

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.
2. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
3. Informe de los Cinco Sabios sobre la economía alemana y mundial.

1. Perspectivas económicas de otoño de la Comisión Europea.

Según la Comisión Europea (CE) la Unión Europea (UE) se ve azotada por la presente crisis financiera, agravada desde el otoño, que afecta a la confianza de empresas y consumidores, y a la economía real. Es necesaria una coordinación europea para sostener la economía, similar a la del sector financiero. La CE ha redactado un cuadro de medidas en los estados miembros para aumentar las inversiones, y mantener el empleo y la demanda.

El crecimiento económico mundial se debilitará hasta un 3,75 por 100 este año y un 2,25 por 100 el que viene a causa de la crisis financiera, la caída de precios de los inmuebles en algunas economías y la pasada subida de precios de los productos básicos (materias primas industriales y alimentos que entran en el comercio internacional). Las economías industriales resultarán más afectadas que las emergentes. La CE no es del todo pesimista: al contrario que el Fondo Monetario Internacional (FMI), que pronostica una recesión de las grandes economías con una caída del 0,3 por 100 en 2010, la CE espera que el crecimiento se recuperará gradualmente en 2010 al estabilizarse los mercados financieros, aumentando la confianza y el comercio internacional.

Hay mucha incertidumbre respecto a quiénes acabarán sufriendo las pérdidas y su cuantía. Las condiciones crediticias se han endurecido notablemente y, a pesar de la reciente recapitalización de muchos bancos, el sector bancario seguirá reduciendo su apalancamiento, frenando así el aumento del crédito.

El producto interior bruto (PIB) bajará en el tercer trimestre de 2008 en la UE y en la Eurozona. Las perspectivas siguen siendo lúgubres y varios países miembros entrarán en recesión o estarán muy cerca de ella. La inversión, factor clave en las pasadas recuperaciones unida a las exportaciones, se está desacelerando rápidamente y en 2010 será una rémora para el crecimiento. La desaceleración se debe a varios factores: unas condiciones crediticias más rigurosas y una menor disponibilidad de crédito, que refleja la necesidad de reducir el apalancamiento en el sector financiero, y una considerable caída en la confianza de los inversores y expectativas de recuperación de la demanda. La inversión en bienes de equipo, que aumentó más del 6 por 100 en 2007, se estima que bajará

alrededor del 3 por 100 en la Eurozona. La pérdida de pulso en la construcción tiene como consecuencia la reducción de los precios excesivos de los inmuebles en varios países de la Eurozona; se prevé, asimismo, que baje un 10 por 100 o más, en España, Irlanda, Dinamarca, Estonia y Lituania, y más del 5 por 100 en Francia y Reino Unido.

El consumo privado, ya más débil en esta fase que en las anteriores, bajó ligeramente en la primera mitad de 2008 reflejando unos menores ingresos reales de las familias debido a la fuerte inflación y una caída rápida en la confianza de los consumidores. A pesar de la recuperación de la renta real de las familias al bajar las tensiones inflacionistas, el consumo privado seguirá poco animado, creciendo en 2008 solo alrededor de 0,25 por 100 en la UE y 0,5 por 100 en la Eurozona. En algunos países miembros más directamente afectados por las crisis financiera y/o inmobiliaria, el consumo privado incluso bajará. Se prevé una recuperación moderada en 2010 hasta un 1 por 100.

Las exportaciones netas (es decir, menos las importaciones) contribuirán al crecimiento del PIB comunitario en un 0,25 por 100 en 2009-2010, aunque se debilitarán rápidamente en más de dos tercios desde 2007 a 2009, al reducirse el comercio mundial. Sin embargo, como la desaceleración de las importaciones será más fuerte, la balanza comercial contribuirá positivamente al crecimiento.

El desempleo aumentará considerablemente en 2009, afectando a muchos sectores de la economía haciendo que el empleo baje alrededor del 0,5 por 100 en la UE y en la Eurozona, aunque se irá recuperando algo en la mayoría de los estados miembros en 2010; subiendo hasta un 8 por 100, aunque con notables diferencias entre los estados miembros. Como consecuencia, las presiones a la subida de los salarios se debilitarán. Las diferencias en el crecimiento de los salarios persistirán, a veces yendo más allá de lo que justificarían las diferencias en el crecimiento de la productividad, lo que hace temer que algunos estados miembros pierdan competitividad.

