

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. Actualización de las Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

2. Perspectivas económicas mundiales e Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del Fondo Monetario Internacional (FMI).

1. Actualización de las Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

Debido a la turbulenta situación económica mundial, la OCDE estimó oportuno actualizar sus previsiones de diciembre de 2007.

Continúan las turbulencias en los mercados financieros. Las presiones tienden a extenderse a nuevos mercados e instituciones, más allá de las hipotecas de alto riesgo y de los productos derivados en EE.UU., lo que ha causado una revisión al alza de los riesgos y un recorte,

al menos a corto plazo, de las perspectivas de crecimiento mundial, a causa de tres factores principales:

1) La economía mundial está siendo afectada por las turbulencias financieras. No se realizan nuevas emisiones en varios segmentos de los mercados financieros aumentando la financiación bancaria y los márgenes, mientras las condiciones de los préstamos se han endurecido. Baja el precio de la vivienda y las cotizaciones de las acciones. Sus efectos sobre la demanda, que se sentirán con algún retraso, serán considerables, pero difíciles de evaluar.

2) El ciclo inmobiliario ha cambiado. En EE.UU. los efectos directos de la caída en la construcción residencial han rebajado un punto el crecimiento del PIB real en los dos últimos años y esta tendencia se mantendrá en 2008.

3) La renta real de las familias está disminuyendo debido al alza de los precios de la energía y de los alimentos perecederos, incluidos la Eurozona y Japón, aun a pesar de la apreciación de sus monedas.

En este escenario, los modelos de predicción a corto plazo que incluyen los datos más recientes, entre ellos la reducción en el empleo ocurrida en los dos primeros meses de 2008, sugieren que la economía estadounidense ya no crece, e incluso, podría estar decreciendo. Puede ser prematuro decir que ya ha entrado en recesión, pero su actividad económica está notablemente por debajo de su potencial y el porcentaje de su capacidad productiva sin utilizar está aumentando rápidamente. En la Eurozona, la desaceleración ha sido menos abrupta, pero el crecimiento también se mantendrá por debajo de su potencial durante algún tiempo, aunque hasta ahora las exportaciones han resistido bien la apreciación del euro. En Japón los datos trimestrales de crecimiento son volátiles y están suje-

tos a fuertes revisiones. Pese a ello, parece que el crecimiento subyacente se está debilitando a pesar del impulso que recibe de las economías asiáticas vecinas cuyo crecimiento sigue siendo sólido.

Respecto a la inflación, tanto la total como la subyacente, excede los niveles aceptables en muchas economías. En EE.UU., la inflación total fue de un 4 por 100 el pasado mes de agosto y la subyacente un 2,2 por 100 según los últimos datos, lo que sugiere que el encarecimiento de la energía y de los productos perecederos está provocando un aumento generalizado de precios. En la Eurozona, a pesar de la apreciación del euro, la inflación total creció hasta el 3 por 100 en agosto y la subyacente sigue aumentando, acercándose a un 2,5 por 100. Japón sigue siendo la excepción con una inflación total de sólo un 0,8 por 100 y una subyacente que sigue siendo negativa.

La decisión sobre las medidas económicas a adoptar para corregir la situación actual dependerá de las perspectivas de crecimiento y de inflación más allá del corto plazo y del equilibrio entre los diversos riesgos que afectan a la actividad económica. En primer lugar, es posible que los precios de la energía y de otros productos básicos sigan creciendo durante algún tiempo, sobrepasando sus niveles actuales, ya muy elevados. En segundo término, es difícil estimar la intensidad y la duración de las turbulencias financieras en la actividad económica. En tercer lugar, la alternativa a corto plazo entre mayor inflación o menor actividad económica, y viceversa, puede que haya cambiado en los últimos años, lo que genera dudas sobre el grado en que un menor crecimiento reduciría las presiones inflacionarias.

