

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 de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional.
2. Informe sobre la estabilidad financiera mundial del Fondo Monetario Internacional.
3. Informe de los Cinco Institutos Alemanes de Investigación de la Coyuntura.

1. Perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional

El informe que nos ocupa es de lo más optimista, quizás el más optimista de los últimos años. Estima que la sólida expansión de la economía mundial, vigente desde hace cinco años, se va a mantener a pesar de la reciente volatilidad de las bolsas y de la debilitación de la economía de EE.UU. Para el FMI, la corrección a la baja en las cotizaciones de las acciones producida a finales de febrero sólo ha sido un ajuste modesto y no un cambio fundamental en el sentimiento del mercado, puesto que las cotizaciones de las acciones continuaron en niveles

cercanos a sus máximos. El optimismo de los mercados financieros, el descenso de los precios del petróleo desde su *récord* de 77 dólares/barril en el pasado agosto y las buenas expectativas respecto a la inflación contribuirán a que la producción mundial crezca un 4,9 por 100 durante este año y el próximo. Este panorama favorable podría verse amenazado por la acción de ciertos factores, entre ellos, una desaceleración más fuerte de la prevista en el mercado inmobiliario norteamericano, y una brusca oleada de ventas de activos poco seguros que hiciese bajar considerablemente las cotizaciones de las bolsas. El FMI se muestra menos preocupado que a finales del año pasado por la posibilidad de que eso ocurra. Dice textualmente "El peligro de una recesión parece menos amenazante que en septiembre de 2006" y añade, además, que la posibilidad de que el crecimiento mundial se sitúe por debajo del 4 por 100 en 2008 podría ser inferior al 20 por 100.

Simon Johnson, el nuevo economista jefe del FMI, ha declarado a los periodistas, al presentar el informe, que no cree que vaya a ser necesaria una intervención "a mano dura" de los gobiernos o de organismos internacionales para controlar el *carry trade* en el que los inversores toman préstamos en yenes, cuyo tipo de interés es el más bajo del mercado, para invertirlos en otras monedas con tipos más altos. El efecto de los comentarios de Johnson ha sido que los inversores han hecho bajar al yen respecto al euro a un nuevo mínimo, lo que parece mostrar que la comunidad internacional no parece demasiado preocupada por la caída de la divisa japonesa.

Respecto a la economía norteamericana, el FMI rebajó su pronóstico de crecimiento para 2007 en 0,7 puntos, hasta situarlo en un 2,2 por 100 debido a una desaceleración mayor de la prevista en la construcción. También re-

bajó su pronóstico para 2008 hasta un 2,8 por 100, advirtiendo que el descenso en la construcción continúa y que podría provocar una debilitación más fuerte y más duradera que la prevista e, incluso, una recesión en EE.UU., que podría transmitirse a otros países. No obstante, cree más probable que sólo se produzca una interrupción en el crecimiento y no una recesión. Respecto a la Eurozona, el FMI mejoró sus previsiones de expansión para 2007 y 2008 hasta el 2,3 por 100 cada año, gracias a una mayor confianza empresarial y de los consumidores, menores tasas de paro y algunos factores especiales, como la Copa Mundial de Fútbol celebrada en Alemania que ha favorecido que el crecimiento en este país sea el mayor registrado desde hace seis años. Son unos pronósticos muy positivos que justifican el optimismo de los inversores y de los mercados, declaró Simon Johnson. Mejoró, asimismo, su pronóstico para el Reino Unido hasta un 2,9 por 100 este año, aunque será algo más débil en 2008, sólo un 2,7 por 100. También aumentó los pronósticos de crecimiento de Japón, India, África, Medio Oriente y Europa Central y Oriental, en general, gracias a los altos precios de los productos básicos que exportan y a unas condiciones financieras favorables. Por su parte, la economía china continúa fuerte: su crecimiento será de un 10 por 100 este año y un 9,5 por 100 el próximo.

Como de costumbre, el FMI urge a los gobiernos a que aprovechen al máximo las actuales condiciones financieras favorables, avanzando en el camino de las reformas estructurales, reduciendo los desequilibrios exteriores y fortaleciendo su equilibrio presupuestario, especialmente necesario a causa del envejecimiento de sus poblaciones. El FMI prevé, asimismo, que el déficit por cuenta corriente norteamericano descienda hasta el 6 por 100 de su PIB en 2007.

El FMI examina la evolución de los tipos de interés y estima que su incremento en las regiones más importantes del mundo ha conseguido contener la inflación sin amenazar por ello el crecimiento. Recalcó el problema al que se enfrenta el Federal Reserve norteamericano: "Se encuentra ante el difícil dilema de apaciguar la preocupación de que el crecimiento se debilite sin que su intervención bajando los tipos aumente el peligro de inflación. Su decisión de mantener los tipos de interés a su nivel actual parece ser la más apropiada en las presentes circunstancias." Aunque los mercados financieros habían previsto que el Fed bajaría los tipos en septiembre, el FMI le aconseja que no lo haga, y que mantenga el tipo base al 5,25 por 100, que no ha cambiado desde el pasado mes de junio: "Si el crecimiento es mayor que el esperado, el mercado laboral continúa rígido, y la inflación subyacente no baja, las expectativas de una caída de los tipos podrían no confirmarse", dice el Fed.

