

# 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 de otoño de la Comisión Europea (CE).
2. Perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).
3. Informe de los Cinco Sabios sobre la economía alemana y mundial.

## 1. Perspectivas económicas de otoño de la Comisión Europea (CE)

Joaquín Almunia, Comisario para Asuntos Económicos y Financieros, resume así los pronósticos de la Comisión: "El panorama se ha ensombrecido claramente a causa de las turbulencias de este verano en los mercados financieros, la ralentización de la economía estadounidense y la continua subida de los precios del petróleo. Por ello, el crecimiento económico está disminuyendo y ha aumentado claramente el riesgo de una evolución peor que la prevista. Sin embargo, gracias al fuerte crecimiento de la economía mundial y a unos sólidos indicadores económicos, los efectos negativos deberían poderse limitar. La inflación

debería mantenerse moderada aunque hay riesgos de que aumente."

La Unión Europea (UE) y la eurozona comenzaron el año 2007 con datos económicos sólidos y un crecimiento mundial positivo, y, en consecuencia, con una situación favorable para hacer frente a eventuales turbulencias en los mercados financieros. La crisis empezó con un rápido aumento de los impagos en las hipotecas de alto riesgo en EE.UU., las llamadas hipotecas *subprime*. Ahora bien, esas hipotecas han sido transmitidas a otros bancos o instituciones y han sido divididas en paquetes y mezcladas, a su vez, con lotes de otros préstamos para formar unos productos financieros complejos y muy opacos, las llamadas *collateralized debt obligations*, CDO (deuda respaldada por una cartera diversificada de préstamos o bonos), de modo que los riesgos se transferían a los compradores de CDO, aunque el banco emisor respondía en caso de impagos por los tomadores de las hipotecas. De ese modo se creía que los riesgos se distribuían dentro del sistema financiero global. Así, algunos bancos o instituciones financieras europeas sin conexiones aparentes con el mercado hipotecario estadounidense han sufrido fuertes pérdidas en los últimos meses. Lógicamente, los inversores ahora se muestran muy reacios a aceptar CDO, con la consiguiente perturbación de los mercados. Aunque algunos se han recuperado ligeramente, ciertos segmentos cruciales del mercado de crédito se han visto muy afectados. A pesar de que los bancos centrales han intervenido enérgicamente en los mercados inyectando fuertes cantidades de dinero, contribuyendo así a estabilizar la situación, persiste el riesgo de que la turbulencia continúe, en especial en EE.UU.

Según el pronóstico de la Comisión, las turbulencias deberían ir desapareciendo gradualmente, pero aún así, harán que las condiciones financieras mundiales se endurezcan y

los inversores asuman menos riesgos, lo que afectará negativamente al crecimiento de las inversiones y del consumo que, por otra parte, podrían ser impulsados por una mayor confianza y riqueza. En suma, un entorno global favorable, beneficios sólidos, indicadores de confianza a largo plazo elevados, crecimiento continuado del empleo en la UE y unas políticas fiscales expansionistas en algunos países, parecen indicar que el actual nivel de crecimiento debería mantenerse. El informe prevé que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) disminuya ligeramente del 2,9 por 100 en 2007 al 2,4 por 100 en 2008 y 2009 en la UE y en la eurozona del 2,6 por 100 en 2007 al 2,2 por 100 en 2008 y al 2,1 por 100 en 2009, situándose muy próximo a su potencial, unos pronósticos, no obstante, algo inferiores a los de la pasada primavera.

El entorno internacional seguirá siendo favorable al crecimiento. La notable desaceleración de la economía estadounidense será compensada por un sólido crecimiento en los mercados emergentes (Rusia, India, China y Extremo Oriente). El comercio mundial disminuirá desde el 8 por 100 en 2006 hasta el 7,75 por 100 en 2007, reflejando la desaceleración global del sector manufacturero. La ralentización de la economía estadounidense será mayor que la pronosticada la pasada primavera debido a la caída del mercado inmobiliario, de modo que el crecimiento del PIB estadounidense en 2007 será aproximadamente de un 2 por 100, inferior a su potencial. La crisis del sector de la vivienda ha afectado a otras áreas de la economía, pero aún así se espera que se trate de una desaceleración, no de una recesión. En Japón, el PIB crecerá un 2 por 100 durante 2007 y 2008, y algo más en 2009, pero continúa la ligera deflación y se espera que desaparezca durante 2008. Las economías emergentes asiáticas siguen muy fuertes. En la región, excluido Japón, el PIB crecerá casi el 9 por 100.

Los precios del petróleo continuarán muy altos, entre 75 y 81 dólares en los próximos meses, con un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB para 2008 de casi un 0,2 por 100. Los precios de los productos básicos siguen muy altos, si bien la inflación podría ir disminuyendo durante 2008.

La formación bruta de capital fijo, que impulsó considerablemente el crecimiento desde principios de 2006, se moderará en los dos próximos años al ralentizarse la inversión en viviendas, debido al endurecimiento del crédito que ha seguido a la crisis de las hipotecas *subprime*. Por otra parte, altos indicadores de confianza en la industria manufacturera y en los servicios elevados porcentajes de utilización de la capacidad productiva, beneficios considerables y sólidos balances empresariales, hacen pensar que, al menos a corto plazo, las perspectivas de inversión en bienes de equipo son relativamente favorables. El por-

centaje de ahorro sobre el PIB se estabilizará, de modo que el consumo privado aumentará aproximadamente un 2,25 por 100 en 2008 y 2009.