En la situación actual, los argumentos a favor de una política económica expansiva son más fuertes en EE.UU. que en Europa o en Japón, y por ello las autoridades monetarias y fiscales estadounidenses han adoptado medidas más enérgicas que las europeas o japonesas. Por el contrario, en la Eurozona las perspectivas de crecimiento y de inflación no aconsejan estimular la actividad económica, y además los estabilizadores automáticos apoyan a la actividad más que en otras regiones. En Japón es menor la posibilidad de tomar medidas estimulantes en caso de debilidad económica.

2. Perspectivas económicas mundiales e Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del Fondo Monetario Internacional (FMI)

El informe sobre las perspectivas económicas del FMI es mucho más pesimista que la mayoría de las autoridades monetarias nacionales y estima que la debilidad de la

economía estadounidense durará más de lo que se esperaba, aunque quizá no será tan intensa como se temía. Prevé una escasez de crédito, tanto en Europa como en EE.UU., que reducirá el crecimiento y aumentará el peligro de considerables caídas en el precio de las viviendas en algunos países europeos. No prevé que la economía estadounidense se vaya a recuperar en la segunda mitad de 2008, sino ya avanzado 2009: su crecimiento disminuirá un 0,7 por 100 en 2008 y crecerá sólo un 1,6 por 100 en 2009, notablemente por debajo de su tendencia a largo plazo. La recuperación será lenta comparada con las que siguieron a recesiones anteriores, porque las familias y las empresas necesitarán más tiempo para restablecer sus balances, lo que implica un período prolongado de un consumo limitado.

La probabilidad de que la debilidad económica estadounidense se propague a otros países explica la razón por la que el FMI es menos optimista que la mayoría de los expertos sobre las perspectivas de otras economías, especialmente en Europa. Cree también que esas economías se verán afectadas directamente por la actual reducción del crédito en el sistema financiero mundial. Tanto en la Eurozona como en Reino Unido las pérdidas en los títulos valores garantizados con hipotecas han desequilibrado los balances de los bancos. En consecuencia, las condiciones de crédito se han endurecido y los márgenes están aumentando, con consecuencias negativas para la demanda interna.

Preocupa al FMI que la desaceleración del crecimiento de los créditos hipotecarios pueda acelerar el ajuste —hasta ahora gradual— de los precios de las viviendas en los países en los que son demasiado elevados como España, Bélgica, Holanda, Reino Unido, Irlanda y, quizá, Francia. El Banco Central Europeo (BCE), por el contrario, estima que no hay datos suficientes para esperar que haya una reducción del crédito en la Eurozona, donde los créditos bancarios a las empresas siguen aumentando a niveles *record*. El FMI estima que el crecimiento de la Eurozona será sólo de un 1,4 por 100 para 2008 y un 1,2 para 2009. Su pesimismo se basa en lo ocurrido durante pasados períodos de recorte de crédito.

Un estudio del FMI recuerda que en anteriores períodos de reducción de crédito, el crecimiento del PIB mundial se desaceleró hasta un 1 por 100 al año, debido a las turbulencias financieras y la consiguiente debilidad de las perspectivas de crecimiento mundiales. Las turbulencias que empezaron con la crisis de las hipotecas de alto riesgo, *subprime*, han afectado a todo el sistema financiero. El crecimiento en las economías industriales se desacelerará en 2008, y lo mismo ocurrirá en las economías emergentes, aunque en estas seguirá siendo superior a la tenden-

cia a largo plazo. La economía estadounidense prácticamente ha cesado de crecer y se estima que su expansión seguirá siendo débil en los próximos semestres como consecuencia de serios problemas en los mercados de crédito e inmobiliario que interactúan a la baja. A pesar de las fuertes medidas de reactivación de la política monetaria estadounidense, el endurecimiento de las condiciones financieras, la subida de precios de la energía, un mercado laboral y de la vivienda más débiles la afectarán seriamente a corto plazo.