El FMI urge al Banco Central Europeo (BCE) a que incremente su tipo base en 0,25 puntos este verano, hasta el 4 por 100 y añadió que, quizás serían necesarias nuevas subidas posteriores, a causa de un crecimiento económico fuerte y para frenar nuevas demandas de aumentos de salarios. Estima, también, que el BCE debería estar dispuesto a subir los tipos una vez más, a pesar de que se espera que la inflación de los precios al consumo descienda hasta el 2 por 100 a finales de este año. Por otra parte, los reducidos tipos de interés en Japón han sido decisivos para que su economía salga de su estancamiento, que ha durado diez años, aunque —señala el informe— "es posible que hayan contribuido también a fomentar el *carry trade* y a debilitar el yen". El crecimiento económico japonés continúa siendo sólido, pero "la inflación sigue a un nivel peligrosamente cerca de cero".

El informe dedica un capítulo —probablemente el más interesante— a los efectos de la globalización sobre el mercado laboral de los países industriales durante las últimas décadas y su posible influencia sobre la caída en el porcentaje de los ingresos laborales sobre el PIB, y llega a las siguientes conclusiones:

1ª) El número global de trabajadores activos se ha cuadruplicado en los últimos veinte años debido, sobre todo, al comercio internacional y, en segundo término, a la inmigración. Examinando la ratio fuerza de trabajo/porcentaje de exportaciones sobre el PIB de cada país, el FMI concluye que la oferta efectiva global de trabajo se ha cuadruplicado de 1980 a 2000, la mitad del aumento procedente de Extremo Oriente. Los países industriales pueden acceder a ese aumento de mano de obra mediante el comercio internacional y la inmigración. Así, el porcentaje de productos de países en desarrollo sobre el total de manufacturas importadas por los industriales se ha duplicado desde principios de los años noventa. Actualmente, está muy generalizado el término *offshoring*, es decir, trasladar parte del proceso productivo de los países industriales a otros en desarrollo con mano de obra más barata, pero, contrariamente a la opinión más extendida, los *inputs* procedentes del *offshore* importados en los países industriales han crecido menos que sus importaciones totales. Además, el aumento del *offshoring* en las economías industriales ha contribuido a que las importaciones de productos de tecnología relativamente avanzada procedentes de los emergentes aumenten más que las del trabajo no especializado.

2ª) El porcentaje de los ingresos laborales sobre el PIB en los países industriales ha disminuido considerablemente desde la década de los ochenta, y esa caída ha sido más intensa en Europa continental y Japón que en los países anglosajones. Asimismo, la mayor parte de esa reducción se

ha debido al deterioro de los sectores intensivos en mano de obra no cualificada de los países industriales. Por el contrario, los ingresos del trabajo especializado han aumentado especialmente en las economías anglosajonas, donde ese porcentaje ha aumentado cinco puntos. No obstante, la retribución real del trabajo en los países industriales ha mejorado desde los años ochenta reflejando, tanto el aumento de puestos de trabajo como una mayor retribución real por trabajador.

3ª) La reducción en la proporción de los ingresos laborales sobre el PIB en las economías avanzadas se debe a la globalización, a los avances tecnológicos y a las políticas del mercado de trabajo. De estos tres factores, la tecnología es el más importante. Las reformas introducidas en la regulación del mercado de trabajo en los países anglosajones dirigidas a aumentar su flexibilidad y a disminuir los costes de la mano de obra para las empresas han contribuido a que esa reducción haya sido menor en ellos. Últimamente, algunos países europeos han seguido el ejemplo anglosajón, con algún éxito. También unas importaciones más baratas han beneficiado la economía. En todos los países industriales, el impacto de movimientos en los precios del comercio internacional en el crecimiento de los salarios reales ha añadido, como media a los mismos, algo más de 0,2 puntos porcentuales al año, el máximo en Japón, casi 0,4 puntos, y el mínimo en los grandes países europeos, un poco menos de 0,2 puntos.

A la vista de este análisis, el informe llega a ciertas conclusiones sobre la política a seguir. El impacto de la globalización sobre los ingresos de los trabajadores depende del volumen del PIB y del porcentaje del mismo percibido por el factor trabajo. Es evidente que la globalización ha aumentado ese volumen, pero el efecto de la misma sobre el porcentaje percibido por el factor trabajo está menos claro. La globalización ha sido uno de los factores responsables de su disminución, pero no el dominante. La política a seguir debe ser, pues, fomentar la creación de empleo aumentando los ingresos de los trabajadores con salarios bajos o, al menos, rebajando los impuestos sobre el trabajo. Se debe también promover una educación básica dirigida a toda la población y ofrecer oportunidades a los trabajadores para que mejoren su nivel de especialización. Hay que combinar la apertura al comercio internacional con una distribución de los ingresos políticamente aceptable en los países industriales, una tarea difícil pero necesaria.