Aunque la desaceleración del crecimiento en EE.UU. ha afectado negativamente a las exportaciones europeas, el sector exterior sigue favoreciendo la expansión en 2007. El impacto de la apreciación del euro en las exportaciones debería ser compensado con un mayor crecimiento mundial y por cambios en la distribución geográfica del crecimiento hacia Asia y los países exportadores de petróleo. Tras un ligero deterioro durante 2008, las exportaciones europeas se beneficiarán de la aceleración del crecimiento y del comercio mundial en 2009.

En el mercado de trabajo, el empleo aumentó un 1,5 por 100 en 2007 en la eurozona y en la UE, lo que supone la creación de 3,6 millones de puestos de trabajo en la UE, de ellos 2,3 en la zona del euro. Sin embargo, se prevé una desaceleración hasta el 1 por 100 en ambas al haber rebasado su máximo el ciclo económico, debido, en buena medida, a una notable disminución del empleo en Alemania, España y Polonia. Aún así, se crearán 4,5 millones de empleos en 2008 y 2009 en la UE (de ellos 3,2 millones en la eurozona), con lo que crecerá hasta el 66 por 100 el porcentaje de empleo sobre la población activa en 2009. Se prevé que la tasa de desempleo se sitúe en el 6,6 por 100 en la UE y en el 7,1 por 100 en la eurozona durante 2009, los niveles más bajos de los últimos 15 años. La disminución del paro provocará un aumento de los salarios nominales, de modo que la retribución por empleado subirá de un 3 por 100 en 2007 hasta un 3,6 por 100 en 2008 en la UE, moderándose ligeramente en 2009. En la eurozona, estas cifras serán de un 2,6 por 100 en 2007, un 3,1 por 100 en 2008 y un 2,8 por 100 en 2009.

Se estima que la inflación en la eurozona subirá hasta un 2,4 por 100 en el último trimestre de 2007 debido a la escalada de precios de los productos básicos, mientras que los costes laborales unitarios siguen siendo relativamente moderados. La tasa de inflación descenderá hasta situarse en torno al 2 por 100 en la segunda mitad de 2008 si los precios del petróleo disminuyen. Una evolución análoga tendrá lugar en el conjunto de la UE.

La situación de las finanzas públicas de los países miembros irá mejorando previsiblemente. Se estima que el déficit público disminuirá del 1,6 por 100 en 2006 al 1,1 por 100 en 2007 en la UE y del 1,5 hasta el 0,8 por 100 en la eurozona, debido, en buena medida, a un aumento de los ingresos públicos mayores de lo previsto. Sin embargo, parte de ese incremento inesperado se emplea en aumentar el consumo público en algunos países miembros de la UE durante 2007 y 2008. El crecimiento del gasto público en

la eurozona se estima en un 3,1 por 100 durante 2007. En 2008, el déficit público aumentará ligeramente, hasta el 1,2 por 100 del PIB en la UE y el 0,9 por 100 en la zona euro, a causa de la moderación de la actividad económica en esos años. Si la política fiscal y monetaria se mantienen, los déficit públicos se estabilizarán en ambas zonas.

La evolución del presupuesto variará entre países más de lo que se estimaba la pasada primavera. La posición presupuestaria mejorará en la mayoría de los países miembros de la eurozona, pero empeorará en Irlanda en el período recogido por estas previsiones y también en Bélgica y Grecia en 2007. En Holanda, el deterioro previsto para 2007 desaparecerá en los dos próximos años. Las perspectivas fiscales también han mejorado en Alemania e Italia y se espera que también lo hagan Portugal, cuyo déficit disminuirá en 2008 situándose por debajo del 3 por 100 fijado en el Tratado de Maastricht. Por lo que se refiere a los cuatro países miembros sujetos al procedimiento de corrección de déficit excesivos, la posición presupuestaria ha mejorado notablemente en Hungría, República Checa y Eslovaquia. Por el contrario, el déficit público aumentará en Polonia por encima del 3 por 100 en 2008 como consecuencia de un presupuesto expansivo. El déficit en Rumania crecerá notablemente y podría situarse en el 3,9 por 100 del PIB en 2009.

Teniendo en cuenta las medidas adoptadas, el déficit estructural disminuirá desde un 1,5 por 100 este año hasta un 1 por 100 en la UE y desde un 1 hasta un 0,75 por 100 en la eurozona. Sin embargo, la reducción es menos fuerte que la del saldo nominal, reflejando una mayor lentitud en la consolidación fiscal. Si no cambia la política fiscal, y teniendo en cuenta los datos sobre presupuestos disponibles, no parece que el saldo estructural vaya a mejorar en 2008 y 2009.

Se estima que la deuda de las administraciones públicas podría seguir disminuyendo desde su nivel máximo en 2005. En 2009, se espera que podría situarse en el 63,4 por 100 del PIB en la zona euro, es decir, muy cerca del límite máximo del 60 por 100 establecido en el Tratado de Maastricht. Respecto al conjunto de la UE, la deuda pública irá descendiendo gradualmente hasta situarse por debajo del 60 por 100 del PIB en 2007.