Este año, la inflación llegará al 3,9 por 100 en la UE (3,5 por 100 en la Eurozona) aumentando un punto y medio desde 2007, pero en 2009 bajará a 2,4 por 100 en la UE (2,2 por 100 en la Eurozona) y seguirá bajando, si bien lentamente, en 2010. Una menor presión sobre los precios de los productos básicos y un crecimiento económico mundial modesto harán que la subida de los salarios se debilite. Al mismo tiempo, la productividad se irá recuperando y las expectativas de inflación, que han bajado notablemente en los últimos meses, no se estima que vayan a subir por ahora.

El déficit por cuenta corriente pasará del 1 por 100 del producto interior bruto (PIB) de la UE en 2008 a alrededor de 0,5 por 100 en 2010, siendo prácticamente inexistente en la Eurozona en ambos años. Habrá notables diferencias entre los déficit de los estados miembros; así, los países bálticos, Bulgaria y Rumania, y Grecia y Chipre tendrán déficit de dos dígitos, mientras que Alemania, Holanda, Luxemburgo y Finlandia lograrán un notable superávit. Aunque unos déficit por cuenta corriente considerables pueden facilitar el acercamiento de la renta per cápita de los países miembros más pobres a los más ricos, el crecimiento de la productividad y el porcentaje de inversión sobre el PIB son relativamente bajos en muchos países miembros con grandes déficit corrientes.

Los diez años de experiencia de la Unión Monetaria Europea (UME) hacen pensar que los desequilibrios entre los países miembros continuarán. Esto puede ser especialmente dañoso en estos momentos, en que varios de los países con fuertes déficit externos, que reflejan en parte una pérdida continuada de competitividad, están sufriendo severos ajustes en sus mercados inmobiliarios.

La presente crisis tendrá un impacto negativo sobre los presupuestos estatales en 2008-2010. Se prevé que el déficit público agregado de la UE subirá de un 0,9 por 100 del PIB en 2007 a un 1,6 por 100 en 2008. En la Eurozona esas cifras serán, respectivamente, 0,6 y 1,3. Un empeoramiento gradual tendrá lugar en 2009 y 2010 si las políticas económicas de los estados miembros no cambian, llegándose a un déficit de 2,6 por 100 en la UE y un 2 por 100 en la Eurozona en 2010. En ésta la ratio deuda pública /PIB subirá más de un punto entre 2007 y 2009 y, en el conjunto de la UE más de dos puntos, esto sin tener en cuenta el impacto negativo sobre los presupuestos de las medidas de ayuda a los bancos que se están tomando para salir de la crisis.

La ratio deuda pública/PIB subirá en 2008-2010 algo menos de un punto en la Eurozona y más de un punto en la UE. La ratio ingresos públicos/PIB bajará alrededor de medio punto en ambas. Un crecimiento más lento de las bases tributarias, mayor peso de la demanda externa y menor de la interna en la composición del crecimiento, continuada caída de los precios de los activos y rebajas de impuestos en algunos países constituyen los factores principales de la menor ratio ingresos públicos/PIB.

Hay peligros importantes de que estos pronósticos no se cumplan por: 1) El panorama macroeconómico mundial, 2) La incertidumbre respecto al impacto de los cambios en la composición del crecimiento y de la caída de precios de los activos sobre los ingresos públicos, y 3) El posible impacto sobre los ingresos públicos de las medi-

das tomadas o por tomar para restaurar la estabilidad financiera. En especial, las recientes operaciones de socorro a los bancos en crisis pueden hacer que la deuda pública suba. Sin embargo, teniendo en cuenta que los gobiernos adquieren acciones de los bancos en crisis y/o les conceden créditos, haciendo así que los activos de los gobiernos suban, estas operaciones no supondrían un aumento de sus pasivos netos. Por otra parte, los pasivos contingentes de los gobiernos (es decir, que pueden surgir en el futuro si, por ejemplo, se utilizan las garantías estatales por los bancos) han aumentado considerablemente a causa de este proceso.