En la parte dedicada a Asia, el informe constata que esa región está atrayendo grandes flujos de capital, sin que estén causando una apreciación de sus divisas, inflación y desequilibrios macroeconómicos. Eso debería tranquilizar a los numerosos políticos y economistas que temen que esos flujos puedan generar una apreciación rápida de los

tipos de cambio y aumentos fuertes y rápidos de los precios de los activos, las llamadas burbujas. No obstante, el informe reconoce que, como consecuencia de esos flujos, ha aumentado el peligro de volatilidad de los mercados. El informe señala, asimismo, que el interés de los inversores en Asia se mantendrá fuerte debido a las buenas perspectivas de crecimiento de la región, unos datos fundamentales económicos sólidos y, por último, que los grandes flujos de capital entrantes en la región se verán compensados por un aumento de los salientes.

Probablemente continuará la presión sobre las divisas de la región, como consecuencia de los fuertes superávits por cuenta corriente de muchas de sus economías. El FMI estima que los flujos brutos de capital entrantes en Asia, excluyendo Japón, ascendieron a 830 mil millones de dólares durante el año 2006 gracias a la liberalización de los mercados financieros. Afortunadamente, unos flujos salientes de más de 380 mil millones han reducido parte de los perjuicios posibles que podrían generar esos enormes flujos entrantes. El informe advierte, sin embargo, que "la volatilidad de unos fuertes flujos entrantes de capital ha aumentado", incluyendo subidas abruptas de capital a corto plazo, porque las inversiones de cartera constituyen un porcentaje cada vez mayor de los flujos totales de capital.

Esto supone un reto, especialmente para pequeñas economías abiertas, y puede hacer más complicada la política económica a corto plazo. El FMI recomienda a las economías regionales que se defiendan contra la volatilidad adoptando políticas que aumenten la protección frente a riesgos en las instituciones financieras.

Se estima que el crecimiento global en Asia se desacelerará hasta un 8,5 por 100 el año actual (fue de un 9 por 100 en 2006) y sería aún menor si se produjera una debilitación superior a la esperada en la economía norteamericana. También podría aumentar la inflación si suben los precios del petróleo como consecuencia de tensiones políticas.

2. Informe sobre la estabilidad financiera mundial del Fondo Monetario Internacional

El diagnóstico del informe es claro y moderadamente optimista: en conjunto, las perspectivas económicas globales son favorables, especialmente la intensa activación económica en la Eurozona y la fortaleza de algunos mercados emergentes liderados por China, que continúan siendo una base firme para la estabilidad financiera internacional, apoyada en unas perspectivas económicas sólidas,

aunque los peligros se han incrementado en determinados ámbitos. El desarrollo de los mercados refleja ciertos cambios en los riesgos financieros subyacentes y en las condiciones económicas desde el informe del pasado mes de septiembre. Aunque, a corto plazo, ninguno de esos nuevos riesgos identificados en este informe puede suponer por sí solo una amenaza a la estabilidad financiera, evoluciones negativas en un área pueden causar un aumento de los riesgos en otras, con consecuencias adversas para toda la economía. Las recientes turbulencias en los mercados confirman esta opinión y recuerdan a los participantes en los mercados que revaluaciones fuertes e inesperadas pueden producirse en situaciones como la actual.

La situación económica mundial ha propiciado un entorno financiero benigno pero, en algunas áreas, han aumentado los riesgos de crédito y de los mercados financieros. Así, el segmento de hipotecas de alto riesgo en EE.UU. se ha deteriorado más de lo que se esperaba por la desaceleración del mercado inmobiliario norteamericano. Aunque el impacto negativo se ha limitado principalmente a este tipo de hipotecas y a los títulos valores emitidos sobre las mismas, el crecimiento del sector de alto riesgo y sus vinculaciones cada vez más estrechas a diversos tipos de títulos valores significan que los *shocks* podrían crear perturbaciones en los mercados de activos en general. En particular, es posible que el relajamiento de las normas crediticias se haya extendido más allá del segmento de alto riesgo, ya que en ciertos ámbitos del sector de hipotecas de segunda línea, es decir el siguiente segmento hipotecario por nivel de riesgo, posiblemente se haya producido el mismo debilitamiento de las normas de evaluación del riesgo observado en este sector. Por ello, los precios de los títulos valores respaldados por estas hipotecas han caído ante las señales de deterioro y podrían registrarse pérdidas en otros mercados de crédito al consumo, incluidas las tarjetas de crédito y los títulos valores respaldados por préstamos para la compra de automóviles.

Han aumentado masivamente las compras de empresas por grupos de capital de riesgo. Las empresas adquiridas mediante compras apalancadas tienen necesariamente un alto nivel de endeudamiento que las hace más vulnerables a perturbaciones económicas. El fracaso de una o más operaciones de gran volumen podría dejar a los bancos implicados expuestos a un fuerte riesgo, y podría conducir a una reevaluación más amplia de los riesgos de un sector más vasto de productos crediticios.

Es posible que los inversores en los mercados financieros infravaloren los riesgos de corrección a la baja al estimar que las condiciones actuales de bajas primas de riesgo y escasa volatilidad se van a mantener. El auge del *carry trade* es una prueba más de este optimismo exce-

sivo de los inversores, que no piensan que los factores que han generado este contexto de reducida volatilidad pueden desaparecer en un futuro cercano. Un *shock* provocado por una mayor volatilidad podría verse magnificado por las posiciones apalancadas y por incertidumbres sobre las concentraciones de riesgos resultantes de la rápida expansión actual de productos crediticios innovadores y complejos.