En conclusión, las perspectivas económicas de la Comisión Europea para la UE y la eurozona prevén una moderación del crecimiento del PIB durante 2008 y 2009, próximo a su potencial. Se estima que la inflación aumente hasta el 2,4 por 100 en la eurozona en el último trimestre de 2007, disminuyendo hasta el 2 por 100 en el tercer trimestre de 2008 y manteniéndose en esos niveles durante 2009. Sin embargo, existen riesgos de que esas previsiones no se cumplan, de forma que el crecimiento sea menor del esperado y la inflación mayor. Los

principales riesgos que el informe destaca son:

- Los efectos de las recientes turbulencias de los mercados financieros y la posibilidad de una reducción en la actividad en EE.UU. más larga y/o duradera de lo que se esperaba. Aunque la mayoría de los mercados financieros están volviendo a la normalidad, se mantienen ciertos desajustes en algunos segmentos clave, lo que indica que continúa la falta de confianza respecto a la evolución del crédito y liquidez. La falta de transparencia sobre la exposición de los participantes en el mercado a esos riesgos hace prever que la desconfianza podría prolongarse. Si eso ocurre, las condiciones y la disponibilidad de los créditos podrían verse considerablemente más afectadas que lo previsto en el informe. Esto podría afectar negativamente a la evolución del mercado inmobiliario e, incluso, a otros, sobre todo en EE.UU. pero también en la UE, agravando y prolongando el ajuste necesario. El impacto de un endurecimiento mayor que el previsto en las condiciones crediticias y en la disponibilidad del crédito afectaría a los países miembros, siendo los que han experimentado un fuerte auge del mercado inmobiliario en los últimos años, y tienen una deuda externa elevada o un alto porcentaje de deuda a interés variable, los más afectados.

- Que se produzca una corrección desordenada de los desequilibrios globales, aunque se prevé una cierta reducción del déficit por cuenta corriente de EE.UU. Además, unos desequilibrios duraderos podrían hacer que los países afectados tomaran medidas proteccionistas. Otro posible peligro se deriva de una evolución desfavorable de los precios del petróleo.

- Por otra parte, la economía comunitaria podría evolucionar mejor de lo previsto. Así, es posible que bajen los precios de los productos básicos en el período analizado en este informe, o que la solidez del crecimiento en los mercados emergentes sea más acentuada. Es posible también que la evolución del mercado laboral sea más favorable, de modo que los ingresos y la confianza de los trabajadores sean más altos de lo esperado. Todo ello contribuiría a impulsar el consumo privado.

- Que la inflación aumente más de lo previsto como consecuencia de que se produzcan nuevas subidas en los precios, de los alimentos y de los productos básicos.

*Pronóstico para España.* La Comisión Europea es optimista: el actual auge de la economía española culminará en un aterrizaje suave sin caer en una recesión. En 2008, el PIB crecerá menos que en 2007, situándose en un 3 por 100. El consumo privado aumentará un 2,75 por 100, mientras que la inversión en viviendas disminuirá alrededor de un 1,25 por 100. Pese a ello, la formación bruta de capital fijo

aumentará un 3 por 100 gracias a la inversión en infraestructuras y en bienes de equipo. En su conjunto, la demanda interna contribuirá al crecimiento del PIB en 3,5 puntos porcentuales (pp). Los datos fundamentales que favorecieron una fuerte y sostenida inversión en viviendas están perdiendo fuerza: las condiciones crediticias se endurecen, el efecto riqueza se está desvaneciendo y las expectativas se deterioran. Así, el sector de la construcción se va ajustando a un nuevo equilibrio consistente con la actual necesidad de creación de nuevos hogares. El crecimiento de las exportaciones se mantendrá en los niveles de 2007, un 4,5 por 100. No se prevé que aumente la productividad. Las importaciones crecerán por encima del PIB impulsadas por una fuerte inversión en bienes de equipo. En suma, unas exportaciones sólidas y una moderación de las importaciones contribuirán a que la aportación negativa del sector exterior al PIB se reduzca a medio pp.

Es posible que esta previsión favorable no se cumpla debido a una evolución negativa del sector de la construcción, el mantenimiento de las turbulencias en los mercados financieros, los efectos del alto nivel de endeudamiento de las familias y un empeoramiento de los desequilibrios globales.

La creación de empleo, un 3 por 100 en 2007, disminuirá tanto en 2008 como en 2009. La inflación, que se desacelerará hasta situarse en el entorno del 2,5 por 100 en 2008, hará que el diferencial de inflación con la eurozona baje hasta alrededor de medio punto. A pesar de precios del petróleo más altos, una demanda interna débil hará que la inflación se mantenga en el 3 por 100 aproximadamente durante 2009, aunque al final de este año podría caer hasta el 2,75, situando el diferencial con la eurozona en 0,75 puntos porcentuales. Los ingresos de los trabajadores aumentarán tanto como la inflación. El crecimiento de la productividad seguirá siendo escaso, menos del 1 por 100 anual, de modo que el crecimiento de los costes laborales unitarios no se moderará sensiblemente.

El superávit público será aproximadamente el 1,75 por 100 en 2007, pero mucho mayor que el 0,75 por 100 del PIB previsto en el presupuesto para 2008, gracias a mayores ingresos del Impuesto sobre Sociedades.

