

# Informes de los Organismos Económicos Internacionales

Ricardo Cortes

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

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).
2. Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial.
3. Perspectivas económicas mundiales del Banco Internacional de Pagos de Basilea.

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

El título del informe de la OCDE “¿Después de la tormenta?” que podría implicar, si bien débilmente, que la tormenta financiera y económica en que nos encontramos no durará demasiado, se contradice con la descripción de la situación económica actual contenida en el informe mismo. Según la OCDE: “Varios trimestres de débil crecimiento se avecinan para la mayoría de las economías de la OCDE. Simultáneamente, la inflación puede mantenerse

alta durante cierto tiempo. Todo ello se debe al impacto conjunto de unas turbulencias financieras fuertes, de unos mercados inmobiliarios débiles y de fuertes subidas de precios de los productos básicos”

En EE.UU. la economía no crecerá o lo hará muy débilmente en 2008, aunque luego se recuperará al finalizar el ajuste a la baja de las viviendas, normalizarse las condiciones crediticias y sentirse los efectos de la suavización de la política monetaria en curso. Con un porcentaje importante de la capacidad productiva sin utilizar, si los precios de los productos básicos no siguen subiendo, la inflación se moderará considerablemente. Un sólido crecimiento de las exportaciones, favorecido por la reciente depreciación del dólar, contribuirá a reducir el actual déficit exterior hasta aproximadamente el 4,5 del producto interior bruto (PIB) el próximo año.

En la Eurozona, la actividad económica en 2008 se verá limitada como consecuencia de la reducción del crédito, menores ingresos reales de las familias, menor crecimiento de las exportaciones y caídas en las cotizaciones de las acciones. El crecimiento se recuperará gradualmente al ir desapareciendo esos factores, aunque una débil inversión inmobiliaria seguirá influyendo negativamente. A pesar de la apreciación del euro, las presiones inflacionistas siguen siendo fuertes, y como el porcentaje de la capacidad productiva sin utilizar está justo por debajo de su nivel normal, la inflación no disminuirá por debajo del 2% hasta fines de 2009.

Japón se ha visto menos afectado directamente por las turbulencias financieras, pero su crecimiento será más débil a corto plazo debido a un crecimiento más lento de las exportaciones, menores ingresos de las familias y cierta resis-

tencia a invertir por parte de las empresas. Al acelerarse el crecimiento, la inflación irá creciendo hasta aproximarse al 0,5 %.

La actual situación económica mundial es muy inestable y la posibilidad de que la evolución económica futura difiera mucho de lo previsto en el presente pronóstico es grande. Por ello, las políticas económicas en los países miembros de la OCDE deben tener en cuenta la creciente importancia de la evolución de los países no miembros, la influencia de posibles subidas de precios de la energía y del crédito en la oferta de las economías de la OCDE, la posibilidad de que aumenten las expectativas de inflación, y la incertidumbre respecto a los efectos de la evolución de los mercados financieros sobre el crecimiento y la inflación.

La globalización ha sido un factor importante en la evolución ascendente del ciclo económico, ya que las economías de países no miembros de la OCDE exportan productos manufacturados baratos y sus excedentes de ahorro, contribuyendo así a mantener bajos los tipos de interés y, en consecuencia, haciendo que suban los precios y la demanda de activos. Actualmente, el sólido crecimiento de los países no miembros de la OCDE es, en buena medida, responsable de las presentes subidas de los precios de los productos básicos. A largo plazo, el mantenimiento del rápido del crecimiento de las importaciones de esos países contribuirá a que no decaiga la actividad económica en los países de la OCDE. Pero, al mismo tiempo, la elevada demanda de esos países está causando presiones inflacionistas y mantiene las actuales tensiones en los mercados de productos básicos.

Las políticas macroeconómicas y, en especial, las monetarias en los países miembros de la OCDE, tienen que tener en cuenta que probablemente los países no miembros de la OCDE seguirán siendo una importante fuente de demanda de las exportaciones de la OCDE, aunque es posible que sean una causa menos importante de desinflación que hasta ahora.

La política macroeconómica de los países de la OCDE se enfrenta con el problema de que la evaluación de la capacidad productiva de la oferta de las economías de la OCDE se ha hecho menos precisa que en el reciente pasado. La globalización y las reformas estructurales han hecho posible un crecimiento potencial de la OCDE más rápido que en el pasado y probablemente esta tendencia continuará. Sin embargo unos precios de la energía y del capital más altos, estos últimos causados por la evolución de los mercados financieros, podrían rebajar el potencial de crecimiento. Aunque los pronósticos en este aspecto son muy inciertos, las políticas económicas deben tener en cuenta la posibilidad de que el crecimiento de la capacidad productiva sea menor que el previsto.

