerablemente el consumo, ya que el sistema financiero ha permitido a los hogares endeudarse con la garantía del precio en alza de sus viviendas.

A pesar del fuerte crecimiento de la productividad en los países emergentes durante los últimos años, muchos de ellos no tienen mercados financieros suficientemente desarrollados para transformarla en más inversión o consumo interno. Por ello, sus mayores ingresos han generado un ahorro neto que ha contribuido a financiar el desahorro norteamericano. Los elevados déficit de cuenta corriente de EE.UU. han permitido que la economía mundial haya crecido más de lo que hubiera sido posible en otro caso. Sin embargo, hay que tratar de reducir los desequilibrios.

Por todo ello, el FMI recomienda prudencia a los gobiernos. Revisiones de los datos estadísticos norteamericanos sugieren que el aumento de la productividad en EE.UU. no ha sido tan grande como se creía. Además, ese crecimiento se debilita a medida que la expansión madura, lo que hace que los costes unitarios laborales vayan aumentando. Con un mercado laboral rígido y poco exceso de capacidad productiva, las presiones inflacionistas norteamericanas tienden a aumentar. Probablemente, un mayor crecimiento en el resto del mundo compensará, en parte, la desaceleración norteamericana, ya que la economía mundial se ha hecho mucho más integrada en los últimos años, pero es muy difícil calcular en qué medida. Con todo, el FMI estima que el crecimiento mundial seguirá siendo fuerte.

A pesar de ello, el FMI advierte de la existencia de riesgos y no descarta que el crecimiento mundial sea menor del previsto si: 1) las presiones inflacionistas aumentan, obligando a los bancos centrales a endurecer sus políticas monetarias; 2) los precios del petróleo siguen subiendo a causa de incertidumbres políticas y de una limitada capacidad productiva; 3) los precios de las viviendas en EE.UU. bajan más deprisa de lo esperado causando una desaceleración de esa economía, y 4) la corrección de los desequilibrios mundiales es brusca y desordenada. Para el FMI, lo más probable es que el ajuste se produzca suavemente, para lo cual los inversores mundiales deberían continuar financiando el déficit corriente norteamericano durante bastantes años.

En esta situación, el FMI hace las siguientes recomendaciones a los gobiernos:

1) Los bancos centrales de los países desarrollados al definir sus políticas monetarias deberían actuar con cautela para no caer en los peligros opuestos de permitir inflación con una política monetaria demasiado permisiva o de estrangular el crecimiento con una demasiado restrictiva. La tarea del Fed es especialmente difícil, porque la economía norteamericana se está desacelerando y la inflación tiende a aumentar. El FMI estima que podría ser necesario endurecer la política monetaria para reducir las expectativas de inflación.

2) En Japón, la subida de los tipos de interés debe realizarse gradualmente, ya que el peligro de una mayor inflación es escaso, y caer de nuevo en la deflación sería muy costoso.

3) En la Eurozona probablemente será necesario seguir los tipos de interés si la expansión continúa del modo previsto. Las presiones inflacionistas parecen, en general, limitadas. Ante la posibilidad de que el crecimiento se debilite, los bancos centrales pueden reaccionar endureciendo sus políticas monetarias.

4) En las grandes economías industriales es necesario proceder a una consolidación fiscal para afrontar el creciente envejecimiento de la población. Aunque muchos gobiernos han prometido hacerlo en los próximos años sus proyectos son insuficientes y no están respaldados por medidas concretas. En especial, hay que sanear la seguridad social y contener el inexorable aumento de costes del seguro de enfermedad.

5) Hay que mejorar el entorno de las empresas y fomentar la competitividad global para que el crecimiento continúe. En la Eurozona es necesario avanzar más deprisa en la aplicación de la Agenda de Lisboa, especialmente aumentando la competencia en el sector de los servicios, haciendo más flexibles los mercados laborales y reformando el sector financiero para que el crecimiento de la productividad se acelere y mejoren las oportunidades de empleo. En Japón hay que reformar el sector público, aumentar la flexibilidad del mercado laboral y la eficiencia del sector financiero, así como la productividad en el sector servicios.