Persisten los peligros derivados de la creciente afluencia de capitales hacia los mercados emergentes, aunque se han atenuado en cierta medida. Esa afluencia se debe a los mejores datos de esos mercados, a la búsqueda de mayores rendimientos dado el reducido nivel de los tipos de interés en los mercados maduros y a que los inversores están asumiendo mayores riesgos. Las amenazas derivadas de una caída en el crecimiento mundial se han reducido desde el pasado mes de septiembre. A pesar de que ninguno de los peligros representa una amenaza directa contra la estabilidad financiera, el agravamiento de un sector podría extenderse a otros.

En EE.UU., la autoridad encargada de la supervisión financiera debe evitar que un posible empeoramiento del mercado inmobiliario ponga en peligro las hipotecas de prestatarios en dificultades. En los mercados maduros, los responsables de la política económica deben seguir supervisando el fuerte crecimiento de las compras apalancadas organizadas por grupos de capital de riesgo y alentar a los intermediarios financieros a evaluar correctamente los peligros que éstas suponen.

Las compras de activos financieros internacionales por los inversores nacionales se ha triplicado en la última década, una tendencia evidente desde hace tiempo, reforzada por la creciente importancia de los *hedge funds* y de las reservas de divisas de los países emergentes colocadas en los mercados financieros internacionales. Así, el volumen de los activos financieros administrados por *hedge funds* se duplicó con creces en la última década, alcanzando los 53 millardos de dólares en 2005, de los que, aproximadamente la mitad, corresponden a instituciones norteamericanas, y más de un cuarto a Europa Continental, seguidos de Japón y Reino Unido.

Ha disminuido la propensión de los inversores institucionales a invertir en el mercado nacional, tanto en títulos de renta fija como variable, aumentando la de invertir en los mercados internacionales. Los inversores institucionales cada vez recurren, en mayor medida, a *hedge funds* para conseguir mejores rentabilidades. Así, el capital de éstos colocado en *hedge funds* ascendía en EE.UU. a 360 millardos de dólares a finales de 2005, lo que representa el 30 por 100 del total de activos invertidos en estos fondos.

Las reservas oficiales de divisas de los mercados emergentes se han convertido en un elemento central de la distribución internacional de activos financieros, contribuyendo decisivamente al financiamiento de los desequilibrios mundiales. Esas reservas se han incrementado más del doble desde 2002. Además, los gobiernos de los países productores de productos básicos han pasado a ser grandes inversores en instrumentos financieros, sobre todo acciones y bonos, a través de fondos soberanos de acumulación patrimonial. Se estima que esos fondos administran más de 1,4 millardos de dólares.

La diversidad de activos, países de origen y tipos de inversores que participan en la acumulación de activos transfronterizos sugiere que esta forma de globalización debería fomentar la estabilidad financiera. La longitud de horizontes y el menor apalancamiento de los inversores institucionales implican una mayor propensión a tolerar eventuales volatilidades del mercado. Sin embargo, la velocidad a la que se están produciendo estos cambios y la gran magnitud de los flujos de capital que implican pueden provocar distorsiones temporales de los precios en los mercados financieros, creando, así, focos de vulnerabilidad.

En algunos países de mercados emergentes, la creciente demanda ha superado la disponibilidad de activos financieros nacionales, dando lugar a una brusca subida de sus precios, un rápido crecimiento del crédito y una apreciación de sus monedas. Además, los inversores se han ido aventurando en mayor medida hacia inversiones de baja calidad en las que tienen poca experiencia. El papel cada vez más importante de los inversores apalancados como los *hedge funds*, puede haber introducido una propensión a que se disparen los precios de los activos en situaciones favorables, elevando así la probabilidad de que se produzcan correcciones a la baja si empeoran las condiciones financieras.

Es necesario, pues, que la regulación prudencial y la supervisión centren más su atención en los riesgos internacionales que se transmiten a través de los instrumentos del mercado financiero. Los países pueden reducir vulnerabilidades si desarrollan mercados e instrumentos sólidos y establecen entornos propicios para que los participantes en el mercado puedan compartir y transferir riesgos a los que estén en mejores condiciones y más dispuestos a absorberlos. Por último, la presencia de mecanismos que permitan cerrar brechas considerables en los flujos de información financiera mundial puede facilitar una supervisión más eficaz.

El informe se ocupa, en especial, de la globalización de las instituciones financieras, estrechamente ligada a otros cambios estructurales del sector financiero, como la pro-

liferación de conglomerados en los que se combinan diferentes actividades del sector financiero; el gran número de fusiones y adquisiciones; la titulización y la expansión de instrumentos derivados, y una mejor capacidad de gestión de riesgos dentro de las instituciones, apoyada por el rápido avance tecnológico. Estas tendencias han creado instituciones financieras más grandes y complejas, de mayor alcance internacional, que recurren cada vez más a los mercados internacionales para obtener financiación en lugar de utilizar fuentes nacionales. Asimismo, han dado lugar a un repunte de la internacionalización de los bancos de dimensiones más reducidas, a menudo con orientación regional.

De todos los tipos de instituciones financieras, los bancos son los que más se han esforzado por establecer una presencia internacional. El incremento de la participación extranjera en la estructura de propiedad de los bancos ha sido especialmente rápido en Europa Oriental y en América Latina.