Es preocupante la aparición de ciertos indicios de que las expectativas de inflación están creciendo. Las expectativas de que la inflación no aumente son un activo muy importante en la eficacia de la política económica, algo que, en muchos casos, sólo se ha conseguido después de una dura desinflación que ha durado varias décadas. La confianza en la estabilidad de precios puede aumentar con modificaciones institucionales unidas a una información eficaz.

La influencia de los mercados financieros en el crecimiento sigue siendo difícil de calcular. No obstante, parece que las perturbaciones en ellos han pasado su punto álgido y puede que estén empezando a disminuir, aunque no es seguro. Incluso si lo fuera, probablemente sus efectos negativos sobre el crecimiento continuarán sintiéndose durante algún tiempo. La incertidumbre se ve agravada por la repercusión sobre los mercados financieros de un entorno económico más débil y porque los problemas de las instituciones financieras pueden resolverse de maneras muy diferentes. Sería conveniente que la escasez de capital se remediase con nuevas aportaciones de capital y con ventas de activos en lugar de con restricciones de crédito. Aunque es posible que la normalización de los mercados financieros sea más lenta de lo esperado, también es posible que la restauración de la confianza en ellos sea más rápida que la que se preveía, especialmente se produjera una repercusión positiva sobre los precios de los activos financieros y sobre los balances de las instituciones financieras. Los bancos centrales tienen que estar preparados para hacer frente a ambas posibilidades.

Además de ocuparse de la caída de la demanda causada por las actuales turbulencias financieras es necesario revisar el conjunto de medidas prudenciales y de supervisión de los mercados financieros. El Foro de Estabilidad Financiera acaba de publicar una serie de propuestas para aumentar esa estabilidad y, en algunos casos, ya se están haciendo esfuerzos para aplicarlas. Es importante llevar a cabo sin demora las reformas necesarias, porque la resistencia a su aplicación irá aumentando con el paso del tiempo al debilitarse el recuerdo de las turbulencias actuales. Al mismo tiempo, hay que evitar el peligro de incurrir en una reglamentación excesiva.

Hay que decidir también como se puede contrarrestar la tendencia de los mercados financieros a generar ciclos. Para ello serían necesarias tanto medidas reguladoras que aminorasen la propensión inherente de la economía a generarlos, como reconsiderar las maneras de implementar las políticas monetarias decididas. Una provisión de fondos dinámica así como la fijación de las reservas mínimas de las instituciones financieras podrían contribuir a suavizar la intensidad de las oscilaciones en los ciclos y a facilitar la recuperación en el sector financiero, pero todas ellas

tienen sus inconvenientes. Respecto a la política monetaria no parece ni deseable ni posible el hacer estallar burbujas especulativas, pero una mayor simetría en el tratamiento de subidas y bajadas excesivas y demasiado rápidas del volumen de créditos podría ser útil.

Respecto a la política fiscal, en EE.UU. se han establecido rebajas temporales de impuestos que parecen apropiadas y a tiempo, de modo que es probable que proporcionen a la actividad económica el apoyo que necesita. La aplicación de un estímulo financiero también se ha considerado en otros países de la OCDE, pero, en general, los argumentos a favor de estas iniciativas no son muy convincentes. Las presiones inflacionistas en la Eurozona son tales que todo estímulo fiscal debería ser compensado con una política monetaria más estricta y, en todo caso, los estabilizadores automáticos son mucho más fuertes que en EE.UU. La situación fiscal en Japón no permite proceder a una expansión fiscal. No obstante, la economía japonesa está resultando menos afectada directamente por las turbulencias financieras actuales que otros países miembros de la OCDE.

Las fuertes subidas de precios de la energía y de los alimentos que se están produciendo han provocado que la opinión pública demande medidas para contenerlas. Las autoridades deben resistirse a aceptar esas demandas. Sólo permitiendo que los precios afecten a la demanda y la oferta se podrá establecer mejor el equilibrio en los mercados. La reducción en el nivel de vida de las familias con menores ingresos causada por esas subidas debe ser contrarrestada, no con una fijación de los precios de la energía y de los alimentos, sino con medidas apropiadas en el sistema tributario y en las transferencias sociales a los más pobres.

En conclusión, las economías de la OCDE se han visto afectadas por las turbulencias financieras. Indudablemente, restablecer la normalidad llevará tiempo y exigirá que se tomen las medidas apropiadas para ello. Sin embargo, hay que reconocer que gracias a las reformas estructurales ya realizadas y a una política macroeconómica apropiada se ha conseguido que los efectos negativos de la violenta tormenta económica que padecemos sean menos fuertes de lo esperado. Esto subraya la necesidad de perseverar en ese camino.