## 2. Perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

En virtud de las recientes turbulencias en los mercados financieros relacionadas con las hipotecas *subprime* en EE.UU. y de su extensión a los mercados de crédito con

la consiguiente contracción del mismo, los economistas de la OCDE han creído necesario actualizar sus previsiones económicas de otoño para reflejar la nueva situación, peligrosa según algunos expertos. Esta actualización se llevó a cabo el 6 de diciembre pasado y fue menos pesimista de que los que algunos temían. Según su informe "las economías de los países de la OCDE" han sufrido recientemente fuertes *shocks*: turbulencias financieras, caída de los precios en el mercado inmobiliario, y subidas de los de la energía y otros productos básicos. Afortunadamente, esos *shocks* se han producido en una situación económica como la actual, caracterizada por un fuerte crecimiento y altos niveles de empleo, que han aumentado los ingresos y el consumo de las familias; elevados beneficios y sólidos balances de las empresas que han fomentado sus inversiones y su capacidad de hacer frente a pérdidas financieras y a una escasez del crédito; y por un comercio internacional firme impulsado por el fuerte crecimiento de las economías emergentes. Por todo ello, aunque las previsiones de crecimiento a corto plazo han sido rebajadas en casi todos los países de la OCDE, no puede decirse que el futuro inmediato, aunque incierto, sea del todo malo, a pesar de los recientes *shocks*, que suponen:

a) Un ajuste acelerado del mercado inmobiliario en EE.UU. que disminuirá el crecimiento económico a corto plazo, pero sin causar una recesión y reduciendo ligeramente el nivel de empleo. En los próximos dos años, la inflación volverá a subir a niveles más adecuados y continuará la disminución del déficit exterior, en ambos casos a pesar de unos precios altos de la energía y de los productos básicos.

b) Un menor paralelismo entre la evolución de la actividad económica en la eurozona y en EE.UU. y, a corto plazo, una desaceleración de la expansión en ambas regiones en un momento en el que empieza a sentirse la moderación del crecimiento causado por un alto porcentaje de utilización de la capacidad productiva. Una vez que esos factores negativos disminuyan, el crecimiento podrá recuperar su ritmo hasta alcanzar su potencial, mientras que la inflación bajará hasta niveles adecuados.

c) Una expansión duradera, aunque más débil, de la economía japonesa favorecida por el superávit de su comercio exterior, que permitirá acabar con la actual deflación, dando lugar a un crecimiento más equilibrado.

Sin embargo, existen riesgos de que estas previsiones optimistas no se cumplan. Así, es posible que se produzca una caída más fuerte y prolongada en los precios de las viviendas, que se generen nuevas turbulencias en los mercados financieros, y que suban aún más los precios de los productos básicos. Ante estas posibilidades, las autoridades



económicas deben estar preparadas para tomar las medidas necesarias.

Por el momento, las expectativas de una inflación moderada han permitido a algunos bancos centrales responder con flexibilidad a las turbulencias financieras suministrando liquidez al mercado interbancario y bajando los tipos de interés a niveles inferiores a los que esperaba el mercado. Las expectativas de una inflación reducida también han contribuido a que la economía se ajuste a precios más altos de la energía y de los productos básicos y a que la política monetaria responda a la caída en el mercado inmobiliario. En suma, la confianza en que la inflación seguirá siendo reducida es de una importancia crucial.

Sin embargo, no hay que confiar en exceso que vayan a mantenerse indefinidamente esas expectativas de baja inflación. En concreto, el porcentaje de la capacidad productiva sin utilizar ha disminuido y es muy pequeño o incluso inexistente, aunque no se conozca exactamente su cuantía. Además, las economías de la OCDE están soportando *shocks* de costes. Así, los precios de las materias primas han aumentado notablemente y, por ello, el efecto desinflationista de los reducidos precios de las manufacturas chinas está desapareciendo. Si apareciesen síntomas de que la inflación va a aumentar considerablemente podría resultar necesario adoptar una política monetaria más restrictiva, que causaría una disminución, a corto plazo, de la actividad económica para poder mantener la enorme ventaja que supone una expectativa de baja inflación.

En el terreno de la política fiscal, en los últimos años los resultados presupuestarios han tendido a ser mejores de lo previsto, con déficit más bajos o superávit más altos que lo que se esperaba. Parte de esta evolución favorable probablemente no será duradera y refleja, además de otras causas, unos elevados beneficios de las entidades financieras y del mercado inmobiliario. Además, es posible que esos importantes beneficios sean más cíclicos de lo que se estima. La experiencia demuestra que la tendencia del crecimiento generalmente se calcula por encima de lo que es en realidad cuando el ciclo se aproxima a su máximo y, en consecuencia, el componente cíclico de los ingresos por impuestos es mayor de lo que se estima.

Como consecuencia de ese aumento inesperado de los ingresos fiscales, la consolidación presupuestaria ha perdido impulso en los países miembros de la OCDE. Este informe se basa en las políticas fiscales ya incorporadas en la legislación correspondiente, o anunciadas por los gobiernos. Esas políticas muestran que no se va a avanzar en la reducción del déficit presupuestario en el conjunto de la OCDE. Esto no es nada halagüeño, especialmente si se tiene en cuenta el aumento de los gastos futuros, en buena

medida, como consecuencia del envejecimiento de la población. Además, existe el peligro de que, impulsados por mayores ingresos fiscales que no van a durar, algunos países aumenten de modo permanente el gasto público o reduzcan permanentemente los ingresos públicos cuando, en realidad, no pueden permitírselo. Si se materializa el riesgo de que el crecimiento se debilite, una política fiscal equivocada podría impedir que los estabilizadores automáticos sean plenamente efectivos. Es decir, la política fiscal no debe permitirse alegrías injustificadas cuando la evolución del ciclo produce fuertes ingresos fiscales.