Las diferencias entre los sistemas financieros pueden afectar el ciclo económico de las economías avanzadas. La diferencia fundamental entre ellos es si la financiación se hace sobre todo mediante préstamos bancarios o acudiendo directamente a los mercados emitiendo títulos de deuda. El FMI constata que hay una tendencia general hacia una desintermediación bancaria a favor de aumentar el papel de los mercados financieros, pero su intensidad varía mucho entre países. Parece que los sistemas basados en el mercado y con menos financiación bancaria permi-

ten más a las familias evitar una mayor oscilación del consumo al responder a variaciones en sus ingresos, pero, por otra parte, su gasto se ve más afectado por cambios en el precio de los activos. Parece que la inversión de las empresas oscila menos en sistemas con predominio de financiación bancaria, mientras que los basados en los mercados responder mejor a cambios estructurales.

La transición hacia el sistema de financiación vía mercados, que afecta a la mayoría de los países en la última década, va a continuar impulsado por innovaciones tecnológicas y por la eliminación de barreras regulatorias. Las autoridades deben maximizar los beneficios de este cambio mediante reformas complementarias dirigidas a aumentar la flexibilidad del mercado laboral, facilitando que los trabajadores que cambien de empresa puedan transmitir sus pensiones a su nuevo empleador y mejorando la legislación sobre quiebras y suspensiones de pagos. Los sistemas de regulación y supervisión de los países tienen que hacerse más eficientes para hacer frente a la creciente sofisticación del sector financiero. Asimismo, la gestión de la política monetaria tendrá que adaptarse a los posibles cambios de conducta a lo largo del ciclo económico.

Los países emergentes y en desarrollo tienen que tomar medidas para adaptar sus economías a un entorno global más difícil, reduciendo su vulnerabilidad y mediante reformas que contribuyan a sostener el vigor actual de su crecimiento. Recientes eventos nos recuerdan que las economías emergentes siguen siendo susceptibles a turbulencias de los mercados financieros globales, sobre todo aquellas con balances del sector público con necesidad de saneamiento, grandes déficit de cuenta corriente y expectativas de aumento de la inflación. Es preocupante que varias economías emergentes de Europa sólo puedan financiar su déficit por cuenta corriente gracias a fuertes flujos de deuda privada y que, además, sus expectativas de aumento de la inflación sean firmes. Estos países emergentes y en desarrollo deben avanzar más hacia una economía de mercado, en especial reduciendo las barreras a la competencia para crear un clima que favorezca un crecimiento vigoroso del sector privado.

El FMI examina el fuerte crecimiento de Japón y de las economías asiáticas de reciente industrialización. Estima que el factor clave para el crecimiento de la productividad total de los factores y la rápida acumulación de capital humano y físico en esos países es una política económica acertada. Los países en desarrollo deberían seguir su ejemplo. La liberalización del comercio, un mejor sistema educativo, medidas para favorecer el desarrollo financiero y estimular el espíritu empresarial facilitarían el trasvase de recursos de la agricultura a la industria y al sector servicios. También es necesario adoptar medidas para fomentar el aumento de la pro-

ductividad en la industria y, sobre todo, en el sector servicios, actualmente muy protegido. Estas medidas incluirían la eliminación de barreras a la entrada, promover las inversiones extranjeras y simplificar la regulación.