### La situación de la economía española

El crecimiento del producto interior bruto (PIB) real se mantendrá débil durante los 18 próximos meses al sentirse los efectos del deterioro del mercado inmobiliario. La in-

flación bajará al aumentar el porcentaje de la capacidad productiva sin utilizar. Si el Gobierno suprime la indexación de los salarios sobre la inflación crecerá menos el paro. Sería conveniente hacer menos estricta la política fiscal. Se han tomado medidas para reducir hasta el 0,7 % del PIB el actual superávit estructural. Sin embargo, el gobierno debería negarse a seguir soportando los costes de la construcción de viviendas.

Parece que la demanda interna, —en especial el consumo y la construcción residencial— es menos dinámica, mientras que las exportaciones se están recuperando. El mercado inmobiliario se encuentra en una fase de retroceso: los permisos de construcción de nuevas viviendas y sus precios disminuyen y el número de nuevas hipotecas ha caído casi un 25% en un año. Los despidos en la construcción han hecho subir el paro y han dañado la confianza de los consumidores. Bajan las ventas al por menor y las de automóviles. La situación en los sectores de servicios y manufacturero ha empeorado fuertemente mostrando la contracción de los mismos y sugiriendo que la desaceleración de la economía va a agravarse. La inflación sigue creciendo, alcanzando un 4,2% interanual en abril, a causa de la subida de los precios de los alimentos y de la energía. El diferencial de inflación con la Eurozona ha subido de nuevo.

El superávit público total fue de un 2,2% en 2007, bastante mayor de lo esperado. Los ingresos tributarios probablemente disminuirán en 2008 debido a la desaceleración, a un paquete de medidas tributarias fiscales de reactivación de la economía y de mayores desgravaciones fiscales por hijos. Además se adelantará el gasto público en infraestructuras y aumentarán los subsidios a la compra de viviendas sociales. Por todo ello, la política fiscal será expansionista en 2008.

Las entidades financieras españolas no han sufrido pérdidas por la crisis de las hipotecas *subprime* norteamericanas y sus ratios de solvencia están por encima de los mínimos regulatorios. Sin embargo, su exposición al sector de la construcción residencial interna es elevada, especialmente, en las cajas de ahorros que no pueden obtener con facilidad más capital. Esto podría contribuir a reducir el crecimiento del crédito, cuyos tipos de interés han crecido y sus condiciones se han hecho más estrictas. Como la oferta de viviendas sigue aumentando ya que muchas empezaron a construirse en 2007, sus precios tenderán a bajar. Los morosos, aunque aún son pocos comparados con los niveles internacionales e históricos, han aumentado notablemente.

La caída en la construcción residencial se agravará al seguir empeorando el mercado inmobiliario. También dismi-

nuirá la inversión en maquinaria y equipo debido a la desaceleración de la demanda, menor confianza y unas condiciones financieras más restrictivas. Una mayor inversión en obras públicas podría reemplazar parte de la disminución en otras clases de inversión. El consumo privado se desacelerará notablemente reflejando un menor crecimiento del empleo y unas condiciones crediticias más estrictas, aunque la reducción prevista en los tipos de interés de los préstamos a corto plazo debería mejorar la situación. El superávit público podría reducirse notablemente en 2008 y podría desaparecer en 2009. El déficit por cuenta corriente sólo mejorará un poco, hasta situarse por debajo del 10% del PIB, ya que el moderado crecimiento en los mercados de exportación probablemente reducirá el aumento de las exportaciones, y unos precios de las importaciones más altos así como mayores pagos por servicio de la deuda exterior contrarrestarán el impacto de la desaceleración de las importaciones. La menor creación de empleo hará que el paro crezca por encima del 10 % del PIB, lo que contribuirá a que el crecimiento de los salarios reales sea modesto. Los recientes aumentos de precios del petróleo y de los alimentos harán que la inflación aumente en los próximos meses, aunque luego disminuirá hasta el 3% aproximadamente en 2009, pero aun así, se mantendrá más alta que la media de la Eurozona.

Un fuerte aumento de los morosos e incobrables, que podría resultar de un ajuste más intenso en el mercado de la vivienda, podría tener un impacto aún más negativo en las condiciones crediticias para empresas y familias haciendo que la actividad económica se reduzca aún más.

## 2. Perspectivas económicas mundiales del Banco Mundial

El Banco Mundial es hoy más pesimista que en su pronóstico de hace seis meses: estima que el crecimiento se desacelerará, tanto en los países industriales como en los países en desarrollo debido a las turbulencias financieras y las presiones inflacionistas actuales. Los países en desarrollo resultarán perjudicados también por el menor crecimiento de los países ricos, lo que afectará a sus exportaciones. Sin embargo, el Banco Mundial no es del todo pesimista: considera que la mayoría de los países en desarrollo están resistiendo con firmeza ante este adverso panorama. En cualquier caso, el crecimiento de los países en desarrollo se debilitará; su desaceleración variará mucho según la región, siendo más intensa en los más dependientes de las entradas de capital extranjero. Aún así, en su conjunto el crecimiento de los países en desarrollo se mantendrá por encima del nivel promedio de los últimos 25

años. Respecto a los países industriales, en EE.UU. y buena parte de Europa la desaceleración se ha intensificado desde finales de 2007. En los países miembros de la OCDE, el crecimiento se reducirá un punto durante 2008.