Para las instituciones individuales, la diversificación internacional parece rendir beneficios en términos de rentabilidad y valoración de mercado e indicadores de solidez. Sin embargo aún no se ha determinado claramente si la diversificación internacional ha dado o no lugar a una reducción del riesgo sistémico de estas instituciones como grupo, fundamentalmente si tienen lugar grandes acontecimientos adversos. Cuando los bancos, como grupo, se diversifican en el ámbito internacional, los sistemas pueden hacerse más vulnerables a grandes *shocks* comunes a todos ellos y a efectos de un posible contagio. Por ejemplo, parecen haberse incrementado las operaciones y otros vínculos entre grandes instituciones globalizadas. Además, los principales mercados bancarios locales e internacionales están más concentrados, y existe un número relativamente reducido de grandes instituciones internacionales que tienen una función central en varios de ellos. Esos efectos pueden aumentar los riesgos sistémicos potenciales en los sistemas financieros y a nivel internacional.

Al parecer, cuando en un país hay presencia de fuertes bancos extranjeros sus sistemas bancarios se vuelven más resistentes a las crisis bancarias nacionales tradicionales. No obstante, los bancos de propiedad extranjera también pueden haberse convertido en canales a través de los que podrían surgir otras vulnerabilidades. Los sistemas financieros con una presencia considerable de bancos extranjeros son más vulnerables a los *shocks* del exterior que afectan a la casa matriz, por ejemplo. Esos *shocks*, en algunos casos, pueden ser de mayor magnitud y más difíciles de resolver, o incluso de prever, por las autoridades locales.

Para maximizar los beneficios de la globalización financiera conteniendo, al mismo tiempo, los riesgos potenciales, las autoridades tienen que cerciorarse de que existe una supervisión eficazmente coordinada de las instituciones financieras internacionalizadas que contribuya a prevenir posibles crisis futuras. Necesitan, asimismo, establecer mecanismos internacionales de control y resolución de crisis que sean lo suficientemente robustos para hacer frente a un *shock* grave y reducir al mínimo los efectos de un posible contagio. Se está avanzando en estos aspectos, pero todavía queda bastante por hacer en muchos países.

3. Informe de los Cinco Institutos Alemanes de Investigación de la Coyuntura

Nunca han estado los 5 Institutos (en esta ocasión no ha participado el de Hamburgo) tan optimistas como ahora. En la Primavera de 2007, la coyuntura económica mundial se mantiene fuerte; aunque su ritmo se ha moderado ligeramente, sobre todo, porque la expansión norteamericana se ha ralentizado. Crecen mucho los países en desarrollo y los emergentes, gracias, fundamentalmente, a su creciente integración en la economía mundial. El crecimiento de los industriales, por el contrario, no es mayor que en expansiones anteriores.

La debilitación del crecimiento norteamericano no se ha extendido a otros países, por el momento. Se mantiene la expansión en la Eurozona y Japón, debida, fundamentalmente, a una política monetaria expansiva. A pesar de la debilitación de la coyuntura, el Fed no ha reducido tipos de interés por temor a reavivar la inflación. Sólo lo hará si, a mediados de año, las tensiones inflacionistas se moderan. Por el contrario, el Banco Central europeo (BCE) ya está preparando el mercado para subir los tipos el próximo verano. Este año y el próximo, las coyunturas de los países industriales se aproximarán: en la Eurozona, la expansión seguirá moderada porque la política fiscal la limita mientras que la monetaria apenas si la estimula. En EE.UU., por el contrario, desde mediados de año la coyuntura ganará fuerza progresivamente. La coyuntura mundial favorable descansará, durante 2007 y 2008, en un intenso crecimiento de los países emergentes.

Sin embargo, la evolución del mercado inmobiliario norteamericano constituye una amenaza para este panorama favorable: si los precios de los inmuebles experimentan un fuerte descenso, la demanda de las familias se reducirá y, posiblemente, disminuirá también la confianza de los inversores en dólares y en activos de EE.UU., una evolución peligrosa dada la gran necesidad de capital extran-

jero de esta economía. Una recesión norteamericana se extendería a la economía mundial, dada la interdependencia de los mercados financieros y el gran volumen de sus importaciones. Un peligro adicional es que, en los últimos años, se han difundido nuevos instrumentos financieros cuyo comportamiento, en situaciones de recesión, está por conocerse. Desde luego, han favorecido la expansión, pero no es seguro que resistan bien en caso de un súbito empeoramiento de la situación. El fin del *boom* inmobiliario americano será su primera prueba.

La economía alemana se encuentra en fuerte expansión gracias a varios factores que se refuerzan mutuamente. Uno de ellos, la moderación salarial existente desde hace años, ha favorecido el incremento de la competitividad de su economía y los beneficios de las empresas. Otro factor ha sido que las empresas, después de la recesión de 2001, mejoraron su rentabilidad gracias a una intensa reestructuración. Esto perjudicó de entrada al mercado de trabajo. Sin embargo, posteriormente, las inversiones se hicieron más rentables y se contrataron de nuevo trabajadores. También estimuló la economía alemana la fuerte expansión de la economía mundial. Los institutos estiman que la recuperación continuará este año, aunque será menor que el anterior. Una causa es que la política fiscal es restrictiva y, además, la monetaria pasará de expansionista a neutral: se estima que el BCE subirá este verano el tipo de interés 25 puntos básicos llegando a un 4 por 100. A pesar de ello, las condiciones monetarias generales no impedirán que continúe la expansión, ya que los tipos de interés a largo plazo siguen bajos en relación con los del pasado. La recuperación estará apoyada también por la moderación salarial: los salarios efectivos subirán más que en 2006, pero el aumento de los costes salariales será contrarrestado por la disminución de las contribuciones de las empresas a la seguridad social y otros costes análogos.