Se estima, asimismo, que en Europa se desacelerará el crecimiento. Además de las consecuencias de un comercio internacional más débil, la economía de Europa Occidental es especialmente vulnerable a la propagación de las tensiones de los mercados de crédito estadounidenses. Igualmente una posible corrección a la baja en algunos mercados de la vivienda europeos podría debilitar la confianza de los consumidores y, en consecuencia, el consumo. En suma, unas tensiones más intensas y más duraderas en los mercados financieros podrían constituir el peligro más grave para la economía global. Una intensificación de los problemas en los mercados inmobiliarios y de créditos estadounidenses podría debilitar aún más su economía y dificultar la recuperación mundial. A su vez, esto podría producir nuevas pérdidas y más tensiones en los balances de los bancos, lo que limitaría, en mayor medida, su capacidad para facilitar crédito, con lo que el impacto macroeconómico negativo se acentuaría.

En las economías emergentes y en desarrollo, cuyo crecimiento se estima se moderará ligeramente, aunque seguirá siendo sólido, una desaceleración considerable es menos probable. Sin embargo, las turbulencias actuales de los mercados podrían debilitar los flujos financieros, incluyendo los dirigidos a varios países emergentes de Europa, que se han beneficiado de fuertes entradas de capital en los últimos años. Además, un crecimiento mundial notablemente más débil podría afectar a las exportaciones y provocar una caída de los precios de los productos básicos que siguen muy altos a pesar de los síntomas de debilitación en la actividad económica mundial. Del mismo modo, el incremento del precio del petróleo y de los productos alimenticios ha sido una de las causas más importantes de las tensiones inflacionistas actuales en todo el mundo. No se recuerda un período en el que los mercados de productos básicos y de crédito hayan generado señales sobre el crecimiento mundial tan contradictorias como las que están produciendo ahora.

Respecto a la crisis del mercado inmobiliario, el informe constata que las diferencias entre los sistemas hipotecarios de los países europeos juegan un papel importante, de modo que, a diferencia de EE.UU., otros

países, entre ellos muchos en Europa Continental, pueden estar menos expuestos a una crisis de ese mercado. La política monetaria tiene que tener en cuenta el nivel de desarrollo del mercado hipotecario en el país en cuestión. Cuando la deuda hipotecaria es demasiado elevada, la estabilidad del mercado podría mejorar si la política monetaria respondiese de un modo relativamente más agresivo a los movimientos en los precios de las viviendas, especialmente cuando han tenido lugar subidas demasiado rápidas que pueden hacer que esos precios ya no estén de acuerdo con las variables fundamentales de la economía. El enfoque de la política debe ser simétrico, aumentando los tipos de interés cuando hay peligro de subidas excesivas de los precios de las viviendas y bajándolos en el caso contrario. Pero esto no quiere decir que la consideración decisiva para fijar el nivel de los tipos de interés deba ser los precios de las viviendas. Dada la incertidumbre sobre la evolución del ciclo de la vivienda y cómo controlarlo, los precios de la vivienda deben ser solo uno más entre los muchos elementos a tener en cuenta al evaluar los riesgos que afectan a la economía. Además, no hay que olvidar que la política monetaria por sí sola no basta, tiene que complementarse con una política reguladora apropiada.

Volviendo a los precios de los productos básicos, el informe señala que las economías emergentes y en desarrollo están adquiriendo mayor relevancia en una economía mundial cada vez más integrada y en un contexto de precios de los productos básicos muy altos y de políticas e instituciones económicas más adecuadas en esos países. En consecuencia, son hoy un importante factor de la demanda mundial. El auge de la integración mundial se está produciendo en un contexto de fuerte crecimiento en los países emergentes y en desarrollo y una amplia subida de los precios de los productos básicos de alrededor de un 75 por 100 en términos reales desde el año 2000.