A pesar de un notable aumento de la producción total, la subida de los precios de los alimentos y la energía ha provocado una reducción de los ingresos reales, aumentando considerablemente la penuria de los más pobres, especialmente los de las ciudades. Sin embargo, no todas las noticias son desalentadoras. En algunos aspectos, la desaceleración de la economía mundial es beneficiosa, al producirse después de varios años de crecimiento muy rápido y con señales crecientes de recalentamiento, tales como la escalada de los precios internacionales de los productos básicos y las excesivas presiones inflacionistas en varios países.

Por otra parte, la atonía de la demanda interna en EE.UU. junto con la depreciación del dólar están contribuyendo a resolver desequilibrios mundiales de larga duración. Así, el déficit por cuenta corriente estadounidense se redujo desde el 6,2% en 2006 hasta el 4,9% del PIB en el último trimestre de 2007. Estos factores son un buen augurio para las perspectivas a largo plazo una vez que finalice el actual ajuste cíclico, que hoy se ve intensificado por las turbulencias financieras.

Sin embargo, ahora más que en ningún momento de los últimos años, la incertidumbre respecto a las perspectivas es muy acusado y se inclina a la baja. Así, las turbulencias en los mercados financieros han aumentado desde finales de 2007. Los principales bancos, sociedades de valores y garantes financieros han anunciado grandes pérdidas en la valoración de las hipotecas y otros activos, lo que supone una carga excesiva en sus balances generales. La consiguiente restricción de las condiciones del crédito y la alteración del sistema financiero en términos más generales han repercutido de forma más directa en las economías de los países ricos, especialmente en la de EE.UU. donde el sector de la vivienda está sufriendo las consecuencias de la crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*).

La desaceleración en EE.UU. y gran parte de Europa parece haberse intensificado desde finales de 2007 y ahora se prevé que el crecimiento del PIB en los países de alto ingreso de la OCDE será sólo de un 1,5% en 2008, es decir, un punto porcentual menos que en 2007. Se estima que el crecimiento en los países en desarrollo se desacelere en 1,3 puntos porcentuales en 2008, aunque al ritmo previsto de 6,5%, su crecimiento se mantendrá muy por encima del aumento promedio de las décadas de los ochenta (2,9%) y noventa (3,8%) e, incluso del periodo más reciente 2000-05 (5,3%). Asimismo, en los países

ricos el constante vigor de la demanda interna y las importaciones de los países en desarrollo están contribuyendo a atenuar los efectos mundiales de la desaceleración.

Las importaciones de los países en desarrollo se han convertido en un motor del crecimiento mundial cada vez más importante. Más de la mitad del crecimiento de la demanda mundial de importaciones tiene ahora su origen en los países en desarrollo. En parte como consecuencia de esto, las exportaciones de EE.UU., y en menor medida, las europeas, han experimentado un rápido aumento, lo que ha contribuido a moderar la desaceleración del crecimiento de sus PIB.

El Banco Mundial estima que existe el riesgo de que la desaceleración vaya a ser más severa y duradera de lo previsto, es decir, que se prolonguen y deterioren aún más las condiciones financieras y económicas mundiales. Así, una recaída considerable de los mercados financieros podría desatar un círculo vicioso en el que las condiciones económicas y financieras influirán recíprocamente unas sobre otras hasta llegar, posiblemente, a resultados extremos. El impacto de unas condiciones crediticias aún más restrictivas en EE.UU. sería perjudicial para su economía. A su vez, el deterioro de las condiciones económicas estadounidenses tendría un efecto adverso en su sistema financiero, lo que induciría a pérdidas mayores en los préstamos, una mayor consolidación del balance general y una restricción del crédito más pronunciada. Incluso si EE.UU. continuase soportando las consecuencias del ajuste, el impacto se transmitiría al resto del mundo, ya que disminuirían las posibilidades mundiales de exportación y se endurecerían las condiciones crediticias en los mercados internacionales.

En este entorno de elevada incertidumbre, los responsables de la política económica en los países en desarrollo deben estar preparados para hacer frente a las distintas situaciones y riesgos de fluctuaciones a la baja. Una desaceleración más intensa en EE.UU., que podría llegar a convertirse en una recesión severa, afectaría especialmente a las inversiones y las manufacturas del país. Estos dos sectores están íntimamente ligados a la economía mundial porque su componente de importaciones es relativamente alto. Así, según un cálculo del Banco Mundial, una disminución autónoma adicional de las inversiones comerciales fijas de un 10% en 2008 provocaría una contracción adicional de siete puntos porcentuales en las importaciones de EE.UU. Esto causaría una recesión grave en EE.UU.: su PIB bajaría un 0,6% este año.