El deterioro previsto de las posiciones presupuestarias en 2008 y 2009 está afectando a la mayoría de los países miembros. Es especialmente fuerte en Irlanda, donde el déficit público será un 5,5 por 100 del PIB en 2008 y casi un 7 por 100 en 2009. En España también tendrá lugar un fuerte deterioro de las cuentas públicas de 5 puntos del PIB, pero es menos peligrosa al partir de una posición de superávit. En 2009, siete estados miembros (Irlanda, Francia, Letonia, Lituania, Hungría, Rumania y Reino Unido) superarán el límite del 3 por 100 fijado por el tratado de Maastricht. El déficit de Hungría bajará a menos del 3,5 por 100 del PIB y el del Reino Unido subirá al 4,25 por 100 en 2008 y a más del 5,5 por 100 en 2009.

Muchos de los peligros identificados por la CE en la pasada primavera no sólo se han materializado, sino que se han agravado dramáticamente, en especial la crisis financiera que ha aumentado y se ha extendido a otros países, acentuando la baja de precios de los inmuebles en varios países. El repunte de la inflación acentúa la desaceleración mundial. A fines de octubre, la situación sigue siendo frágil, con gran incertidumbre y riesgos considerables a la baja.

Es posible que la presente crisis se agrave aún más, se alargue y tenga un impacto en la economía real mayor que el previsto, refuerce la corrección en curso de los mercados inmobiliarios y aumente las tensiones en los balances, haciendo más difícil el desapalancamiento en curso en el sector financiero y que sus efectos negativos sobre la confianza y los precios de los activos, reduzcan el consumo privado. Además, es posible que se produzcan cambios abruptos en las preferencias de riesgo, lo que podría hacer que los países con déficit exteriores y deuda externa considerables [como España] pudiesen encontrar dificultades en asegurar su financiamiento. Incluso un moderado aumento del déficit y/o de la deuda exteriores podría aumentar la prima de riesgo y causar un endurecimiento en la disponibilidad de crédito para las familias y una recesión (en 2009 con caída del 1 por 100 del PIB) en la Eurozona.

Aunque reduciéndose, los desequilibrios globales siguen siendo importantes y podrían provocar cambios perjudiciales en los tipos de cambio de las monedas. Además, no podemos descartar que vayan a tomarse medidas proteccionistas o que produzcan distorsiones en el comercio internacional, causadas por la presente debilidad de la actividad económica en vez de por la subida de precios de los alimentos duraderos, como ocurrió al principio de este año. Por último, aunque las economías emergentes, hasta hace poco más resistentes a la crisis que las industriales, sus perspectivas se han deteriorado, e incluso podrían verse más afectadas por la crisis financiera (y por la considerable desaceleración de las economías industriales) que estas últimas. Esto tendría un notable impacto negativo sobre el crecimiento económico global, ya que la contribución a este de las economías emergentes fue un 70 por 100 en 2007.

El futuro desarrollo de los precios de los productos básicos podría tener efectos negativos y positivos. Al empeorar las perspectivas del crecimiento mundial, los precios de los productos básicos y la inflación total podrían bajar más deprisa que lo esperado, aumentando la renta real disponible de las familias.

El peligro de un aumento de la inflación se ha reducido notablemente desde la pasada primavera. Dejando aparte la posibilidad de que suban los precios de los productos básicos, el peligro de que la inflación provoque aumentos de salarios y, en consecuencia, una mayor inflación (los llamados "efectos de segunda vuelta") se han evitado hasta ahora en gran medida y se harán menos probables al reducirse notablemente las presiones a la subida de los salarios. Las expectativas de inflación han bajado en los últimos meses a los niveles anteriores al comienzo de la crisis financiera el año pasado.

En suma, los peligros que acosan a la economía mundial han aumentado considerablemente, apuntando a una continuada bajada de la actividad. Por otra parte, eso ha reducido las presiones inflacionistas, lo que induce a pensar que el riesgo de repunte de la inflación ha bajado.

2. Perspectivas económicas mundiales de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

La mayoría de las economías de la OCDE han entrado, o van a hacerlo, en una recesión de una magnitud no experimentada desde principios de los años setenta. El número de parados en la OCDE podría alcanzar los 8

millones en los dos años próximos. La inflación bajará en todos los países miembros y en algunos, incluso, podría haber deflación, aunque débil.