Los exportadores de estos productos se están beneficiando de la escalada de sus precios en mayor medida que en períodos anteriores. Las barreras a la exportación se han reducido gradualmente y la calidad de las instituciones y de la gestión de la economía, en general, ha mejorado en esos países, permitiéndoles beneficiarse más de ese incremento de precios, aunque su contribución a la integración comercial y financiera ha sido relativamente pequeña. Continuados esfuerzos para resistir una posible crisis del presente *boom* de precios. Una mayor diversificación y reformas más intensas en muchos países en desarrollo, que siguen siendo muy dependientes de las exportaciones de productos básicos reducirían su vulnerabilidad ante caídas súbitas y fuertes de su precio. En particular, son necesarias mejoras en las instituciones, una mayor integración financiera y prudencia fiscal.

Respecto a España, el FMI señala que, entre sus tareas, no figura el pronosticar los movimientos a corto plazo de los activos. El FMI se ocupa de los determinantes fundamentales de los precios de los inmuebles y de identificar situaciones donde estos divergen de ellos, es decir hace constataciones a medio plazo, reconociendo que la corrección puede tener lugar mediante cambios en los mismos, por ejemplo cuando el crecimiento se acelera. Los precios a medio y largo plazo se basan en un conjunto de variables, tales como la demografía, los tipos de interés, el crecimiento del crédito y el acceso al mismo. Sobre esa base, el FMI estima que los precios reales de las viviendas en España están sobrevaloradas entre un 15 y un 20 por 100. Su crecimiento anual pasó de más del 20 por 100 a prácticamente cero en el último trimestre de 2007. Así, la corrección ya se está produciendo, pero va a continuar. Respecto a la construcción residencial, el FMI no prevé una fuerte caída, aún reconociendo que, en porcentaje del PIB, se sitúa ligeramente por debajo del 10 por 100, cifra muy alta comparada con la tendencia estimada por el FMI, entre el 5 y el 6 por 100. Por ello, las consecuencias negativas del ajuste serán probablemente más intensas en España que en otras economías europeas.

El informe del FMI sobre la estabilidad financiera mundial estima que su vulnerabilidad actual se debe a: 1) Haber infravalorado el grado de apalancamiento de muchas instituciones y los consiguientes peligros de una corrección desordenada; 2) La gestión del riesgo, la transparencia, la supervisión del sector financiero y su regulación no han tenido en cuenta la rápida innovación y transformación de los modelos empresariales, permitiendo así asumir

riesgos excesivos, emisiones de títulos valores inadecuadas, desajustes en los vencimientos e inflación de los precios de los activos; 3) Se sobreestimó la transferencia de riesgos a entidades fuera del balance de los bancos, de modo que, cuando los riesgos se han materializado, se han producido fuertes presiones sobre los balances de los mismos; 4) a pesar de intervenciones sin precedentes de los principales bancos centrales continúan las fuertes tensiones en los mercados financieros, agravadas por un entorno macroeconómico preocupante, una capitalización insuficiente en muchas instituciones y un desapalancamiento generalizado.

Para remediar esta situación, el FMI propone un conjunto de medidas a corto y medio plazo. A corto plazo, entre otras, más publicidad sobre la situación real, en especial respecto a instrumentos de crédito estructurados y otros activos ilíquidos, saneamiento de los balances de los bancos reduciendo la estimación de los activos cuando proceda, moderación en las retribuciones de los ejecutivos y una supervisión más intensa. A medio plazo son necesarios cambios más fundamentales, pero evitando una regulación legal excesiva que podría dificultar las innovaciones e, incluso, agravar los efectos de la escasez de crédito actual. Dado su papel en la presente crisis, es importante tener en cuenta que la titulización por sí misma no es el problema. Este consiste en la regulación demasiado laxa del mercado hipotecario estadounidense, la extensión de la titulización abarcando estructuras cada vez más complejas y difíciles de entender, la garantía de los valores con activos de baja calidad y un entorno financiero favorable en el que los riesgos se han infraestimado.