Ese fuerte descenso de las importaciones estadounidenses causaría graves perjuicios a sus asociados comer-

ciales más cercanos. Así, las exportaciones comerciales de México se reducirían más del 9% sobre lo previsto, ya que prácticamente todas las exportaciones de ese país se destinan al mercado estadounidense, y México está especializado en componentes de la industria estadounidense que son muy susceptibles a los ciclos económicos. Análogamente, el crecimiento de las exportaciones de China sería tres puntos porcentuales menos que el previsto, porque el país está más diversificado geográficamente que México. Muchos otros países de Asia Oriental y del Pacífico que se especializan en exportaciones de alta tecnología podrían sufrir una recesión similar en sus exportaciones previstas. Las exportaciones de la Unión Europea disminuirían un 2,5%. El PIB de los países en desarrollo crecería sólo un 0,2% menos de lo esperado, ya que una menor demanda efectiva ya no es el principal obstáculo a su crecimiento. La falta de capacidad productiva y una infraestructura deficiente son factores negativos mucho más importantes. Sin embargo, se teme que el impacto negativo sea mucho mayor si continúa el deterioro en los mercados financieros internacionales.

Los países con grandes déficit por cuenta corriente e importantes necesidades de financiación son los más vulnerables ante el riesgo de una caída abrupta en el ciclo crediticio. Entre ellos se encuentran algunos países de Europa y Asia Central donde un aumento de financiación de bancos internacionales en los últimos años ha producido un rápido crecimiento de la inversión y del consumo. Sus condiciones económicas podrían empeorar considerablemente si su financiación exterior cesa repentinamente. Las inversiones en esos países serían las más afectadas.

Aún más peligroso sería que una recesión más severa en EE.UU., sumada a nuevas tensiones en las instituciones financieras, pudiese causar reacciones en la política monetaria de EE.UU. que se alejasen de la dirección que sigue el resto del mundo y que sometiesen al dólar estadounidense a una mayor presión. Un debilitamiento más profundo de esta moneda agravaría la incertidumbre en el sistema internacional de intercambio, ya que modificaría a corto plazo la competitividad relativa de los países según el régimen de cambio que tengan. Si esta tendencia continuase aumentaría la incertidumbre sobre el rendimiento relativo de los mercados financieros así como las expectativas inflacionistas en EE.UU., lo que, a su vez, aumentaría las mundiales y aún más los precios de los productos básicos.

Los precios del petróleo se han vuelto especialmente difíciles de pronosticar; todavía no se pueden descartar nuevos aumentos de los mismos, ni siquiera en el caso de una reducción moderada del crecimiento mundial. Los nuevos aumentos tendrían efectos mucho más graves en

los países en desarrollo importadores de petróleo, en relación con los causados por aumentos anteriores. En otras ocasiones, muchos países tenían superávit o reducidos déficit por cuenta corriente, de modo que se beneficiaron del aumento de los precios de exportación de otros productos básicos, mientras que su inflación interna permanecía contenida. Actualmente, por el contrario, las cuentas corrientes de muchos países importadores de petróleo se encuentran en una situación precaria, los precios de los metales ya no siguen una firme tendencia ascendente y las presiones inflacionistas continúan creciendo. Además, con los precios actuales del petróleo, la proporción de este producto en el PIB de los países importadores es muy superior a la de hace pocos años, lo que significa que el mismo aumento porcentual de los precios del petróleo tiene un impacto considerablemente mayor.

La posibilidad de que se produzcan movimientos importantes en los tipos de cambio aumenta la incertidumbre en el sistema de comercio internacional, ya que el valor de los contratos varía según la moneda en que estén denominados. Una nueva depreciación del dólar estadounidense conlleva el riesgo de acentuar las actuales tensiones inflacionistas en países con cambios fijos o regulados, en ambos casos vinculados al dólar. Un debilitamiento del dólar también implica el riesgo de que se intensifiquen las expectativas inflacionistas en EE.UU., lo que podría aumentar el interés de los inversores en los mercados de productos básicos y hacer subir aún más sus precios.

