

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. Puesta al día de las Perspectivas económicas mundiales, del Fondo Monetario Internacional (FMI).
2. Perspectivas económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).
3. Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del Fondo Monetario Internacional (FMI).
4. Informe anual, del Banco Internacional de Pagos (BIS).
5. Financiación de los países en desarrollo, del Banco Mundial.

1. Puesta al día de las Perspectivas económicas mundiales, del Fondo Monetario Internacional (FMI)

En su puesta al día de las "Perspectivas" del 8 de junio, el FMI se muestra algo más optimista, pero sin abandonar su cautela habitual: estima que la economía mundial está empezando a salir de la recesión gracias a un apoyo sin

precedentes de las políticas macroeconómicas y financieras. Sin embargo, la recesión aún no ha terminado y la recuperación probablemente será lenta. Las economías avanzadas no mostrarán un repunte sostenido de la actividad hasta la segunda mitad de 2010. La economía mundial bajará un 1,4 por 100 en 2009 y subirá un 2,5 por 100 en 2010.

Los factores negativos, a saber el *shock* financiero, la notable caída del comercio mundial, la mayor incertidumbre general y la menor confianza están perdiendo fuerza gradualmente, pero las fuerzas expansivas aún son débiles. Muchos mercados de la vivienda todavía no han empezado a recuperarse. Los mercados financieros siguen atascados y es necesario sanear los balances de los bancos. Por el contrario, las caídas de los tipos de interés, el suministro continuo de abundante liquidez, la suavización de las condiciones de crédito, las garantías públicas y la recapitalización de los bancos han aliviado el miedo a que se produzca un fallo sistémico y fomentado la intermediación.

De todos modos, se prevé que los préstamos bancarios y el financiamiento externo sigan sujetos a condiciones restrictivas bastante tiempo. La subida de precios de las materias primas se ha adelantado a la recuperación gracias a mejoras en la opinión de los mercados, la bajada del dólar y otros factores específicos. El crecimiento de la actividad y el crédito, probablemente será débil en muchas economías. Unas políticas macroeconómicas expansivas y un ajuste de los inventarios están estimulando la actividad económica mundial, pero son fuerzas transitorias.

El crecimiento del PIB en 2010 estará por debajo de su potencial hasta fin de año, lo que supondrá un aumento continuo del desempleo, que crecerá en las principales economías, especialmente en EE.UU. y Japón.

En EE.UU, el deterioro de la economía será cada vez menor, incluso en los mercados de trabajo y vivienda. La caída de la producción industrial puede estar llegando a su punto de inflexión y ha mejorado la confianza de empresas y consumidores. Podría estabilizarse el PIB en la segunda mitad de 2009 y mejorar gradualmente en 2010.

En Japón, hay síntomas de que el PIB se está estabilizando. Más confianza en los consumidores, ajuste de los inventarios, políticas fiscales enérgicas y los avances de otras economías asiáticas impulsarán el crecimiento en los próximos semestres.

En la Eurozona, las encuestas de consumidores y empresas han mejorado, pero la actividad real todavía no da muchas señales de estabilización, por lo que se cree que la actividad se recuperará más despacio que en otras regiones. Las políticas macroeconómicas ayudan, pero gran parte del ajuste en el mercado de trabajo está por venir. El consumo y la actividad están frenados por el aumento del paro y la dependencia de un sector bancario aún aquejado de problemas.

El crecimiento aumentará en las economías emergentes y en desarrollo en la segunda mitad de 2009, con marcadas diferencias entre regiones. Los países más pobres se enfrentan con sus propios desafíos importantes porque han disminuido los flujos de ayuda oficial y sus economías son especialmente vulnerables a los altibajos de los precios de las materias primas.

Las presiones inflacionistas siguen bajando a consecuencia de la atonía de la economía mundial, de aproximadamente 6 por 100 hace un año a 1,7 por 100 en mayo. En las economías avanzadas, la inflación se hizo negativa en mayo gracias a que los precios del petróleo se mantuvieron a niveles muy inferiores a los de hace un año. La inflación subyacente (excluida la energía y alimentos básicos) aún ronda el 1,5 por 100. Se prevé que seguirá baja en 2010 debido a un notable porcentaje de capacidad productiva sin utilizar. Sin embargo, el riesgo de deflación es leve. En las economías avanzadas se desacelera la actividad en el sector financiero y la vivienda. El paro subirá hasta el 10 por 100 o más en algunos países, lo que hará bajar el gasto de las familias y planteará serios problemas a las políticas.