Las perspectivas han empeorado. Las turbulencias financieras que aparecieron en EE.UU. en agosto de 2007 se han ampliado afectando a instituciones financieras no bancarias y se han extendido rápidamente al resto del mundo. Después del colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre, la falta de confianza generalizada entre las instituciones financieras ha provocado reacciones que se aproximan a una paralización en los mercados financieros globales. Los *spreads* en los mercados de crédito han subido a niveles muy altos, paralizando los mercados monetarios y de crédito. Parece que la acción rápida y conjunta de las autoridades para restaurar la confianza y suministrar liquidez ha conseguido limitar el periodo de pánico, pero las instituciones financieras siguen obligadas a operar con menos apalancamiento y a restaurar sus balances. Ese ajuste llevará tiempo dificultando el flujo de crédito y es el factor decisivo para determinar la actividad futura.

Existe una enorme incertidumbre sobre el futuro, especialmente sobre cuánto tiempo durará la crisis financiera. La OCDE estima que la fase álgida que empezó a mediados de septiembre no durará mucho, pero parece que será seguida de un periodo de escasa actividad que se mantendrá hasta finales de 2009, mejorando luego gradualmente. Si es así, y si los tipos de cambio y los precios del petróleo se mantienen en los niveles actuales, el desarrollo de la economía puede ser el siguiente:

1º) La producción estadounidense disminuirá en la primera mitad de 2009 y luego se irá recuperando gradualmente al debilitarse los efectos de la escasez de crédito, tocar fondo la crisis inmobiliaria y empezar a sentirse el estímulo de una política monetaria menos rigurosa. Sin embargo, probablemente la recuperación será lánguida, porque el consumo estará frenado por las grandes pérdidas de renta de las familias. La inflación bajará notablemente al sentirse los efectos de las recientes caídas de los precios de los productos básicos y a causa de la presión a la baja de los precios debida a la debilitación de la actividad económica.

2º) La actividad económica en la Eurozona también disminuirá en los próximos seis meses debido a unas condiciones financieras más rigurosas, el escaso crecimiento de los ingresos y la caída en el precio de las viviendas y acciones debilitarán la inversión y el consumo. La actividad económica se irá recuperando gradualmente al moderarse las condiciones monetarias y disiparse los efectos de la turbulencia financiera global. La inflación disminuirá notablemente, alcanzando a principios de 2009 un nivel

compatible con el objetivo de inflación del Banco Central Europeo. (BCE)

3º) Japón no ha estado en el epicentro de la crisis financiera, pero aún así, después de un breve periodo de crecimiento a principios de 2009, gracias al estímulo fiscal, la producción se estancará en la segunda mitad de ese año, ya que la debilidad económica mundial y la reciente apreciación del yen reducirán la demanda exterior.

4º) Otros países de la OCDE cuyas economías se debilitarán notablemente serán España, Reino Unido, Irlanda, Islandia, Luxemburgo, Hungría y Turquía. Son los más afectados por la crisis financiera, que en algunos de ellos ha puesto de manifiesto su vulnerabilidad, y también los que sufren una fuerte crisis inmobiliaria.

5º) En muchos de los grandes países no miembros de la OCDE la economía está perdiendo impulso, como consecuencia de los efectos de unas condiciones crediticias internacionales más rigurosas, endurecimiento de la política monetaria, pérdida de ingresos debida a la disminución de los precios de los productos básicos y a una demanda más débil procedente de otros países de la OCDE. Sin embargo, la desaceleración parte de unos altos niveles de actividad económica.

La crisis financiera no es el único factor que determina los pronósticos de la OCDE. Otro factor importante es el ajuste a la baja que se está produciendo en los mercados inmobiliarios, y que en muchos países miembros, entre ellos España, dista mucho de haber acabado. Además, sus efectos negativos se añaden a los de la fuerte caída de las cotizaciones bursátiles. Esos factores negativos están siendo compensados parcialmente por un considerable estímulo monetario, que incluye medidas no tradicionales, como inyecciones de capital en bancos en dificultades en EE.UU., introducidas recientemente y el aumento de los ingresos reales de las familias debido a la fuerte caída de los precios de los productos básicos.