Los precios de los productos básicos han crecido considerablemente, en especial los de los metales, contrarrestando las pérdidas de los países productores debidas a la subida de precios del petróleo. Este encarecimiento se debe, en gran medida, al aumento de la demanda, especialmente de China, y también al estancamiento en el incremento de la oferta. El FMI no estima que la especulación haya influido demasiado en el alza de los precios, aunque es posible que los especuladores hayan jugado un papel importante como suministradores de liquidez. Por otra parte, el FMI estima que los precios de los metales disminuirán a medio plazo al empezar a funcionar las nuevas instalaciones productivas establecidas para satisfacer el aumento de la demanda. Así pues, el FMI advierte a los países productores de productos básicos que no deben esperar que los precios vayan a continuar altos. Por ello, los importantes ingresos percibidos por las exportaciones deben ser ahorrados o invertidos en sectores distintos a los productos básicos y no para aumentar el gasto en áreas en las que es difícil reducir el gasto en el futuro.

Hay que reducir gradualmente los actuales desequilibrios globales. Un ajuste ordenado impulsado por el sector privado comprendería la restauración del equilibrio entre las demandas de los países, acompañada de una mayor depreciación del dólar norteamericano y de una apreciación del tipo de cambio de muchos países con superávit. Ésta sería la solución más probable a los desequilibrios actuales. Sin embargo, persiste el riesgo de una corrección brusca y desordenada muy perjudicial, que se evitaría con una actuación concertada a escala mundial, que incluiría medidas para fomentar el ahorro estadounidense como, por ejemplo, la consolidación fiscal, más reformas estructurales en Europa y en Japón, fomentar la demanda interna en Asia emergente y una mayor flexibilidad de los tipos de cambio.

2. Informe del Fondo Monetario Internacional sobre estabilidad financiera global

Durante mayo y junio de 2006 tuvo lugar una corrección en los mercados financieros internacionales manifestada en un descenso de los precios y un aumento de la volatilidad, de la que los países industriales se recuperaron con rapidez. En los mercados financieros de las economías emergentes la corrección fue precedida por una importante subida de precios. A pesar de ello, la turbulencia del mercado

en estos países durante esos meses fue moderada. La modesta subida en la volatilidad de los mercados financieros durante la corrección reflejaba un aumento de la incertidumbre de los grandes inversores sobre los peligros que acechan a la economía mundial y las medidas de política económica que podrían tomar las autoridades monetarias para hacerlos frente. Se comprenden esas dudas de los inversores acerca de la futura evolución de los mercados: la situación de los mismos durante los últimos años había sido de una prosperidad casi sin precedentes, que reflejaba un fuerte crecimiento económico global y una inflación subyacente relativamente baja, pese a las subidas de los precios del petróleo y de los productos básicos, así como una volatilidad limitada de los tipos de cambio, a pesar de los fuertes desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente.

Según las perspectivas económicas mundiales del Fondo Monetario Internacional (FMI) de septiembre, comentadas también en este número de "Cuadernos", lo más probable es que continúe el sólido crecimiento actual y una inflación moderada. El FMI espera que la normalización de la política monetaria en las economías de mercado más importantes persista, manteniendo su objetivo de evitar oscilaciones fuertes en los precios de los mercados financieros. Análogamente, las condiciones de estos mercados parecen consistentes con los pronósticos del FMI. Sin embargo, este organismo reconoce los riesgos que acechan a la economía mundial, en especial, un aumento de las presiones inflacionistas, que provocaría un endurecimiento de las políticas monetarias mundiales más fuerte del previsto y una desaceleración del crecimiento económico en EE.UU., posiblemente acompañado de una rápida reducción en los precios de la vivienda, lo que podría provocar una disminución de la expansión económica mundial.

Si alguno de esos peligros, u otros no previstos por el FMI, se materializan, las condiciones de los mercados financieros empeorarán. La inesperada resistencia a *shocks* del crecimiento global en los últimos años ha coincidido con una reducción de las primas de riesgo y de la volatilidad de los mercados. En estas circunstancias, es razonable preguntarse si los mercados financieros podrían reaccionar de la misma forma a eventos menos favorables de modo tal que aumentasen, en vez de reducirse, los riesgos. Especialmente, preocupa la posibilidad de que se produzca una falta de liquidez como respuesta a una tensión inesperada en los mercados de ciertos instrumentos financieros complejos, tales como ciertos productos de crédito estructurados. Además, algunas economías de mercado emergentes con importantes déficit por cuenta corriente mantienen su solidez gracias a la entrada de intensos flujos de capital privado procedentes de inversores internacionales, que podrían cesar o bajar de repente si el mercado se hace más volátil.