En las economías avanzadas el aumento del paro y una pérdida de confianza en la estabilidad del sector financiero (quizá debida a más quiebras que las previstas) pueden agravar las presiones a la baja de los precios de los activos y causar deflación. Además, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública en algunos países pueden intensificar las presiones al alza de los rendimientos de los

bonos, lo que dificultará la recuperación de los precios de las viviendas. En general, si más paro y descontento social hacen que los gobiernos adopten restricciones comerciales y financieras, y frenen las reformas en otros sectores, la confianza y la productividad sufrirán. Por otra parte, también es posible que la evolución sea más favorable de lo previsto, baje la aversión al riesgo y la demanda interna se robustezca en algunas de las economías emergentes.

Aun queda mucho por hacer para enfrentarse con la crisis, pero en el futuro habrá que ir sustituyendo las medidas de apoyo a corto plazo con otras que aseguren un crecimiento fuerte a medio plazo, y que se reequilibre el comercio mundial, todo ello con medidas financieras, monetarias, fiscales y estructurales.

La prioridad básica de la política financiera es restablecer la salud del sector. Se ha hecho mucho por restaurarla, pero no lo suficiente para detener el proceso de desapalancamiento y restablecer la salud del sector financiero. En EE.UU., la resolución de los activos problemáticos, los famosos bonos titulizados (*collateralized debt obligations*) que incorporan al título mismo lonchas de muchas hipotecas (algunas son hipotecas basura) como garantía es el factor clave para ello. Aunque muchos de los principales bancos de EE.UU. están de nuevo en condiciones de captar capitales privados y, en ciertos casos, devolver el suministrado por el gobierno, el sector bancario está aún expuesto a serios peligros. En la Unión Europea y en otras regiones, las autoridades también están evaluando la solidez del sistema bancario mediante pruebas de tensión. Aunque se han hecho avances importantes, es fundamental lograr una recapitalización creíble de las instituciones financieras o una reestructuración o resolución cuando sea necesario.

La política monetaria debe seguir siendo expansiva hasta que el crecimiento de la economía se reanude y el peligro de deflación desaparezca. Se debe aprovechar el margen que aún exista para rebajar los tipos de interés considerando también la posibilidad de acudir a medidas no convencionales para estimular los flujos de crédito. Al mismo tiempo se deben decidir estrategias para retirar el apoyo excepcional brindado mediante políticas convencionales y no convencionales, para hacer frente a los temores de inflación. Además, sería útil crear herramientas para facilitar un repliegue ordenado de la fuerte expansión de los balances de los bancos centrales.

La creciente inquietud sobre la sostenibilidad fiscal pone de manifiesto la necesidad de contar con marcos de política fiscal a medio plazo más sólidos. Si bien ésta se debe seguir utilizando en 2010 para fomentar el crecimiento, hay que reconstituir los balances fiscales y asegu-

rar trayectorias sostenibles de la deuda cuando el crecimiento se haya afianzado. Las reformas deben fortalecer las instituciones y las reglas fiscales, y reducir la acumulación de obligaciones futuras derivadas de las pensiones y del gasto de salud. Esto sería más fácil si se elevase la edad de la jubilación obligatoria y se frenase el aumento de los costes de salud mediante mejoras de eficiencia.

En las economías emergentes, la política macroeconómica tiene que encontrar un equilibrio entre la necesidad de apoyar la demanda y el peligro de agravar las salidas de capital y perjudicar la sostenibilidad fiscal. Cuando las presiones inflacionistas estén menguando, los bancos centrales deben bajar los tipos de interés con cautela para evitar un ajuste desordenado de los tipos de cambio y salidas masivas de capital. Las economías emergentes deben reforzar la solidez de sus sistemas bancarios, sobre todo cuando sectores importantes del mundo empresarial se encuentran en dificultades a la hora de efectuar pagos, por ejemplo, debido a una caída drástica de los ingresos por exportaciones o una pérdida de la financiación exterior.

Más allá de 2010 es probable que, del lado de la oferta, baje el nivel sostenible del producto económico mundial por culpa de la crisis. La caída de la inversión y las quiebras masivas están reduciendo el nivel, y quizá también el crecimiento, del producto potencial mundial. Además, el aumento cíclico del desempleo puede dar lugar a un paro estructural más alto al retirarse más personas del mercado de trabajo.