Es posible que los pronósticos de la OCDE para 2009 resulten demasiado optimistas si pasa más tiempo antes de que se normalicen las condiciones financieras y también si las economías de mercado emergentes se ven más afectadas de lo previsto por un menor comercio mundial y por una percepción del riesgo más negativa por parte de los inversores extranjeros. Por otra parte, también es posible, pero menos probable, que los pronósticos resulten demasiado negativos si el ajuste en los balances de los bancos es más rápido que lo esperado gracias a unas medidas de política económica de los gobiernos más suaves. También es posible que los gobiernos tomen medidas de estímulo más intensas que las previstas en estas perspectivas.

En este contexto de profunda debilidad económica en el que nos encontramos es necesario un estímulo macroeconómico adicional. En situaciones de estabilidad, la política monetaria más que la fiscal es el instrumento apropiado para recuperar la estabilidad económica. La situación actual de turbulencia financiera extrema ha debilitado el mecanismo monetario de transmisión. Además, en algunos países la posibilidad de reducciones adicionales de los tipos de interés es limitada. En estas condiciones extraordinarias, el estímulo fiscal, además del apoyo que dan los estabilizadores automáticos, debe jugar un papel importante.

Los paquetes de medidas de estímulo fiscal, sin embargo, han de ser evaluados individualmente según la situación presupuestaria. Es necesario que cada acción se tome a su tiempo, que sea temporal y que esté diseñada para asegurar la máxima eficacia. A menudo se dice que la inversión en infraestructura es la más apropiada. Aunque aumenta tanto la oferta como la demanda, tarda largo tiempo en completarse y, una vez comenzada es difícil de reducir o interrumpir si la actividad económica se recupera. Es posible que ciertas alternativas como rebajas de impuestos o transferencias a familias con bajos ingresos y con dificultades crediticias sean más eficaces para aumentar la demanda.

Una vez que se aprecien señales de recuperación hay que empezar a reducir el estímulo macroeconómico para evitar que surjan presiones inflacionistas. Al mismo tiempo, con demasiada deuda pública en muchas economías, hay que decretar un cuadro fiscal que asegure la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, especialmente ante las presiones sobre el gasto debidas al envejecimiento de la población.

Aunque parece que los esfuerzos conjuntos para estabilizar los mercados financieros están surtiendo efecto, los gobiernos deben estar dispuestos a modificarlos si resultan poco eficaces. El apoyo debe limitarse a los sectores o empresas de importancia sistémica. Además, el ámbito global de la actual crisis subraya la necesidad de una coordinación internacional para evitar medidas que dañen la competencia o trasladen el problema a otros países. Es igualmente importante que las medidas excepcionales estén diseñadas de modo que permitan su supresión cuando se normalicen las condiciones en los mercados financieros. Los países, actuando de forma individual, pueden encontrar que es difícil, suprimir las medidas excepcionales adoptadas, subrayando así la necesidad de cooperación. Al mismo tiempo, habría que contemplar la conveniencia de medidas para reducir las ventas de inmuebles que no pagan los plazos de sus hipotecas agravando así las condiciones de los mercados financieros.

Hay que reformar la supervisión y regulación de los mercados financieros para hacer el sistema financiero más resistente a *shocks*. Hay que identificar las imperfecciones del mercado que incentivan los riesgos excesivos y/o un apalancamiento excesivo, y corregir los fallos en la regulación actual que han causado la presente crisis financiera global. Esto comprende, entre otras cosas, reforzar y simplificar la supervisión prudencial de los mercados financieros y de capitales, suprimiendo las omisiones e inconsistencias de los sistemas actuales. Exige también aumentar la transparencia de los instrumentos del mercado, de las transacciones y de las reglas sobre incentivos y decisiones de las sociedades. Hay que corregir también la tendencia procíclica de los mercados financieros hasta hacerla anticíclica cuando sea posible.

La reciente reunión del grupo G20 inició un plan de acción y un proceso para encontrar soluciones a los múltiples y difíciles problemas que existen. El plan es muy amplio y llevará mucho tiempo llevarlo a cabo. Es importante, pues, el centrar la atención en el objetivo de reforzar la arquitectura financiera global. Aunque la necesidad de una intervención estatal en los mercados financieros es evidente, dada la importancia sistémica de los mismos, el hacerlos menos competitivos y abiertos sería un error y las presiones para moverse en esa dirección deben evitarse. En realidad, la experiencia del año pasado ha demostrado la importancia de continuar las reformas estructurales que fomenten el crecimiento y refuercen la resistencia de nuestras economías para resistir y absorber mejor eventuales *shocks*. A este respecto, el éxito de las negociaciones de la Ronda Doha contribuiría a apoyar el crecimiento global, aumentar la confianza y demostrar el propósito de los países de mantener los mercados abiertos y competitivos.