El modelo financiero actual, basado en originación, titulación y distribución ha hecho posible que, por un lado, agentes que antes no podían conseguir créditos ahora sí puedan obtenerlos y, por otro, transmitir el riesgo de impago por el deudor a entidades o personas dispuestas a aceptarlo. Sin embargo, este modelo tiene deficiencias que se han puesto de manifiesto por el colapso del mercado de hipotecas *subprime*. Una de esas deficiencias es la falta de información sobre la parte del sistema en la que están concentrados los riesgos de impago. Además, la valoración a la baja de los activos que garantizan los préstamos y el consiguiente reconocimiento y cálculo de las pérdidas sufridas están avanzando muy despacio. La combinación de la incertidumbre sobre quién soporta el riesgo con la lentitud en reconocer pérdidas ha causado una enorme escasez de liquidez en algunos mercados.

Mientras continúen esos procesos de valoración a la baja de las garantías y de reconocimiento de las pérdidas sufridas, es muy probable que los mercados financieros sigan siendo una fuente importante de incertidumbre y de vulnerabilidad si se producen *shocks*. Por lo tanto, sería muy útil acelerarlos. Al mismo tiempo, las autoridades reguladoras y supervisoras tendrán que tener en cuenta que su deseo de restaurar lo antes posible la confianza en los balances de las instituciones financieras no va a producir una enorme baja en la oferta de crédito. A su tiempo habrá que estudiar el desarrollo y efectos de la actual crisis de escasez de créditos para decidir las modificaciones necesarias en el sistema regulador legal para evitar futuras crisis.

La intensidad de la escasez de crédito actual y de las turbulencias financieras varía según el país. En economías de mercado, la respuesta lógica debería ser un realineamiento de las divisas correspondientes para ajustarse a la nueva situación. Si los movimientos de los tipos de cambio no se convierten en nuevas fuentes de inestabilidad, tienden a facilitar el necesario reajuste, redirigiendo la demanda hacia los países en los que se ha debilitado. Un ejemplo concreto es la reciente depreciación del dólar. Los pronósticos de la OCDE parten de la base de que no va a haber movimientos en los tipos de cambio, pero si, como

es muy probable, la gravedad de la crisis varía según el país, los tipos de cambio de sus monedas podrían alterarse. Esto podría afectar a la actividad económica de los países cuyas monedas se apreciaran y causar inflación en aquellos cuyas monedas se depreciaran. Sin embargo, esa evolución no debería ser una excusa que justificase medidas intervencionistas, tales como nuevas restricciones a movimientos transfronterizos de capital, subvenciones a la exportación y aumento de aranceles o establecimiento de cupos a la importación, ya que esas evoluciones desfavorables podrían ser compensadas, en gran medida, mediante una política monetaria apropiada. Una característica muy notable de la situación actuales que el renmimbi no se haya apreciado demasiado a pesar de los enormes superávits por cuenta corriente en China. Dados los síntomas de recalentamiento de la economía china y la fuerte inflación que sufre, parece que una apreciación más rápida del renmimbi ayudaría a estabilizar la situación y permitiría acudir menos a intervenciones directas y a instrumentos regulatorios para contener la inflación. También contribuiría a dirigir la demanda mundial a países en peligro de debilitación económica.

Unos ajustes de los tipos de cambio de cuantía e intensidad apropiadas podrían ayudar a combatir las presiones proteccionistas en los países miembros de la OCDE que son un peligro no sólo para el comercio internacional, sino también para la inversión. Debido a los elevados desequilibrios por cuenta corriente, algunos países tendrán que reciclar los fuertes ingresos derivados de sus exportaciones y tratarán de aumentar los rendimientos de sus capitales reciclados invirtiéndolos mediante los llamados "Fondos de riqueza nacional" (*Sovereign Wealth Funds*), o vehículos de inversión similares. Las opiniones de ciertos políticos influyentes en favor de medidas proteccionistas en el comercio o en la inversión internacionales pueden minar la confianza de los agentes económicos, especialmente en situaciones como la actual, en las que existen peligros no despreciables para la actividad económica. La mejor respuesta a estas presiones intervencionistas podrían ser avances en las negociaciones multilaterales de la Ronda Doha en el comercio internacional, y respecto a la inversión en ciertos organismos internacionales entre ellos la OCDE.

Estas son las perspectivas de la OCDE, que reflejan la situación después de las turbulencias desencadenadas por la crisis de las hipotecas *subprime*. La OCDE sigue siendo optimista, a pesar de todo. Sin embargo, algunos expertos económicos quizás encuentran ese optimismo algo forzado, anunciado para no agravar la innegable crisis de confianza actual de los agentes económicos. La mejor prueba de que la situación sigue siendo peligrosa es la acción conjunta, el 12 de diciembre, de los bancos centrales de

casi todos los países económicamente más importantes: EE.UU., Canadá, la eurozona, Reino Unido y Suiza, de inyectar liquidez en los mercados, lo que ha mejorado momentáneamente la situación. Evidentemente, los bancos centrales esperan que su acción coordinada va a producir un cierto alivio.

### Evolución de la economía estadounidense después de la crisis de las hipotecas *subprime*

La construcción de viviendas está cayendo desde 2006 y la intensidad de esa caída se acentúa, aunque no es lo suficientemente fuerte para compensar la reducción en la demanda, de forma que los inventarios están subiendo. Probablemente, los precios de las viviendas están bajando. A pesar de los *shocks* sufridos, sobre todo el derivado de los altos precios del petróleo, la economía norteamericana sigue creciendo satisfactoriamente en 2007, impulsada, sobre todo, por un fuerte consumo privado y una inversión sólida, salvo en viviendas. Los ingresos reales disponibles de los consumidores aumentan notablemente gracias a fuertes pagos por *bonus*, y a la ejecución de las opciones de compra al principio del año. En el mercado laboral existen indicios de debilidad con reducciones del empleo en manufacturas, construcción y servicios financieros, por lo que el paro ha aumentado ligeramente. El comercio exterior ha impulsado el crecimiento, puesto que las exportaciones han crecido debido a un aumento de la demanda externa y a la depreciación del dólar, con lo que el déficit por cuenta corriente se ha reducido hasta el 5,5 por 100 del PIB.