La demanda pública tendrá que ir cediendo espacio a la privada. En países como EE.UU., que han tenido últimamente enormes déficit de cuenta corriente, esto puede exigir una reorientación de la demanda hacia la producción nacional. Igualmente será necesaria una reorientación inversa en los países con superávit.

El grado en que esta evolución de la oferta y la demanda incida sobre la recuperación después de 2010 depende de muchos factores. Uno muy importante será el grado de éxito en reconstruir los sectores financieros de las economías avanzadas y fomentar el consumo privado en las emergentes con fuertes superávit de cuenta corriente.

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

Los economistas de la OCDE, aun reconociendo la gravedad de la crisis, se muestran moderadamente optimis-

tas. Creen que la economía de la OCDE está cerca de tocar fondo y que, probablemente, la recuperación será lenta y frágil durante algún tiempo, y sus consecuencias económicas y sociales negativas serán duraderas, pero podrían haber sido peores si no se hubiesen tomado las medidas apropiadas que, desde luego, deben continuar.

La recesión ha sido global y la esperanza de que no se extendiese a los países emergentes (Extremo Oriente y Rusia, sobre todo) ha sido vana. La desaceleración parece haber comenzado en la mayoría de los grandes países de la OCDE, especialmente en China, gracias a un fuerte estímulo monetario y fiscal, y también porque no sufren el deterioro de sus balanzas que afecta a muchos países de la OCDE.

Cada vez hay más síntomas de que la economía de EE.UU. tocará fondo en la segunda mitad de 2009. Sin embargo, al irse debilitando el estímulo fiscal, y mientras la necesidad de reparar los balances de las empresas y el exterior siga debilitando el crecimiento, puede ser que la recuperación sea demasiado débil y resulte insuficiente para reducir el paro actual de cerca de 10 por 100 de la fuerza de trabajo.

La economía japonesa muestra indicios de que la presente recesión se acerca a su fin. Sin embargo, la recuperación probablemente será lenta y el alto porcentaje de capacidad productiva sin utilizar puede que haga que continúe la deflación.

No hay señales claras de que ya esté empezando la recuperación en la Eurozona. La crisis se ha debido a combinaciones específicas para cada país de estallidos de burbujas inmobiliarias, caídas en la exportación y deterioro del sector financiero. La recuperación en la Eurozona puede que sea lenta, en parte porque el aumento del paro está haciendo que los consumidores reduzcan su consumo.

Es la primera vez desde hace dos años que la OCDE revisa al alza sus perspectivas de crecimiento, aumentando especialmente las de los países no pertenecientes a la OCDE y a Japón, pero lo más importante es que se basan en el supuesto de que las condiciones de los mercados financieros sólo empezarán a mejorar en 2010. Pues bien, el informe cree que quizás este supuesto es demasiado pesimista, aunque no excluye la posibilidad de que las condiciones empeoren.

La presente recesión ha hecho que el paro haya aumentado, y lo seguirá haciendo hasta que la recuperación sea suficiente. Durante el periodo cubierto por estas Perspectivas, la debilidad de los mercados laboral y de productos probablemente limitará eventuales presiones inflacionarias. Pero

lo mismo que en pasados periodos de baja utilización de la capacidad productiva del país, el impacto desinflacionario de la crisis probablemente será limitado y no habrá deflación en la mayoría de los países de la OCDE.

Por otra parte, hay una cierta preocupación ante la posibilidad de que las fuertes inyecciones de liquidez efectuadas por los bancos centrales, en especial las del Banco Central Europeo (BCE), acaben causando inflación, pero los economistas de la OCDE estiman que mientras haya un fuerte excedente de capacidad productiva, el peligro de que eso ocurra es limitado. Además, muchos de los instrumentos empleados para inyectar liquidez se corregirán por sí mismos al mejorar las condiciones financieras. Sin embargo, en algún momento habrá que tomar medidas discrecionales para reducir la liquidez al irse normalizando los mercados financieros. El decidir cuándo deben tomarse y en qué cuantía es un problema difícil, cuya solución requiere no sólo el buen juicio de los bancos centrales, sino también que tengan a su disposición instrumentos de política monetaria suficientemente flexibles para realizar esta tarea.