En suma, este informe refleja el consenso entre los economistas más importantes según el cual la presente crisis continuará - quizá incluso agravándose - todo el año 2009 y solo empezará a mejorar gradualmente lo más pronto en 2010, y que este pronóstico sufre de un alto grado de incertidumbre.

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

El informe anual que el llamado vulgarmente Comité de los Cinco Sabios debe presentar al Gobierno alemán goza de una bien merecida reputación por su imparcialidad y certeros análisis, especialmente interesantes en la presente crisis. Es, quizás, el más negativo desde la fundación del Comité. Pero dejémosle hablar:

Las turbulencias en el sistema financiero global aparecidas en julio de 2007 se han agravado desde septiembre de 2008. La sorprendente insolvencia de Lehman Brothers ha perjudicado la confianza en la estabilidad de bancos y compañías de seguros, de un modo tan masivo que, sin intervención del Estado, la consiguiente crisis sistémica hubiese causado el derrumbe del sistema financiero global. No sólo el crédito interbancario sino también el concedido a las empresas y familias se hubiese interrumpido con peligro de que los ahorradores decidiesen retirar de golpe sus depósitos. Como los créditos son en general de más larga duración que aquellos, los bancos no pueden hacer frente a una retirada masiva de fondos. Si eso ocurre, la confianza en el sistema bancario se derrumba y la financiación de la economía real se interrumpe.

No hay pues alternativas a un paquete coordinado de medidas amplias, y en parte muy heterodoxas, de bancos centrales y gobiernos. Mediante inyecciones de liquidez y bajadas de tipos de interés los bancos centrales han hecho posible en las últimas semanas que las entidades de crédito hayan podido cumplir sus obligaciones de pago. La tarea de los gobiernos consiste, pues, en encontrar soluciones a los a veces difíciles problemas de solvencia de los bancos, especialmente mediante inyecciones de capital. Gracias a medidas de socorro estatales y a la decisión de los gobiernos de actuar como prestamistas de última instancia se ha conseguido establecer una base estable para los sistemas financieros de las economías nacionales más importantes. Así, se ha eliminado el peligro de derrumbe de los sistemas financieros, aunque desde luego eso no excluye que, en algunos bancos, se vayan a producir situaciones muy difíciles.

Tras un *shock* del sistema financiero tan fuerte como el actual es inevitable que la economía real sufra también, tanto más cuanto tras una fase de expansión muy fuerte y duradera se ha entrado en una fase cíclica de debilidad. A la vista de las fuertes volatilidades de los tipos de cambio, cotizaciones bursátiles y precios de las materias primas, es muy difícil pronosticar sobre el futuro desarrollo económico, aunque se pueden excluir soluciones extremas.

Es decir, no vamos a entrar en una crisis como la de los años treinta. Ahora, al revés que entonces, los bancos centrales del mundo entero pueden reaccionar rápida y masivamente con una bajada coordinada de los tipos de interés, ya que no se ven constreñidos por un patrón oro que no existe. También los gobiernos han aprendido de sus errores pasados. Saben que sería erróneo y peligroso seguir una política fuertemente restrictiva en una fase de debilidad cíclica como la actual.

También es inverosímil una fuerte subida de la inflación, que algunos creen posible a causa de las medidas de apoyo a la economía tomadas por los bancos centrales. Desde luego es cierto que los bancos centrales han puesto a disposición de los bancos mucha liquidez adicional, pero con ello no hacen sino reemplazar los circuitos de liquidez que en tiempos normales, pero no ahora, existen entre los bancos. En realidad, la cantidad de dinero que las familias y empresas mantienen en ellos y que se considera decisiva para determinar la inflación, ha subido menos en los últimos meses que en la fase anterior a la actual crisis financiera.