Probablemente, el producto interior bruto (PIB) real alemán crecerá un 2,4 por 100, gracias, fundamentalmente, a la demanda interna, ya que el consumo privado se recuperará por el incremento de la renta disponible de las familias derivado del notable aumento del empleo. También crecerán las inversiones, las empresas se esforzarán más para aumentar su capacidad de producción. Las exportaciones reforzarán la coyuntura y la economía alemana mantendrá su porcentaje de las exportaciones mundiales. Al mantenerse la expansión mejorará la situación del mercado laboral alemán, aunque el empleo aumentará más despacio que en 2006. El número de parados será, por primera vez desde 2001, inferior a 4 millones, experimentando, respecto al año anterior, un descenso de 700.000 personas, situándose en 3,75 millones. El porcentaje de parados disminuirá un 1,6 por 100, situándose la tasa de desem-

pleo en el 8,7 por 100. Como consecuencia de la subida del IVA, los precios al consumo este año serán un 1,8 por 100 más altos que el pasado.

La recuperación también se ha extendido a Alemania Oriental, gracias, en buena medida, al fuerte aumento de la producción industrial y a la expansión de la construcción. Asimismo, mejorará la situación del mercado de trabajo, aunque el paro seguirá alto, con una tasa del 15 por 100, casi el doble que en Alemania Occidental.

Además de los peligros que acechan a este panorama favorable derivados de la situación de la economía internacional, existe el riesgo de que, en 2008, la subida de salarios sea superior a la prevista por los Institutos. En tal caso, la economía alemana perdería competitividad, aumentaría el riesgo de inflación y el BCE tendría que subir los tipos. La expansión y el empleo sufrirían.

La coyuntura favorable actual no debería inducir a las autoridades a abandonar o retrasar sus planes de reforma. El paro estructural alemán sigue siendo muy alto y la consolidación de las finanzas públicas aún no está terminada, aunque es cierto que el déficit público ha disminuido notablemente porque la expansión ha hecho aumentar los ingresos fiscales y reducir el gasto público, al tiempo que las desgravaciones fiscales han disminuido, de modo que el año próximo desaparecerá el déficit. Sin embargo, para alcanzar el equilibrio presupuestario en todo el ciclo económico se debe seguir reduciendo el gasto de consumo. Esto es necesario para poder continuar rebajando los impuestos y gastos públicos y conseguir una consolidación cualitativa. Por el contrario, el Estado debe aumentar su gasto de inversión y la eficacia de la misma para acelerar el crecimiento económico. Si descontamos la rebaja del impuesto sobre sociedades, la ratio impuestos/PIB sigue aumentando. El objetivo a medio plazo de la política fiscal debería ser reducir los impuestos sobre los salarios y las empresas para aumentar el crecimiento y el empleo. También hay que modificar el sistema de impuestos sobre sociedades porque la reforma prevista para 2008 no es lo suficientemente ambiciosa. La supresión de la amortización depreciable del gasto en bienes de equipo de las empresas ha perjudicado las inversiones, al elevar el coste de utilización del capital. Para estimular el gasto en bienes de capital debería introducirse de nuevo este tipo de amortización.

La política monetaria se encuentra ante el peligro de que la actual expansión aumente la inflación. Mientras que, en el resto de la Eurozona, la producción crece más despacio que la capacidad productiva, en Alemania ocurre lo contrario. Por ello, el BCE debe dedicar una atención especial a eventuales tendencias inflacionistas en Alemania. Si la subida de precios en la Eurozona es mayor que la prevista por los

Institutos, la política monetaria tendrá que hacerse más restrictiva para no poner en peligro su objetivo de estabilidad de precios, tanto más cuanto que la liquidez en la Eurozona es abundante.

El clima económico en Alemania en el período recogido en este informe dependerá, sobre todo, de la política salarial. A este respecto, las subidas de sueldos no perjudican al empleo si no agotan el margen de distribución entre salarios y beneficios de las empresas, que hoy debe estar entre el 2,5 y el 3 por 100. En vista de la elevada tasa de paro actual es necesario respetar ese límite. Para que los trabajadores disfruten también de los beneficios de la expansión actual, en lugar de subidas de salarios se debería recurrir a la entrega única de una cantidad determinada establecida en las negociaciones salariales. Algunas de las reformas de los últimos años han contribuido a mejorar la situación del mercado de trabajo, tales como la desregulación en ciertos sectores y el descenso de las retribuciones sustitutivas del salario. Aún así, para reducir el paro de larga duración son indispensables nuevas reformas del mercado de trabajo y de la política laboral. En Alemania, actualmente se está discutiendo e, incluso en parte puesto en vigor, el establecimiento de un salario mínimo, aunque, o no sirve para nada o destruye puestos de trabajo.