Al aparecer nuevos indicios de que se aproxima la recuperación, surge la tentación de reducir los extraordinarios esfuerzos de la política monetaria y fiscal de los últimos nueve meses, no sólo porque hay que ir preparando la estrategia de una futura política económica post-crisis, sino porque también hay que tomar las medidas de política económica necesarias para asegurar que la recuperación va a ser lo más rápida y robusta posible. Algunos países ya han tomado medidas para eliminar las incertidumbres causadas por activos dudosos en los balances de los bancos y muchos otros deben hacer lo mismo. De modo semejante, especialmente cuando la publicación de los balances de los bancos exigida por la regulación nacional no es suficientemente clara, la evaluación de los *estrés* que afectan a los bancos puede aumentar la confianza. Para que esas evaluaciones sean plenamente eficaces es preciso que sean rigurosas, se publiquen y se completen con una recapitalización si se estima necesaria.

Cuando la situación mejore habrá que ir suprimiendo las intervenciones gubernamentales tomadas para estabilizar el sistema financiero. Esto exigirá una cierta coordinación entre países para evitar que aparezcan ventajas competitivas que bloqueen el progreso. Es indispensable efectuar cambios en la regulación y supervisión para reducir el peligro de que surjan nuevas crisis financieras. Probablemente algunos de esos cambios reducirán los beneficios de las entidades reguladas y por lo tanto serán impopulares. Otros serán difíciles de poner en vigor porque suponen modificaciones en las estructuras burocráticas vigentes. Por lo tanto, hay que implantarlos antes de que se

vaya difuminando la memoria de la crisis.

En todo caso, en muchos países habrá que proceder a una consolidación fiscal sustancial. Algunos ya han anunciado planes de consolidación a medio plazo y otros deberían seguir su ejemplo. Si los gobiernos los hacen públicos sin demora, aunque anuncien también que su implementación se retrasará hasta que las condiciones económicas lo permitan, contribuirán a asegurar las expectativas a medio plazo de ahorradores e inversores y, en consecuencia, reducirán el coste de financiar niveles de deuda mucho más altos. Evidentemente, los requisitos de la consolidación son diferentes según el país, pero los análisis realizados muestran que incluso aquellos con fuertes déficit a corto pueden conseguir a medio plazo balances fiscales satisfactorios, o al menos mejorar su presente situación, con tal de que las medidas de consolidación sean vigorosas y tengan antecedentes históricos.

Una vez que la recuperación sea lo suficiente firme, la consolidación debe evitar daños colaterales a las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía. Para ello, debe limitar en lo posible el gasto público que no fomente el crecimiento de la economía, y, cuando sean inevitables subidas de impuestos, deben concentrarse en aquellos de amplia base que supongan distorsiones mínimas en las decisiones económicas de los productores, consumidores e inversores.

Es muy importante evitar el impacto negativo de la consolidación en las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía, tanto más cuanto probablemente la crisis misma ya las está perjudicando. También es probable que una parte del aumento del paro se convierta en estructural y que el *stock* de capital caiga durante largo tiempo por culpa de la crisis. Con el fin de evitar que una parte del aumento del paro se convierta en estructural, es muy importante que las futuras reformas del mercado de trabajo consigan que los parados no pierdan el contacto con el mercado de trabajo y estén preparados para asumir los nuevos empleos que vayan apareciendo. Al mismo tiempo, es esencial evitar que, a consecuencia de la crisis, se aprueben intervenciones en los mercados financieros y de bienes que perjudiquen a largo plazo la salud de la economía. Hay que evitar tomar medidas proteccionistas y tomar otras que liberalicen el comercio mundial, como las propuestas en la Agenda de las Negociaciones de Doha, para aumentar el crecimiento a largo plazo y aumentar la confianza de los agentes económicos.

Al ir perdiendo gravedad la crisis, sería conveniente reflexionar sobre las ventajas, inconvenientes y peligros del presente sistema económico mundial. Un ingrediente de importancia crucial en esas reflexiones debería ser la con-

veniencia de reformas estructurales que fomenten el crecimiento a largo plazo y hagan que las economías sean más resistentes a nuevas crisis y *shocks*. Habría que analizar a fondo el papel de las políticas macroeconómicas en la aparición de las crisis y las modificaciones que habría que hacer en el esquema general de la política macroeconómica para hacerla más eficaz. En especial, es necesario entender mejor en qué medida la política monetaria puede contribuir a evitar la vulnerabilidad en los precios de los activos financieros y reales, y como debe ser la política fiscal para poder responder con prontitud y eficacia a futuras crisis.

En resumen, parece que se ha podido evitar que la crisis sea tan grave como algunos pensaban. Parece también que las economías de la OCDE están llegando al fondo de la crisis. Incluso si la recuperación es lenta, las medidas anticrisis tomadas han tenido consecuencias favorables que no hay que despreciar. Sin embargo, no hay que olvidar que no bastan los esfuerzos realizados y asegurar que la recuperación no flaquee y acabe en un crecimiento sostenible a largo plazo.

3. Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del Fondo Monetario Internacional (FMI)

Los peligros que afectan al sistema financiero mundial se han moderado. Las medidas de política, de un vigor sin precedentes, adoptadas por los bancos centrales y los gobiernos han logrado estabilizar la situación financiera de los bancos, reducir las presiones de financiación y respaldar la demanda agregada, reduciendo el riesgo de un evento extremo generado por otra quiebra sistémica como el colapso de Lehman Brothers. Los mercados interbancarios y de deuda han reiniciado sus operaciones, aunque solo gracias a un apoyo masivo del sector público.

No obstante, la situación financiera general sigue siendo tensa. El ritmo de crecimiento del crédito bancario al sector privado continúa desacelerándose en las economías avanzadas, los mercados de titulización, excepto los respaldados por el sector público, siguen atascados y el acceso de prestatarios de poca calidad a la financiación de los mercados de capitales es escaso. Además, las medidas del sector público que han apoyado la reducción de riesgos en el sector privado han generado un consiguiente aumento de los riesgos de aquel y una carga creciente sobre la sostenibilidad fiscal.

El peligro de una recesión grave ha caído gracias a las medidas concertadas de estímulo fiscal y monetario, pro-

picando un cierto aumento del apetito por el riesgo, y los inversores están empezando a alejarse de los refugios seguros. El riesgo crediticio ha bajado pero sigue a niveles altos y los riesgos en los mercados emergentes también se han reducido gracias a la recuperación de los precios de las materias primas, el reinicio de los flujos de cartera y el aumento de precios de los activos. Estas mejoras no se han distribuido de modo uniforme y los flujos bancarios transfronterizos hacia los mercados emergentes siguen débiles.

Hay que sanear los balances de los bancos. La capitalización bancaria sigue siendo una preocupación y se prevén nuevas reducciones del valor contable de los préstamos. En EE.UU., la confianza en el sistema bancario ha aumentado gracias a más ganancias de las previstas, éxito de las pruebas de tensión, compromiso del gobierno de respaldar a los 19 bancos principales del país y una serie de aumentos de capital de los bancos. No obstante se prevé que las pérdidas por préstamos sigan aumentando.

Ha mejorado la confianza en los mercados emergentes, pero siguen siendo vulnerables a las salidas de capitales. Sus activos se han beneficiado de la recuperación de los precios de las materias primas y las mejoras de las perspectivas de crecimiento, sobre todo en Asia. La recuperación del apetito por el riesgo ha propiciado el retorno de los flujos de inversión de cartera hacia esos países. Pero a pesar de esas perspectivas favorables, los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a una reducción del crecimiento mundial y a una restricción del crédito bancario internacional.

Por lo tanto, el desapalancamiento transfronterizo está produciendo un retroceso de la rápida globalización financiera de los últimos diez años. Esta tendencia probablemente continuará generando presiones adicionales sobre aquellos sistemas bancarios que dependen en gran medida del financiamiento transfronterizo. Los países emergentes de Europa y los exsoviéticos son especialmente vulnerables a las contracciones del financiamiento transfronterizo y no se han beneficiado tanto como otras regiones del repunte de los mercados.

Aumenta la preocupación por los mercados de deuda soberana. Las curvas de rendimiento de los bonos soberanos muestran una pendiente pronunciada, a medida que la aplicación de una política monetaria expansiva ha anclado los tipos de interés a corto plazo, mientras que el extremo de la curva los a más largo plazo han aumentado fuertemente, debido en parte a las mejores perspectivas de recuperación y a la reducción del peligro de deflación. Además, las dudas sobre la capacidad de los mercados de absorber la oferta de nuevos bonos públicos probablemente contribuirán también al aumento de los rendimientos.

Peligros futuros: Desde abril de 2009, la continua aplicación de unas medidas de política sin precedentes ha reducido la probabilidad de que se produzcan quiebras importantes, lo que constituye un paso decisivo para restablecer la confianza, pero no hay que bajar la guardia. Hay peligro de que las recientes mejoras en el ámbito financiero, nos lleven a una actitud complaciente. Hay que redoblar los esfuerzos de política económica para evitar que puedan revertirse algunos de los avances logrados recientemente. Aunque el sistema financiero ha salido de un periodo de incertidumbre extrema, persiste un alto nivel de incertidumbre debido a la importante disfuncionabilidad de algunos mercados financieros. La confianza aún es débil y podría resurgir el peligro de eventos extremos. La mejora en los mercados financieros se debe, sobre todo, al fuerte apoyo del sector público. Una regeneración duradera de la amplia variedad de mercados necesarios para una intermediación financiera eficaz, dista mucho de ser conseguida.