Aunque se puedan excluir escenarios extremistas, no hay que concluir por ello que vaya a ocurrir muy pronto una reanimación de la coyuntura. Muchos países se enfrentan a una fuerte crisis inmobiliaria. Como muestra la experiencia alemana de los años noventa, el exceso de capacidad (demasiados pisos sin vender) solo desaparece lentamente. También frenan la recuperación los problemas del sector bancario. Después de la excesiva aceptación de riesgos en los últimos años, ahora es necesario ser mucho más prudente en la concesión de créditos. Además, muchas entidades no tienen suficientes capitales propios para poder seguir una política más expansiva. Entre los factores restrictivos figuran, en especial, las fuertes pérdidas de patrimonio de las familias americanas. Por culpa de su excesiva propensión a endeudarse, en los últimos años han sido el gran impulso del aumento de la demanda mundial. Eso ha sido el necesario contrapeso a la fuerte creación de activos monetarios en países como Alemania, Rusia, China y Japón, y varios países productores de petróleo. Los tan discutidos desequilibrios globales han hecho que, en el pasado, la economía mundial haya podido desarrollarse dinámicamente a pesar de tan grandes diferencias en el ahorro nacional de los diferentes países. Tras años con una cuota de ahorro de casi cero, y de caídas de precios en inmuebles y acciones, las familias americanas se ven ante la necesidad de ahorrar y, en consecuencia, consumir menos. Con una participación del consumo en el producto interior bruto (PIB) americano de alrededor del 70 por 100 no se puede contar con que la economía americana (como en la fase de debilidad de 2001-2002) vaya a ser de nuevo la locomotora de la economía mundial. Muchos países de Europa meridional y oriental se enfrentan con problemas semejantes a los de EE.UU. Los fuertes déficit de cuenta corriente de esos países reflejan una fuerte y difícilmente sostenible propensión al endeudamiento. En Alemania, hay que contar con un empeoramiento de la economía real causado por unas condiciones exteriores desfavorables, (es decir, menor demanda exterior). En 2008, el PIB alemán sólo crecerá un 1,7 por 100 y en 2009 se estancará, pero gracias a una caída en los precios del petróleo y de los tipos de interés del Banco

Central Europeo (BCE) durante 2009, la economía alemana se irá recuperando paulatinamente.

La crisis financiera global ha reavivado la eterna discusión sobre la aptitud o no del sistema de libre mercado para dirigir la economía. Se habla de nuevo de un capitalismo depredador en el que los beneficios se privatizan y las pérdidas se nacionalizan, y ciertos críticos no sólo cuestionan la conducta de los gerentes de los bancos sino el propio sistema de libre mercado preconizando su sustitución por una intervención del Estado en la economía más intensa e incluso dominante, o al menos una regulación más estricta y una protección de las grandes empresas nacionales frente a la competencia exterior.

Esos críticos olvidan que la intervención reguladora del Estado en los mercados financieros es ya una práctica corriente que se distingue por ser mucho más intensa. En general, las intervenciones del Estado son necesarias cuando se prevén fallos del mercado y el Estado puede regularlo mejor que la competencia. Hay que comparar, pues, el peligro de fracaso de la intervención del Estado con el fracaso de la libre competencia. Los fallos del sistema de mercado pueden tener muchas causas. La causa principal en los mercados financieros son los problemas de información entre los que conceden crédito y los tomadores (información asimétrica), en especial con productos financieros titulizados y estructurados, pero también se dan en otros, como en el de coches de segunda mano. Sin embargo, los fallos de información en otros mercados afectan sólo a ellos mientras que en los mercados financieros son mucho más peligrosos porque en casos extremos la quiebra de una entidad bancaria incluso puede causar el colapso del sistema financiero global.

La crítica de unos supuestos mercados financieros “salvajes” no tiene en cuenta el fondo del problema. Nadie discute la necesidad de una regulación, pero ésta debe ser más inteligente que la actual. No se trata de suprimir todos los riesgos posibles, ya que unas mayores ganancias en los mercados financieros van en general unidas a mayores riesgos, sino evitar una regulación excesiva y el proteccionismo frente al exterior.