El incremento de los precios de los alimentos en los últimos años ha tenido un considerable efecto adverso en la lucha contra la pobreza en algunos de los países más pobres. Los mercados mundiales de alimentos continúan muy restringidos, lo que les hace susceptibles a cualquier alteración de la oferta. Como las existencias mundiales de cereales se encuentran prácticamente en los niveles más bajos de la historia en relación con el consumo, si una sequía afectase las próximas cosechas aumentaría considerablemente la presión sobre los precios. Una sequía moderada en alguno de los principales países productores causaría, en promedio, una reducción de un 2% en la producción mundial, comparada con la tendencia, lo que reduciría la producción de cereales en 40 millones de toneladas y las existencias mundiales cerca del 12% de los 350 millones de toneladas previstas para el final del ejercicio comercial en curso.

El encarecimiento de los precios de los fertilizantes podría provocar que los agricultores compren menos, con la consiguiente reducción de la cosecha. De todos modos, si se produce una sequía, el precio promedio de los cereales aumentaría alrededor del 30% por encima de los ya elevados precios. Si se produjesen otras subidas en los

precios de los alimentos, su impacto sobre el nivel de vida de las personas más pobres y vulnerables, especialmente los que viven en los centros urbanos, sería aún más fuerte.

Los pronósticos del Banco Mundial dedican especial atención al comercio internacional. Así, la disminución en la demanda externa estadounidense y la relativa solidez de sus exportaciones reflejan un cambio más general de la demanda mundial, que se aleja del desahorro debido a la caída del sector de la vivienda en ese país, y se orienta hacia un mayor equilibrio, en el que la solidez de la demanda de los países en desarrollo compensaría la caída estadounidense fomentando la expansión mundial. Esta alteración de la composición de la demanda está ayudando a restituir el equilibrio en la economía estadounidense y la mundial. Sus efectos ya se observan en la balanza de pagos de EE.UU. A pesar de la subida de precios del petróleo, el déficit comercial estadounidense se redujo un 0,6% del PIB en 2007.

Aunque una reducción del gasto en viviendas en EE.UU es perjudicial a corto plazo y puede empeorar la mala situación actual de los mercados financieros, recuperar un crecimiento equilibrado es fundamental para conseguir la estabilidad a largo plazo reduciendo así la posibilidad de turbulencias financieras en el futuro. Aunque la mejora registrada en la balanza comercial estadounidense es una buena noticia desde la perspectiva mundial, ha estado acompañada por una abrupta caída de las importaciones del país, lo que induce a pensar si la demanda interna del resto del mundo se puede ampliar lo suficientemente rápido como para respaldar un crecimiento firme de los países en desarrollo y, al mismo tiempo, amortiguar la desaceleración de EE.UU. absorbiendo sus exportaciones en la medida necesaria.

Los países en desarrollo progresan integrándose en mayor medida en los mercados mundiales. Paradójicamente, su crecimiento, en general, ya no depende tanto de las importaciones de los países ricos. Durante los últimos 15 años, los países en desarrollo abrieron sus economías, aumentaron sus exportaciones y ampliaron rápidamente su participación en el comercio internacional. Como proporción del PIB de las economías en desarrollo, sus exportaciones aumentaron desde el 22% en 1992 hasta el 39% en 2007. En el mismo periodo, la participación de esos países en las exportaciones mundiales creció gradualmente, del 20 al 37%, y China fue el país responsable de la mitad de ese aumento.

A primera vista, la creciente importancia de las exportaciones en los PIB de los países en desarrollo hace pensar que ahora esas economías dependen, más que hace 15 años, de la demanda de importaciones de los países

ricos y del ciclo del comercio internacional. Sin embargo esta afirmación no es exacta por dos razones. Primera, el exitoso aumento de las exportaciones de los países en desarrollo ha estado impulsado por un aumento de su capacidad productiva y no por la aceleración de la demanda extranjera. Actualmente, la capacidad productiva de esos países se ve limitada por la falta de una infraestructura adecuada, incluida la energía, y no por una insuficiencia de la demanda real en los mercados mundiales. Segunda, el comercio sur-sur crece a más del doble de velocidad que el comercio norte-sur, lo que disminuye el impacto de la reducción de la demanda de importaciones en los países ricos. La aceleración del crecimiento de los países en desarrollo desde 2002 coincide con el periodo de aumento de los precios de los productos básicos, que se mantiene en la actualidad.

El rápido crecimiento de la participación en el mercado de los países en desarrollo durante los últimos 15 años podría inclinar a pensar que estos países se han convertido en el motor del ciclo comercial mundial y han reducido la influencia de los países ricos. Así, en la década de los ochenta, la contribución de los países ricos al crecimiento de las importaciones mundiales era nueve veces la de los países en desarrollo, las importaciones de los países ricos aumentaban tres veces más rápido que las de los países en desarrollo, y la participación de los países ricos era el triple que la de los en desarrollo. En los años noventa, sin embargo, la participación de los países ricos se redujo de nueve a tres veces la de los en desarrollo. El cambio decisivo se ha producido en la presente década y ahora la participación de los países en desarrollo iguala a la de los países ricos.