El Fed sigue suavizando la política monetaria (bajando el tipo de interés interbancario hasta un 4,25 por 100) para reequilibrar la economía, y que siga creciendo a un ritmo sostenible. La inflación, como consecuencia de los altos precios de la energía y de los alimentos perecederos, ha crecido por encima del 3 por 100. La inflación subyacente parece que se ha estabilizado en un 2 por 100 y, dada la prevista desaceleración de la actividad económica, las presiones inflacionistas no serán fuertes.

A pesar de la reciente mejora en el presupuesto federal, la acción de la política fiscal será limitada ya que, probablemente, los ingresos aumentarán menos debido a la desaceleración de la economía y la estabilización de los precios de los activos. En esa situación no parece conveniente una política de apoyo ilimitado a los tomadores insolventes de hipotecas *subprime*. El crecimiento se desacelerará en 2008 hasta niveles por debajo de su potencial y el paro aumentará temporalmente por encima del 5 por 100, disminuyendo en 2009 al reactivarse la actividad económica.

### 3. Informe de los Cinco Sabios sobre la economía alemana y mundial

Los informes del llamado "Comité de los Cinco Sabios", compuesto por cinco eminentes economistas alemanes, que informa a su gobierno sobre la evolución de la economía, goza de una excelente reputación por su objetividad y buen sentido. El acertado lema del informe, "No vayamos a estropear lo ya conseguido", refleja sus conclusiones.

El fuerte crecimiento experimentado por la economía mundial a partir del año 2004 se ha debilitado desde el pasado mes de agosto debido al fin del *boom* inmobiliario en EE.UU. y a la consiguiente crisis en los mercados financieros mundiales que se ha transmitido ya a varios países, cuyo crecimiento en los últimos años se debía, en buena medida, a la fuerte tendencia al endeudamiento de sus economías familiares. Así, la expansión se reducirá en la eurozona desde el 2,6 por 100 del PIB para este año hasta el 2,1 por 100 en 2008, en EE.UU. del 2,1 al 2 por 100 y en Japón del 2 al 1,7 por 100.

Si los bancos centrales consiguen limitar los efectos negativos de la actual crisis financiera en la liquidez y la solvencia de los bancos es previsible que la solidez de la coyuntura mundial será lo suficientemente firme para evitar que se produzca una recesión, aunque en 2008 el crecimiento global de la economía será menor que en 2007, un 3,3 por 100, frente a un 3,7 por 100. Si bien en los países más industrializados el PIB sólo crecerá un 2 por 100 en 2008, la expansión de los países emergentes asiáticos compensará esa debilidad, especialmente gracias a China cuyo crecimiento, aunque algo menor que en 2007, será un muy fuerte, un 10 por 100 en 2008.

Debido a la debilidad coyuntural actual, la inflación en los países industriales será muy moderada a pesar de la subida de los precios del petróleo, aproximándose en muchos de ellos, al 2 por 100, objetivo de la estabilidad de precios.

La evolución económica de EE.UU. es decisiva para la economía mundial. En 2007 ha acabado el *boom* inmobiliario, y la consiguiente crisis financiera ha frustrado la esperanza de que se tratase, exclusivamente, de una situación transitoria. La economía estadounidense crecerá sólo un 2 por 100, en 2008, muy por debajo de su potencial. La crisis inmobiliaria persiste, cifrándose, aproximadamente, en medio millón las casas que no han sido vendidas, un nivel históricamente muy alto que pesa fuertemente sobre el mercado inmobiliario, tanto más cuanto en 2008 subirán los pagos por intereses, especialmente en las hipotecas de alto riesgo, *subprime*. Las subastas de viviendas resultantes acentuarán aún más la caída de los precios. La

crisis se dejará sentir en el consumo familiar que perderá fuerza durante 2008, debido también a la desfavorable situación del mercado laboral en el sector de la construcción y en el financiero, lo que hará subir el porcentaje de ahorro sobre el PIB, actualmente muy bajo.

Al descender la adquisición de viviendas, la inversión en bienes de equipo será el principal motor de la economía en 2008, aunque la propensión a invertir de las empresas también será menor debido a la debilidad del consumo. Por el contrario, la depreciación del dólar estimulará las exportaciones, de modo que continuará disminuyendo el déficit por cuenta corriente hasta el 5,3 por 100 del PIB. La débil coyuntura hará que la inflación total se reduzca hasta el 2,3 por 100 y la subyacente al 2 por 100. Dada la propensión del FED a reaccionar al impacto de debilidades financieras y de *shocks* sobre la economía real, no se pueden excluir nuevas reducciones de tipos de interés.