Hay que redoblar los esfuerzos para resolver los problemas de los bancos y los mercados. Seguirá siendo necesario adoptar medidas para ayudar a los bancos a hacer frente al problema de los activos desvalorizados. Es importante encontrar la manera de reabrir el mercado de titulación, asentándolo sobre bases más sólidas, ya que es un canal importante para la provisión de crédito.

Si no se abordan de manera eficaz los problemas que aquejan a los bancos en las economías avanzadas, el desapalancamiento requerido para restablecer su solidez será más riguroso de lo necesario, lo que frenará aún más la recuperación económica. Sanear la situación de los bancos es una condición esencial para lograr una recuperación sostenida. Como gran parte de la mejora de la situación financiera se debe al sólido aumento del apetito por activos de riesgo desde marzo, existe la posibilidad de que los mercados sufran un retroceso significativo si los mercados financieros avanzan mucho más deprisa que la recuperación económica. Podría resurgir el peligro de eventos extremos si una importante corrección de los precios de los activos volviera a socavar la confianza en las instituciones financieras.

Son necesarias más medidas para restablecer la confianza en el sector bancario y facilitar la concesión de crédito. Los bancos viables con déficit de capital deben presentar planes de acción para aumentar sus coeficientes de solvencia. Si no es posible llevar a cabo esos planes a corto plazo, los bancos considerados viables deberían recibir inyecciones temporales de capital público en condiciones adecuadas, en algunos casos acompañadas de reestructuración, incluida la posible venta o liquidación de algunas partes del banco en cuestión. Habría que empe-

zar lo antes posible el proceso de resolución de los bancos considerados no viables.

Los mercados de deuda soberana pueden estar en peligro de desestabilización si la carga de la deuda pública se considera insostenible. Los mercados emergentes siguen siendo vulnerables a los efectos de contagio de las economías avanzadas, lo que puede dar lugar a una desaceleración más general o una interrupción de las entradas de capital. Las empresas prestatarias de los países emergentes son especialmente sensibles debido a sus elevadas necesidades de renovación de créditos y a su acceso limitado a fuentes alternativas de financiación.

Estrategias coherentes de salida a escala mundial. Aunque aún no ha llegado el momento de retirar las formas de apoyo oficial utilizadas para hacer frente a la crisis, hay que establecer estrategias de salida cuidadosamente concebidas y coordinadas para reducir la incertidumbre del mercado. Sus objetivos esenciales son la estabilidad de precios, un sólido sistema financiero basado en el mercado y la sostenibilidad fiscal. Y deberían basarse en la coordinación de políticas fiscales, monetarias y financieras. Los bancos centrales deben contar con una variedad de instrumentos para retirar y evitar perturbaciones en el mercado. Probablemente, aparecerán presiones para retrasar o acelerar la salida de las distintas políticas adoptadas para hacer frente a la crisis, pero las autoridades competentes deberían oponerse a ellas. Convendría en lo posible recurrir a los mecanismos de mercado para asegurar un resultado compatible con los objetivos de la estrategia de salida.

4. Informe anual, del Banco Internacional de Pagos (BIS)

Nadie ha descrito tan bien como el BIS la presente crisis: "¿Cómo puede haber ocurrido? Nadie creía que el sistema financiero podía sufrir un colapso. Existían salvaguardias suficientes. Había una red de seguridad: los bancos centrales que prestarían dinero cuando se necesitase, más un seguro de depósitos y protección al inversor que libraba a la gente de preocupaciones sobre la seguridad de sus inversiones, y reguladores y supervisores que vigilaban las entidades financieras e impedían que sus gerentes incurriesen en demasiados riesgos. Y cuando un determinado país se enfrentaba a una crisis bancaria, los expertos —convencidos de que sabían su oficio— criticaban a las autoridades por sus errores. La prosperidad y la estabilidad probaban que el sistema funcionaba: había poca inflación y fuerte crecimiento. Un modelo de política económica, basado en fundamentos sólidos combinados con la pasada experiencia, había producido la "Gran Moderación" en el mundo industrial y los

países emergentes, muy sensatamente, seguían su ejemplo.”