En la Eurozona se debate cuánto más se puede reducir la tasa de desempleo sin que se produzcan escaseces en el mercado de trabajo que den lugar a notables aumentos de salarios en algunos países como Alemania, Países Bajos e Irlanda, donde el paro ya es muy bajo. Sin embargo, en otros existen factores que harán que los aumentos sean moderados, en algunos porque el paro es relativamente alto, como Francia y Bélgica; en otros, como Italia, Grecia y Portugal, porque las empresas se esfuerzan en reducir su pérdida de competitividad; en España y Austria una intensa inmigración frena los aumentos salariales. En 2008, la subida de costes salariales será lo suficientemente moderada para no poner en peligro la estabilidad de precios. En Alemania aumentan esos costes por primera vez tanto como en el resto de la Eurozona.

En política monetaria, los Institutos estiman que el BCE subirá el tipo base hasta el 4 por 100 a medidos de año y que no lo modificará durante 2007 y 2008. Probablemente, el tipo a 3 meses será de un 4,2 por 100, es decir, la política monetaria será neutral. Los tipos en el mercado de capitales subirán lo mismo que en el monetario. El tipo de cambio euro/dólar será de un 1,32, aproximadamente.

Los Institutos estiman que la expansión en la Eurozona durante la primera mitad de este año será menos intensa que en 2006, aunque seguirá una trayectoria ascendente porque los pedidos siguen aumentando y los

ingresos de las familias continúan creciendo como consecuencia de las subidas del empleo y de los salarios. En 2007, sin embargo, se notarán los efectos de una política fiscal más restrictiva y se debilitará el efecto estimulante de la monetaria al hacerse neutral. La demanda de inmuebles se reducirá y, en consecuencia, la construcción aumentará más despacio. Con una coyuntura mundial menos favorable y una competitividad no tan fuerte, las exportaciones de la Eurozona no crecerán tan deprisa como en 2006. El aumento del PIB será, aproximadamente, de un 2,5 por 100 en 2007 y 2008. El paro, que descenderá sensiblemente en 2007, lo hará algo menos en 2008. Si el precio del petróleo no sube, no aumentará la inflación, que será de un 2 por 100 durante 2007 y 2008.

En Francia, el PIB creció un 2,2 por 100 en 2006, acelerándose ligeramente la demanda a finales de año al aumentar la inversión, pero aún así, el incremento del PIB fue menor que la media de la Eurozona, como consecuencia, sobre todo, de un aumento más reducido de las exportaciones. Los costes laborales sólo subieron moderadamente. La debilidad de las exportaciones sólo puede explicarse por una pérdida, aunque no muy grande, de la competitividad y porque el sistema productivo francés se dirige, fundamentalmente, al consumo y a la inversión internas. Sin embargo, el aumento del empleo se aceleró en 2006 y el paro bajó desde el 10 hasta el 9 por 100. La inflación al consumo se situó claramente por debajo de la media de la Eurozona, en un 1,2 por 100 en febrero de 2007. En vista de las próximas elecciones hay incertidumbre sobre la política económica futura, aunque los programas de todos los candidatos son claramente expansivos. Sin embargo, dado el alto déficit público —en 2006 un 2,5 por 100 del PIB— la probabilidad de una futura política fiscal expansiva es escasa. Los Institutos estiman que será neutral y que el PIB aumentará en 2007 y 2008 lo mismo que en 2006. Las inversiones y el consumo privado crecerán. Como no va a ser fácil corregir la debilidad estructural de la exportación francesa, los pedidos del extranjero disminuirán. La inflación será un 1,5 por 100 y el paro bajará a un 8 por 100 hasta finales de 2008.

En Italia, la expansión se aceleró en 2006 y el PIB aumentó (media anual) un 1,9 por 100. El paro, tras una fuerte caída en la primera mitad del año, se estabilizó. La recuperación se basó en un fuerte aumento de las inversiones y el consumo privado. Los pedidos del extranjero dejaron de descender. Tras cinco años consecutivos de reducciones, la producción industrial subió por primera vez. La producción de máquinas de herramientas italianas aumentó como consecuencia de la expansión en la Eurozona, y mejoran, también, los indicios de que las industrias automovilística y textil italianas, que han sufrido mucho los últimos años por una creciente competencia internacional,

están saliendo poco a poco de su debilidad. Como el año pasado, la política fiscal italiana está orientada hacia la consolidación presupuestaria habiendo conseguido una notable mejora en este sentido. El gobierno quiere, sobre todo, aumentar los ingresos y subir muy poco los gastos. El incremento de algunos impuestos al consumo y una insignificante subida del impuesto sobre la renta se ven compensados por una reducción de las cargas sociales de la empresa. Parece que los esfuerzos de hacienda contra la evasión de impuestos están generando resultados positivos, haciendo que los ingresos fiscales crecieran el año pasado un 10 por 100, casi el doble de lo que hubiera causado una reactivación de la coyuntura. La expansión actual se mantendrá, aunque de forma más moderada. Así, en 2007 y 2008 el PIB subirá algo menos que en 2006.