A pesar de la devaluación del yen y de una coyuntura mundial muy favorable, la economía japonesa no ha sido capaz de acabar con la deflación. Durante 2007 y 2008, la inflación será cero, debido, sobre todo, a una política fiscal ligeramente restrictiva y a unos salarios que no suben desde hace años. El PIB crecerá un 2 por 100 en 2007 y un 1,7 por 100 en 2008. La debilidad de la coyuntura mundial provocará una disminución de la cartera de pedidos del exterior, que será compensado parcialmente por la solidez de la coyuntura interna gracias a la inversión en bienes de equipo de las empresas japonesas, cuyos beneficios aumentan por la devaluación del yen.

En China, el crecimiento del PIB se ha acelerado en 2007 hasta un 11,7 por 100, lo que acentúa el peligro de recalentamiento, especialmente en los precios de los activos. La inflación en septiembre ha sido de un 6,2 por 100. El problema más importante de la política económica china es el tipo de cambio vigente dólar/remimbi, que produce un entorno monetario expansivo y que el gobierno quiere compensar con medidas tales como repetidos aumentos de las reservas mínimas de los bancos, subidas de los tipos de interés y supresión de las subvenciones a la exportación de varios productos, sin conseguirlo totalmente, de modo que el superávit chino por cuenta corriente ascenderá a un 12 por 100 del PIB en 2008. Puesto que alrededor del 20 por 100 de las exportaciones chinas están dirigidas a EE.UU., al debilitarse la coyuntura norteamericana, la economía china se desacelerará ligeramente, si bien su crecimiento seguirá siendo muy alto, un 10 por 100.

En la extraordinaria expansión económica de la eurozona durante 2006 y 2007 ha jugado un papel fundamental el fuerte crecimiento del crédito, especialmente en Irlanda, Grecia y España, con aumentos anuales de

más del 20 por 100 invertidos, sobre todo, en la construcción, unido a un fuerte incremento de los precios de las viviendas, lo que hace este sector muy susceptible a una corrección, ya que los bancos son ahora más estrictos al conceder créditos y su demanda ha bajado notablemente. Las inversiones en bienes de equipo, muy sólidas hasta ahora, perderán dinamismo en 2008. A pesar de esos factores negativos, el crecimiento en la eurozona no se interrumpirá, gracias, en buena medida, a una reactivación del consumo privado en 2008, como consecuencia de un descenso del paro mayor que el producido durante de los años 2005 y 2007 y a unos salarios nominales crecientes. Pese a ello, el crecimiento del PIB se reducirá desde el 2,6 por 100 en 2007 hasta el 2,1 por 100 en 2008. En 2008, la inflación en la eurozona será de un 2,1 por 100, con un insignificante incremento respecto a 2007, ya que la subida de precios de los productos básicos será compensada por la apreciación del euro y una coyuntura menos dinámica.

Asimismo, en 2008 el crecimiento del PIB de los nuevos estados miembros de Europa Central y Oriental se reducirá hasta el 5,2 por 100, casi un punto menos que en 2007. En Reino Unido y en los países escandinavos la reducción será menor.

Como es natural, los Cinco Sabios se ocupan, fundamentalmente, de la economía alemana y aconsejan al actual gobierno de coalición cristiano-demócrata-socialista que no destruyan los avances realizados por el gobierno socialista anterior en lo que se refiere a la flexibilidad y ajuste de la economía.

Las consecuencias inmediatas de la crisis inmobiliaria y financiera norteamericana sobre la economía alemana serán limitadas a causa de la elevada autofinanciación de las empresas alemanas y de la comparativamente escasa propensión a endeudarse de las familias alemanas. La importancia de las exportaciones en la economía alemana hace que su evolución dependa, en gran medida, de la cartera de pedidos del exterior. Así, la desaceleración de la economía norteamericana ya ha causado una reducción de las exportaciones, aunque pueden ser más fuertes los efectos negativos de la esperada ralentización económica de la eurozona, ya que esta absorbe más del 40 por 100 de las exportaciones alemanas.

Desde mediados de 2007, las perspectivas de desarrollo han empeorado: el volumen de pedidos es menor que la producción de bienes y servicios. Pero como ese volumen era notablemente superior a la media de los últimos años, en su conjunto, la situación es sostenible. Es posible que la coyuntura se debilite, pero es poco probable que se llegue a una recesión, con lo que la economía alemana

crecerá moderadamente el año próximo. El actual tipo de interés del 4 por 100 es neutral, ni expansivo ni restrictivo. Por otra parte, la política fiscal dejará de ser restrictiva el próximo año. El PIB crecerá un 1,9 por 100 en 2008, impulsado, sobre todo, por la demanda interna, especialmente el consumo privado, mientras que la demanda externa perderá fuerza. Los salarios subirán más que en 2007 y la creación de nuevos empleos, si bien menor que la del año anterior, producirá un importante aumento de la renta disponible de las familias.

El consumo privado crecerá notablemente en 2008, representando la mitad del crecimiento del PIB. También contribuirá al crecimiento la inversión en bienes de equipo, si bien menos que en 2007. En la construcción continuará la evolución actual: la pública y la empresarial aumentarán notablemente mientras que la de viviendas se estabilizará, ya que el número de nuevos proyectos será muy escaso. El impulso debido a las exportaciones se debilitará. De una parte, las exportaciones aumentarán menos que en 2007 como consecuencia de la fragilidad de la coyuntura mundial y de la apreciación del euro. Por otra parte, el fuerte desarrollo del consumo interno hará que las importaciones aumenten considerablemente. En suma, en 2008 el comercio exterior aumentará el PIB en sólo un 0,2 por 100, frente al aumento del 1,2 por 100 en 2007.