Para hacer frente a estas incertidumbres es muy importante que las autoridades monetarias realicen los ajustes necesarios en sus políticas económicas, de modo que se refuerce la posibilidad de una expansión global continuada. Igualmente, los supervisores financieros deben mantener su vigilancia reforzando las estructuras de los mercados para aumentar la resistencia a *shocks* de sus sistemas financieros.

La financiación de los fuertes desequilibrios exteriores plantea problemas delicados. Por una parte, la variedad de instrumentos financieros disponibles, la profundidad y la liquidez de los mercados financieros de EE.UU. han contribuido a atraer fuertes flujos de capital público y privado extranjero, lo que, sin duda alguna, ha reforzado el volumen y el sostenimiento del déficit norteamericano por cuenta corriente. El mantenimiento de la confianza de los inversores internacionales en el mercado estadounidense haría posible que el ajuste de los desequilibrios mundiales tuviera lugar de un modo ordenado. Además, mejoras estructurales en los mercados financieros de otros países podrían influenciar en el futuro los términos relativos de los flujos internacionales de capital, aumentando el atractivo de esos mercados comparados con el de EE.UU. Por otra parte, teniendo en cuenta que las reservas internacionales de capital continúan a niveles *récord* es posible que los gestores de esas reservas ya no quieran invertir todo el aumento de las mismas en instrumentos tradicionales de gran liquidez y poco riesgo.

A este respecto, la demanda futura de activos financieros norteamericanos se verá afectada, probablemente, por la tendencia general en Asia hacia una mayor liberalización y diversificación de los flujos de capital. Esa demanda dependerá, cada vez más, de las decisiones de los países productores de petróleo sobre como invertir sus abundantes reservas, que han crecido considerablemente en los dos últimos años. En consecuencia, aunque probablemente los ajustes de precio entre las diferentes clases de activos financieros se haga suave y gradualmente, es posible que la demanda se dirija, en menor medida, hacia activos muy líquidos de corta duración que, hasta ahora, constituían la inversión típica de las reservas oficiales. A largo plazo, cuando el ajuste se haya realizado utilizando plenamente las posibilidades de diversificación y de crecimiento, es probable que las posiciones netas de activos extranjeros se estabilizarán y los desequilibrios internacionales se reducirán a niveles más sostenibles.

Aún así, durante la transición persiste el riesgo de que la reducción del dólar se haga brusca y desordenadamente. Las estadísticas sobre las tenencias de activos financieros estadounidenses en carteras extranjeras muestran que las pérdidas de estos inversionistas causadas por una disminución

gradual del dólar pueden ser grandes y crecientes. Aunque la opinión general del mercado es que el ajuste de la cotización del dólar será progresiva, existe el peligro de un ajuste desordenado, que podría reducirse con una política apropiada de las autoridades de los países que constituyen la contrapartida en déficit por cuenta corriente americano.