Esta alteración drástica de la importancia relativa de cada grupo de países significa que los efectos directos de una eventual caída del crecimiento de las importaciones de la OCDE, aunque todavía es importante, es menos peligrosa que en décadas anteriores.

### 3. Perspectivas económicas mundiales del Banco Internacional de Pagos de Basilea

El Banco de Basilea (BIS) es tajante: las turbulencias en los mercados financieros, que empezaron el pasado mes de agosto y se han extendido a la economía real, se deben a unas políticas demasiado permisivas de los bancos centrales en la pasada década que no atendieron a los avisos del BIS sobre los peligros de un crecimiento excesivo del crédito y de unos tipos de interés reales demasiado bajos.

Señala el BIS que: “no parece descaminado sugerir que esos bajos tipos pueden haber animado a los prestatarios a endeudarse imprudentemente y haber causado un posible rebrote de la inflación. El problema que requiere una acción urgente es la actual aceleración de la inflación”. Sin embargo, el BIS no llega a criticar al Federal Reserve por sus bajísimos tipos de interés y considera que puesto que existen dos riesgos, la crisis y la inflación, no se puede recomendar la misma política de tipos de interés para todos los países. Sólo estima que es necesaria una media mundial de tipos más altos.

Contrariamente a lo que establece el Fed, algunos expertos consideran que las turbulencias financieras se deben a la extensión del modelo basado en originar y distribuir riesgos y a nuevos productos hipotecarios de alto riesgo y no a una excesiva expansión de crédito. El BIS concede que no todos piensan como él: “No todo el mundo acepta la hipótesis de que la excesiva expansión del crédito es la causa del problema”. Aunque esperemos que no ocurra, si los costes de las actuales turbulencias continúan creciendo y las medidas económicas tomadas resultan poco efectivas, es probable que esas hipótesis tengan que ser revisadas.

Tras varios años de intenso crecimiento global, baja inflación y mercados financieros estables, la situación se deterioró rápidamente en agosto de 2007. La turbulencia financiera se originó en el mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo, *subprime*, que enseguida afectó a muchos otros mercados financieros, lo que llevó a cuestionar la suficiencia de recursos propios de algunos grandes bancos europeos y estadounidenses. El BIS estima que la crisis es un ejemplo típico de estallido de un *boom* de crédito, caracterizado por un rápido crecimiento de los agregados monetarios y crediticios globales, un largo periodo de bajos tipos reales de interés, precios demasiado altos de numerosos activos financieros y reales y modelos de gasto muy diferentes en diversos países, EE.UU. y China, en especial, reflejando las distintas fases de desarrollo financiero en que se encontraban, animando el consumo en EE.UU. y la inversión en China.

Los bancos centrales de los principales centros financieros aumentaron la liquidez en los mercados financieros, si bien las medidas concretas que tomaron diferían según la situación macroeconómica del país. Así, algunos estaban más preocupados por la inflación, por lo que elevaron los tipos de interés, mientras que otros estaban más atentos a las presiones deflacionarias que surgirían si el crecimiento se desaceleraba y, en consecuencia, bajaron los tipos.

En el periodo de junio de 2007 a mayo de 2008, la preocupación sobre posibles impagos en las hipotecas

*subprime* de EE.UU. se extendió rápidamente a otros segmentos del crédito y a los mercados financieros en general, hasta el punto de que importantes sectores del sistema financiero dejaron de funcionar satisfactoriamente. Una demanda de liquidez creciente, unida a una mayor incertidumbre sobre el riesgo de la contraparte, provocó presiones sin precedentes en los mercados interbancarios. La rentabilidad de los bonos en las economías industriales avanzadas se hundió al buscar los inversores activos seguros al abrigo de la crisis. Los mercados bursátiles de esos países se debilitaron. Hoy, con muchas instituciones financieras con balances débiles y un entorno macroeconómico que sigue empeorando, parece que el actual cambio en el ciclo crediticio probablemente causará persistentes dificultades en la actividad económica.

La evolución de la situación dependerá decisivamente de las interacciones dinámicas entre el sector financiero y el entorno macroeconómico. Menos crédito disponible, debido a las medidas tomadas por las instituciones financieras para preservar su capital, puede prolongar el periodo de escasos beneficios al afectar al gasto agregado, la actividad económica y la calidad de los activos. Esos efectos pueden extenderse a otros países si los sistemas bancarios afectados tienden a reducir su actividad internacional. Aparte de sus implicaciones cíclicas, el actual periodo de fuertes presiones puede provocar ciertos cambios estructurales. Las instituciones financieras están revisando su opinión, de forma que ya no se muestran tan favorables a un modelo financiero basado en la creación y distribución de préstamos mediante titulización.