Pues bien, el sistema financiero ha fallado. Los bancos se muestran reacios a dar créditos porque no están seguros de como evaluar sus activos y las promesas que han hecho o les han hecho. El sistema financiero mundial es demasiado complicado, y las conexiones crean peligros sistémicos que son difícilísimos de evaluar. Como el sistema aparentemente funcionaba bien, nadie se preocupaba. Ahora hay que tener muy presente nuestra limitada capacidad para comprender procesos muy complicados, y para prever cuando y por qué pueden fallar.

EL BIS describe en detalle las causas de la crisis: las macroeconómicas, a saber, el desequilibrio global, manifestado por grandes y persistentes déficit y superávit de cuenta corriente que han producido flujos de capital procedente de los países emergentes pobres hacia los ricos, especialmente EE.UU; un aumento de las exportaciones combinado con un crecimiento económico impulsado por el apalancamiento y unos tipos de interés demasiado bajos que han causado un enorme aumento del crédito. Las causas microeconómicas han sido sobre todo unos incentivos erróneos, y defectos de regulación y vigilancia por parte de las autoridades, en especial de las financieras.

El agravamiento de la crisis en el último trimestre de 2008, fundamentalmente desde la quiebra de Lehman Brothers el 15 de Septiembre, ha estimulado a las autoridades a tomar medidas más drásticas, bajando los tipos de interés a niveles record, suavizando aún más las condiciones financieras y utilizando sus balances de modo muy poco convencionales.

El resultado ha sido una mezcla poco convincente de medidas urgentes para salir de la crisis con una agenda de reformas para establecer las bases de un crecimiento sostenible. Pero, en primer lugar, las medidas tomadas pueden ser insuficientes y falta una estrategia de salida de las medidas monetarias, fiscales y financieras tomadas, lo que puede impedir realizar los ajustes macroeconómicos necesarios.

Un sistema financiero sano es esencial para un crecimiento estable a largo plazo y para que sean eficaces las medidas expansionistas tomadas para corregir la situación. Mientras la intermediación bancaria no funcione, transfiriendo recursos de los ahorradores a los inversores y riesgos a los que pueden y quieran soportarlos, un estímulo fiscal intenso puede que no sirva para nada, como ocurrió en Japón hace diez años. El resultado sería un aumento masivo de la deuda pública sin que el país volviese a un crecimiento robusto. Por ello, es fundamental que el go-

bierno persevere en la reparación del sistema financiero. Mientras este siga siendo débil, las mejoras en la economía real no serán duraderas.

Las medidas monetarias y fiscales tomadas para remediar la crisis no tienen precedentes y suponen riesgos considerables. Los programas de salvamento de los bancos en peligro mediante garantías, transferencias de activos e incluso nacionalizaciones, aunque sean temporales, han mostrado que una recuperación rápida exige reconocer las pérdidas lo antes posible, y proceder a una intervención y reestructuración profundas. Antes de volver a conceder créditos el banco en cuestión debe enajenar activos y recapitalizarse de modo transparente. Por el contrario, la resolución de la presente crisis está siendo lenta y, en consecuencia, los participantes en el mercado no han conocido con certeza la cuantía y distribución de sus pérdidas. Esta incertidumbre ha aumentado las dudas y ha frustrado los esfuerzos del gobierno para restaurar la confianza en el sistema financiero.

Las autoridades fiscales, los reguladores y los bancos centrales se esfuerzan en la difícil tarea de reparar el sistema financiero, pero queda mucho por hacer. Las políticas monetarias y fiscales son poco eficaces cuando la intermediación financiera no funciona como debiera. Si las instituciones financieras globales se muestran reacias a financiar la actividad económica en las economías emergentes de mercado, las perspectivas de crecimiento y desarrollo de la expansión mundial estarán en peligro.