En España continúa la expansión e, incluso, se aceleró a finales del año pasado. El PIB subió un 3,9 por 100 en 2006, mucho más que en el resto de la Eurozona. Todos los componentes de la demanda contribuyeron a este crecimiento. El desarrollo favorable de los ingresos produjo un superávit fiscal de 1 por 100 del PIB. Este año será menor debido a una reducción de los impuestos. La producción industrial y los indicadores de confianza sugieren que la expansión se moderó ligeramente a principios de 2007. La capacidad productiva aumenta con fuerza: las inversiones subieron casi un 30 por 100 y la oferta de trabajo también debido a una intensa inmigración, a pesar de ello, el paro se redujo en 2006. Por otra parte, la demanda interna sólo puede financiarse con una gran importación de capital. En 2006, el déficit por cuenta corriente subió situándose por encima del 8 por 100 del PIB, debido en parte a una pérdida de competitividad de la economía española. En la pasada década, los salarios españoles han subido mucho más que en el resto de la Eurozona y también lo han hecho los precios, mientras que la productividad aumentó bastante más lentamente. Aunque el déficit por cuenta corriente aumenta la deuda extranjera de la economía española, la riqueza de las familias en los últimos años se ha incrementado rápidamente porque los precios de los inmuebles aumentaron más de un 10 por 100, en cierta medida debido a una mayor demanda extranjera. Últimamente, ese aumento se ha moderado mucho. El eventual fin del boom inmobiliario puede afectar gravemente a la coyuntura española: primero porque la construcción supone un alto porcentaje de la producción y del empleo y, segundo, porque una evolución desfavorable de la riqueza de las familias podría reducir su gasto. Este año y el próximo la expansión continuará, si bien, algo más lentamente.

En el Reino Unido, el PIB aumentó en 2006 un 2,8 por 100, bastante más que el año anterior. El crecimiento de la demanda interior se aceleró a lo largo del año, especialmente las inversiones, estimuladas por grandes be-

neficios de las empresas. La demanda exterior, por el contrario, cayó por la apreciación de la libra esterlina y por un aumento de la demanda interna de inversiones intensivas en capital. El paro creció ligeramente, a pesar de la buena situación económica, a causa de una fuerte inmigración, tan fuerte como el año anterior. Desde hace algún tiempo, la inflación está por encima del 2 por 100, el límite fijado por el Banco de Inglaterra. En enero de 2007 fue de un 2,7 por 100. Por ello, el Banco de Inglaterra ha subido el tipo de interés en noviembre y en enero, llegando hasta el 5,25 por 100. En 2007 y 2008 no continuarán aumentando los tipos porque la inflación bajará hasta el límite fijado por el Banco de Inglaterra antes de demasiado tiempo. A ello contribuirá también la creciente apreciación de la libra. Las finanzas públicas han mejorado muy poco. En el pasado año fiscal que terminó en marzo, el déficit público bajó hasta un 2,8 por 100. Según el Gobierno, en ese momento acabó el ciclo económico, de modo que se ha cumplido la regla presupuestaria según la cual el déficit público del ciclo completo no puede exceder de la cuantía de las inversiones públicas. El presupuesto actual prevé sólo una ligera subida del gasto público.

La expansión en el Reino Unido se moderará lentamente. Al principio, el consumo privado crecerá, apoyado en el aumento de la renta de las familias y del valor de sus viviendas. Debido a las anteriores subidas de los tipos de interés, el incremento de precios de los inmuebles se irá debilitando, así como el crecimiento de la riqueza familiar y del consumo privado. Por el contrario, las empresas aumentarán sus inversiones gracias a una buena cartera de pedidos y porque la capacidad produc-

tiva sin utilizar es mínima. La demanda extranjera sigue fuerte. Los Institutos prevén un aumento del PIB de un 2,6 por 100 para este año y de un 2,4 por 100 el próximo. La oleada de inmigrantes ha perdido fuerza, y el paro descenderá al aumentar el empleo. Será sólo de un 5 por 100 a finales de 2008.

El PIB real de los nuevos países de la UE del Este de Europa creció con fuerza en 2006, situándose en un 6,1 por 100. En Polonia y Eslovaquia, sobre todo, el crecimiento del PIB se aceleró mientras que en Hungría se debilitó ligeramente. En 2006, el paro bajó considerablemente en todos esos países. La expansión se basó, fundamentalmente, en la demanda interna, aunque también subieron las exportaciones netas. Las inversiones en equipo se vieron favorecidas por mayores beneficios de las empresas y por un incremento de las inversiones directas extranjeras, subiendo más que en el año anterior. En Polonia y los países bálticos subieron 10 por 100 o más, mientras que en Eslovaquia se debilitaron, al acabar la instalación de grandes fábricas de automóviles. Las inversiones en infraestructuras crecieron de forma importante por el efecto de planes comunitarios. El consumo privado también creció al aumentar, fuertemente, el empleo y los salarios, con la excepción de Hungría, a causa de las medidas de reducción del déficit público. Los precios se aceleraron en 2006 en la mayoría de esos países como consecuencia de la continuada expansión, produciendo una fuerte subida de los costes laborales. También han aumentado los precios fijados por el estado. Aún así, la subida de precios en Polonia y en Chequia fue menor que en la Eurozona. En 2007 y 2008 continuará la expansión en la región.