Actualmente, tras un largo *boom* causado por una expansión del crédito, no hay que sorprenderse de que hayan surgido turbulencias en los mercados financieros y que se haya producido un menor crecimiento y mayor inflación, al menos temporalmente. La cuestión básica es cómo van a evolucionar esas tendencias y sus interacciones. Según el BIS, "no parece que esa interacción vaya a causar una desaceleración más profunda y prolongada que lo que parece prever el consenso". Al mismo tiempo, los factores inflacionistas, especialmente en las economías emergentes, podrían ser inesperadamente fuertes y persistentes. Un factor clave en las perspectivas inflacionistas será probablemente la evolución de los salarios, aunque en algunos países los efectos de una depreciación de su moneda sobre los precios internos podría ser un factor negativo importante.

En la actualidad, con una clara amenaza de inflación y con tipos reales de interés históricamente muy bajos en la mayoría de los países, parece apropiado un sesgo global hacia un endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, la situación actual y futura de los diferentes países

impide aconsejar a todos la misma política. Además, si la economía global se desacelera bruscamente y las presiones inflacionistas se debilitan, evidentemente el sesgo hacia un endurecimiento monetario debe ser menor.

En el entorno actual y futuro hay que tener en cuenta que la eficacia de una disminución en los tipos de interés puede ser reducida tras el auge del gasto causado por un exceso de crédito. A la vista de los efectos secundarios potencialmente negativos de la reducción de los tipos de interés, especialmente el riesgo de aumentar los desequilibrios financieros y de asignaciones equivocadas de los recursos reales, parece aconsejable acudir a políticas complementarias que eviten sobrecargar la relajación monetaria. Una política fiscal expansiva podría ser conveniente, pero en muchos países, la excesiva deuda pública reduce considerablemente el margen de maniobra. En tal caso, debe darse prioridad a reconocer ese exceso y las pérdidas sufridas y tratar de resolver los problemas consiguientes a tiempo y ordenadamente.

Quizá la principal conclusión que puede extraerse de los retos con los que se enfrenta la política macroeconómica es que hubiese sido mucho mejor evitar la aparición del exceso de crédito, causa fundamental de la mala situación actual. Según el BIS, en el futuro esta situación podría evitarse mediante el establecimiento de un "marco de estabilidad financiera" que exigiría tomar medidas tanto macroeconómicas como prudenciales para contrarrestar la evolución de los precios, del crédito y de la actividad económica en el país y reducir así la amplitud de las oscilaciones del ciclo económico. Pese a ello, reconociendo que las oscilaciones del ciclo pueden atenuarse pero no eliminarse, el BIS sugiere una serie de medidas de prevención que podrían mejorar la gestión en periodos de turbulencias financieras.

La actual convulsión producida en los principales centros financieros no tiene precedentes en el periodo de la postguerra. El notable peligro de recesión en EE.UU., unido al intenso repunte de la inflación en muchos países, aumenta el fundado temor de que la economía mundial puede encontrarse en un momento crítico. El explosivo cóctel que han supuesto durante años las innovaciones en los mercados financieros, la permisividad de las políticas y la suavización de las condiciones monetarias mundiales nos ha llevado a una situación de riesgo y hay que reaccionar.

En el futuro hay que concentrarse en esos tres elementos y sus interacciones, y no sólo en las recientes innovaciones financieras que tanta atención han despertado hasta ahora, pues ello conlleva dos peligros. Primero, apunta a medidas correctivas de alcance limitado, que podrían resultar inadecuadas para gestionar una crisis tan en-

raizada en el sector financiero y en la economía real como la actual. En concreto hay que afrontar directamente el problema de los préstamos incobrables y de la elevada carga de la deuda que ha ido creciendo durante años en algunas de las principales economías. Para ello hay que evitar ocultar esos problemas con una mayor expansión del crédito y de la inflación. Segundo, si al adoptar medidas para evitar que se repitan problemas similares en el futuro, las autoridades se centran en las deficiencias de las recientes innovaciones financieras, se verán tentadas a solucionar los síntomas del problema, y no sus causas subyacentes. Sin negar la importancia de lo que es distinto en los problemas actuales, hay que reconocer que mucho no ha cambiado.

Es innegable que los últimos acontecimientos en los mercados financieros, en concreto la inadecuada implementación del modelo financiero basado en originar y distribuir riesgos, han tenido efectos secundarios desastrosos. Así, se han concedido préstamos de alto riesgo que se han vendido después a inversores confiados o avariciosos, recurriendo a menudo estos últimos a financiación apalancada y a corto plazo para aumentar aún más sus beneficios. Si esto ya es de por sí una peligrosa fuente de vulnerabilidad, la opacidad del proceso hace además que no siempre esté claro quién soporta exactamente el riesgo. La pregunta es pues ¿Cómo pueden repararse los daños si ni siquiera se sabe donde se localizan?