Es posible que el crecimiento de la economía alemana sea menor que el pronosticado por el informe si aparecen nuevas turbulencias en los mercados financieros, de divisas y si continúa la actual subida de los precios del petróleo por encima de los 80 dólares el barril. Según el informe, cada aumento real del precio del petróleo en euros en un 10 por 100 reduciría el crecimiento del PIB alemán en un 0,1 por 100, aunque ese efecto negativo se reduciría con el paso del tiempo debido a la disminución en la intensidad del uso del petróleo en la economía alemana.

Otro riesgo evidente al crecimiento se deriva de los desequilibrios globales de las balanzas por cuenta corriente, aunque en 2007 tienden a corregirse gracias, en parte, a la depreciación del dólar, que afectó, en primer lugar, al euro. En consecuencia, el ajuste se ha hecho, en buena medida, a expensas de la eurozona. Si la apreciación del euro frente al dólar continúa, la eurozona se verá sometida a una carga adicional. Según el informe, una subida duradera del cambio dólar/euro en un 10 por 100 causaría una reducción del crecimiento de casi un 0,5 por 100. Si la apreciación del euro tuviese lugar también frente a otras divisas, esa reducción podría ser de un 0,9 por 100. Otro peligro para la economía alemana es el posible empeoramiento de la crisis inmobiliaria de EE.UU. Una reducción del 1 por 100 en el crecimiento estadounidense reduciría el crecimiento del PIB alemán en un 0,1 por 100 el año



en que se produjese y un 0,3 por 100 en el siguiente. De todos modos, incluso si esos peligros se materializasen, el riesgo de una recesión en la economía alemana sería muy escaso.

En 2007, a pesar de una fuerte recuperación del mercado laboral alemán, el consumo privado descendió ligeramente por causas tributarias, y el porcentaje de ahorro aumentó hasta un 10,9 por 100. En 2008, al desaparecer esas causas, el consumo privado se reanimará. Los ingresos brutos nominales crecerán un 4,3 por 100 gracias a subidas de salarios conseguidos en las negociaciones con las empresas y a la mejora del mercado laboral. La escasez relativa de trabajadores en algunos sectores ha mejorado su posición negociadora. Continuará el auge de la inversión en bienes de equipo, estimulada por la reducción del Impuesto de Sociedades del 25 al 15 por 100. Por otra parte, la expansión perderá fuerza debido a la debilidad de la coyuntura mundial que perjudicará las exportaciones alemanas. Las condiciones financieras no serán tan favorables como las actuales. Los intereses de los créditos subirán ligeramente por el incremento de los tipos de interés del Banco Central Europeo (BCE) en 2007 y de una mayor percepción del riesgo. Los beneficios empresariales aumentarán y, en consecuencia, las inversiones podrán ser financiadas, en su mayor parte, con esas ganancias. Por otra parte, la apreciación del euro y la subida de los precios de las materias primas reducirán los márgenes de beneficio. La reforma tributaria alemana estimula a las empresas a invertir en Alemania, sin embargo, aumenta el coste del capital para los inversores alemanes.

En 2007, el comercio exterior fue un componente decisivo de la economía alemana. Los precios de sus exportaciones se mantienen competitivos, fortaleciendo, así, la demanda de sus productos, especialmente en Europa. La estabilidad de los costes laborales unitarios de las exportaciones alemanas y la mejora de los rendimientos de sus inversiones en el exterior están fomentando la expansión; pese a ello las exportaciones alemanas de bienes y servicios se moderarán en 2008. De una parte, la frágil coyuntura en importantes países importadores de productos ale-

manes, en primer lugar los de la eurozona, disminuirá la demanda externa. Por otra parte, la apreciación del euro se hará sentir con más fuerza, provocando reducciones en las exportaciones alemanas a EE.UU. y a los países asiáticos cuyas monedas siguen el dólar.

En 2007, el crecimiento de las importaciones alemanas de bienes y servicios fue menor que el de las exportaciones debido, sobre todo, a menores importaciones de energía causadas por un invierno menos frío y a un menor gasto de los consumidores debido a la subida del impuesto sobre las ventas. Como esos factores desaparecerán en 2008, las importaciones aumentarán más que las exportaciones. Aún así, como el volumen de las exportaciones es mayor que el de las importaciones, la aportación del comercio exterior al PIB alemán será de un 0,2 por 100.

La inflación durante 2007 será un 2 por 100 debido a unos precios crecientes de las materias primas, especialmente el del petróleo, energía eléctrica y gas y la subida de los costes laborales unitarios. Desaparecerá el efecto inflacionista de la subida del IVA y la apreciación del euro tenderá a rebajar la inflación. En suma, no hay peligro serio de inflación en 2008.

En 2007 continuó el auge del mercado laboral y el empleo alcanzó su nivel más alto desde la reunificación de Alemania con 39,8 millones de personas. En 2008, el empleo crecerá más despacio, a una media anual de un 0,8 por 100. La media anual de parados será de 3,46 millones, lo que supone una disminución de aproximadamente 230.000 personas. En 2008, la tasa de paro se situará en un 8,3 por 100 en Alemania Occidental y un 13,4 por 100 en la Oriental.

En 2007 se consiguió eliminar el déficit público, que se transformará en un ligero superávit —un 0,2 por 100 del PIB— en 2008. La Seguridad Social también tendrá superávit, aunque sin superar el crecimiento nominal del PIB, de modo que el porcentaje del gasto público total sobre el PIB disminuirá ligeramente, pero, aún así, la política fiscal dejará de ser restrictiva.