Para el mercado, la depreciación del dólar será limitada y ordenada, pero con una notable diferenciación respecto a las monedas de los diferentes países. Se estima que el tipo de cambio efectivo real del dólar continúe relativamente estable frente al total de los grandes países con los que comercia, mientras que las monedas asiáticas se apreciarán a medio plazo, y las de países no asiáticos se debilitarán. Así pues, que el ajuste sea gradual y ordenado dependerá de que se establezca, a medio plazo, un cuadro de políticas económicas verosímil para la resolución de los desequilibrios globales. Por consiguiente, el riesgo de una corrección desordenada podría aumentar si no se ponen en marcha políticas que promuevan los necesarios ajustes en los desequilibrios de ahorro e inversión. Su corrección o, por el contrario, el peligro de un ajuste desordenado, dependerá también de la composición de los flujos globales de capital y de las decisiones de inversión de los tenedores oficiales y privados de activos en dólares. Desde 1999, los países emergentes y en desarrollo han conseguido considerables superávits por cuenta corriente y han atraído flujos de capital extranjero grandes y crecientes, así como considerables inversiones directas del exterior. En su conjunto, esos países han llegado a ser la contrapartida principal del déficit por cuenta corriente norteamericano y están acumulando activos que se estima ascendieron a más de un billón de dólares en 2005, de los que casi la mitad corresponden a los países exportadores de petróleo. El resultado ha sido una fuerte acumulación de activos extranjeros en forma de reservas de los bancos centrales y de otras entidades oficiales y de activos extranjeros del sector privado de países con superávit.

Varios factores tienen una importancia fundamental para conseguir la estabilidad financiera internacional y una intermediación ordenada de los flujos de capital globales. Entre ellos se encuentran: 1) que EE.UU. y sus mercados financieros sean capaces de continuar atrayendo capital extranjero; 2) reforzar las políticas que favorezcan la acumulación neta de capital por los países emergentes y, 3) que los mercados financieros sean capaces de evitar que el ajuste de la cotización del dólar se haga desordenado.

En muchos países emergentes, el crédito a las familias está creciendo rápidamente, si bien partiendo de una base

muy baja. Este mayor acceso al crédito contribuye a evitar oscilaciones en el consumo personal, aumenta las oportunidades de inversión, reduce las limitaciones a la actividad de las pequeñas empresas y de las empresas familiares, y permite la diversificación de los activos de las familias y de las instituciones financieras. Sin embargo, el rápido aumento del crédito a las familias sin una estimación adecuada del nivel de riesgo y una infraestructura prudencial puede debilitar los balances de los hogares, contribuye a la aparición de burbujas en los precios de los activos, a deteriorar las balanzas por cuenta corriente y provoca vulnerabilidad en los sistemas financieros de varios países emergentes.

En la mayoría de los países emergentes, la expansión del crédito al por menor, partiendo de niveles relativamente bajos, es beneficiosa y no supone una amenaza directa a la estabilidad financiera. Sin embargo, el crédito a las familias ha crecido en esos países durante un período de bajos tipos de interés en los mercados internacionales y de tipos decrecientes en esos países. En consecuencia, los balances de las familias podrían estar sometidos a presión si cambian las condiciones financieras en esos mercados. En una situación más adversa, la debilidad de los balances familiares podría aumentar las tensiones en el sector financiero, debilitar los precios de los activos y reducir el consumo. En algunos países emergentes hay motivos adicionales de preocupación, puesto que el aumento del consumo financiado con créditos ha deteriorado la balanza de pagos, dejando a las familias prestatarias expuestas al peligro de fuertes pérdidas si suben considerablemente los tipos de cambio y de interés y si se reducen sensiblemente los precios de las viviendas.

Las autoridades de estos países pueden tomar medidas para prevenir o mitigar los peligros derivados del aumento del crédito a los hogares, tales como adoptar una gestión macroeconómica prudente que contribuya a reducir el riesgo de fuertes y bruscas oscilaciones de los ingresos familiares, de los tipos de cambio y de interés, establecer reglas prudenciales para la concesión de créditos, estimular la adopción de estándares acertados para la creación de deuda, fomentar la transmisión de información entre los bancos y establecer un cuadro legal y regulador y una infraestructura adecuados en donde desarrollan su actividad. Aunque los países emergentes ya han hecho progresos importantes en los últimos años en este sentido, aún queda mucho por hacer. Es necesario tomar medidas para que puedan disfrutar de los importantes beneficios que se derivarían de un desarrollo pleno del mercado y evitar ciclos de auge y de recesión durante su período formativo.