La opinión de la mayoría es que los culpables de la crisis financiera son sobre todo las autoridades responsables de la política monetaria, de la vigilancia estatal de los mercados financieros y de las agencias calificadoras de solvencia (*rating*). En EE.UU, una política monetaria expansiva ha permitido la aparición de una burbuja inmobiliaria y las autoridades han animado a conceder hipotecas a personas incapaces de pagar los plazos en un vano intento de extender el acceso a la propiedad del hogar a los menos pudientes. A veces, las peticiones de desregulación se han

aceptado con ligereza, por ejemplo con el mínimo de capital propio exigible a los bancos de inversión. En casi todos los países se han ampliado las facultades de los bancos de evaluar y asegurarse contra riesgos, con el consiguiente peligro de valorarlos a la baja haciendo más procíclico el sistema. La supervisión de los bancos, tanto internacional como nacional, ha sido a veces deficiente y sus directivos responsables al olvidar que unas mayores ganancias sólo se consiguen corriendo mayores riesgos.

Ante la gravedad de la crisis, la tarea de la política económica es especialmente difícil. Ante todo hay que evitar una crisis sistémica en los mercados financieros y luego reestructurar las instituciones financieras mundiales para que lo antes posible vuelvan a funcionar estable y rentablemente. Las crisis bancarias de las últimas décadas muestran que eso sólo se consigue si la autoridad estatal concentra sus esfuerzos en ayudar a las instituciones con perspectivas de éxito. Sería un error mantener a cualquier precio al mayor número de bancos posible. A este respecto, en la crisis bancaria sueca de los años noventa se aplicó un paquete de medidas muy exitoso. Por el contrario, la pasividad de las autoridades japonesas retrasó la recuperación de la competitividad internacional de sus bancos.

El gobierno alemán promulgó el 18 de octubre 2008 un plan para salir de la crisis creando un “Fondo de estabilización del mercado financiero”, de hasta 480 millardos de euros, para asegurar la estabilidad de los bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y demás instituciones financieras. Además ayudará a las que lo soliciten mediante la recapitalización de sus recursos propios perdidos a causa de la crisis. Por último, les da la facultad de transmitir o asegurar posiciones de riesgo, tales como los créditos hipotecarios titulizados antes del 13 de octubre. Se aprobaron también otras medidas puntuales al efecto. Los Cinco Sabios no están nada satisfechos con el paquete, calificándolo como “una colección de medidas inconexas sin un concepto central”, y preconizan, además de las medidas del plan, un estímulo fiscal a la economía de al menos el 0,5 por 100 del PIB, 25 millardos de euros aproximadamente.

El objetivo de las medidas no es evitar pérdidas a los accionistas y gerentes de las sociedades financieras sino asegurar que el sistema financiero pueda desempeñar su función haciendo posible un desarrollo económico estable. Sólo esa función legitima el enorme gasto de recursos públicos y el riesgo moral que suponen los programas de salir de la crisis.

Es demasiado pronto para juzgar la eficacia del plan alemán. Lo esencial es congratularse de que este, en vez de ser un tratamiento caso por caso, se basa en que puede aumentar la confianza de los agentes económicos.

Para que el plan tenga éxito es indispensable que el recién creado Fondo disponga en las próximas semanas y meses de un concepto persuasivo y realizable. Si no es el caso, hay peligro de que, en los necesarios procesos de reestructuración que emprenda, el Fondo juegue un papel meramente pasivo y adquiera fuertes participaciones en el capital de bancos sin un modelo de negocio convincente. Eso podría dañar a largo plazo el funcionamiento del sistema financiero y la dinámica de la economía real. Otro peligro es que el Fondo acabe interviniendo durante largo tiempo en el negocio diario de los bancos. La experiencia de la banca estatal no hace prever nada bueno sobre el resultado de tal intervención. Es decir, el Estado, tras realizar una estabilización y reestructuración exitosas del sistema financiero, debe acabar con ese papel y concentrarse en sus tareas fundamentales.

Al discutir sobre una posible creación de una inspección global de los mercados financieros, en primer lugar, habría que aclarar qué tareas deberían realizarse a nivel supranacional. Una básica sería crear un sistema internacional de aviso de aparición de peligros futuros que no sólo suministrase informaciones macroeconómicas sino también informase sobre los datos microprudenciales de las grandes instituciones financieras. Más tarde, debería asumir funciones más extensas, tales como la evaluación de sistemas nacionales de inspección, la vigilancia de las grandes instituciones financieras internacionales o la gestión de futuras crisis globales. La institución más apropiada para desempeñar esas tareas es el Fondo Monetario Internacional. Además de lo que puede realizarse en el plano internacional, sigue siendo necesario crear estructuras eficientes como, por ejemplo en la Unión Europea.