Los esfuerzos realizados para mejorar la situación pueden fracasar. Aparte de los esfuerzos de los gobiernos para salvar los bancos insolventes, estos deben ajustar sus modelos de financiación, sus actividades fuera de balance deben ser consolidadas en él, la titulización debe hacerse con más garantías y transparencia, y la financiación al por mayor más cara. Acabada esta transformación, probablemente las instituciones serán más pequeñas, con menos apalancamiento y sus propietarios tendrán que conformarse con menos beneficios,

Al no haberse limpiado los balances de los bancos, los subsidios gubernamentales y el control de algunos bancos por el Gobierno, han impuesto una carga al Tesoro Público, creando un terreno de juego desigual entre países y dentro de cada uno. Las consiguientes distorsiones han penalizado a bancos bien dirigidos en favor de los subvencionados o controlados por el Gobierno. La resistencia de los responsables a limpiar sin demora los balances de bancos que, en gran parte están controlados por los gobiernos, puede retrasar la recuperación de la economía. Los bancos deben empezar a prestar de nuevo, pero ajustándose a las nuevas condiciones y haciéndose más pequeños, más simples y

más seguros. Además las medidas de salvamento de los bancos por los gobiernos, aunque hayan sido necesarias para evitar la catástrofe, parece que están retrasando el necesario ajuste. Ya que permiten a sus gerentes evitar tomar las difíciles decisiones necesarias para reducir el tamaño de sus balances (es decir, reducir su apalancamiento) y los riesgos que han tomado (modificando la composición de los activos que tienen). Y al fomentar la venta de bancos en dificultades a otros bancos, como han hecho con frecuencia en crisis semejantes, los gobiernos están creando instituciones financieras tan grandes y tan complejas que ni siquiera sus propios gerentes entienden los riesgos que están tomando. A pesar de la preocupación universal por la mera existencia de instituciones demasiado grandes para quebrar, las medidas a corto plazo de los gobiernos están aumentando la concentración del sector financiero y los riesgos del sistema.

En resumen, es esencial que las autoridades actúen rápidamente y con decisión para reparar el sistema financiero. Hay que acabar la tarea, y fijar las condiciones y las fechas para terminar la intervención. Los bancos centrales deben permitir a los mercados financieros que recuperen su papel en la economía y los gobiernos deben tomar medidas decisivas para que las instituciones vuelvan a la propiedad y control privados, y se vuelva a un sistema de sana competencia. Es fundamental que los políticos, al aparecer los primeros signos de recuperación, no cejen y perseveren hasta acabar su tarea.

Los inversores se han vuelto muy desconfiados con el riesgo de sus inversiones y exigen más capital en relación tanto con sus activos totales como con sus activos de riesgo. Al limitar las pérdidas de los accionistas y depositarios de los grandes bancos, y las recompensas de los gerentes, las medidas de salvamento están reduciendo los incentivos de los mismos a actuar con prudencia, aumentando la gravedad de los problemas al tratar de resolverlos. Esos programas de salvamento está aumentando la concentración del sistema financiero y el riesgo sistémico al tratar de hacerlo más manejable. Afortunadamente, las autoridades de muchos países se dan cuenta de ello y tratan de encontrar soluciones. Pero el problema es que a medida de las instituciones financieras se hacen más complejas, las demandas de gestión de riesgos crecen aún más. Hoy, una institución financiera grande e integrada tiene muchas filiales que operan casi independientemente, y es imposible que un solo individuo pueda comprender lo que todas las partes de dicha organización están haciendo y menos aún como reaccionarán ante un evento importante. El BIS es tajante: las autoridades deben insistir en que las instituciones sean comprensibles por sus gerentes y que las regulan y supervisan.

Respecto a la política fiscal, aunque unos programas expansionistas son esenciales para reducir el impacto de la presente recesión global y conseguir la recuperación, es fundamental que su diseño sea compatible con su sostenibilidad a largo plazo. Eso supone que, al tratar de reavivar la actividad económica y los flujos de crédito, las autoridades competentes deben incluir en los programas cláusulas creíbles de autoliquidación y conseguir un ajuste económico de menos ahorro y más crédito. Respecto al ajuste, hay que recordar que la acumulación de deuda en las familias y los balances de las instituciones financieras han jugado un papel central en la crisis. Para que la economía vuelva a un crecimiento sostenible, el endeudamiento debe reducirse, es decir, debe haber más ahorro de las familias y menos apalancamiento en el sector financiero.

Respecto a la política monetaria hay consenso en que, al estar seriamente dañados los bancos y los mercados, los bancos centrales no tienen más remedio que, a corto plazo, tomar a su cargo gran parte de la intermediación financiera al por mayor. Una vez que la recuperación se materialice, los bancos centrales tienen que hacer subir los tipos de interés y acabar con sus grandes intervenciones monetarias. Como las medidas expansionistas fueron causadas por una crisis casi catastrófica, probablemente el miedo de los bancos centrales a endurecer la política monetaria hará que lo hagan demasiado tarde. Es preocupante que antes de dar marcha atrás en la actual dramática suavización de la política monetaria, ésta produzca un crecimiento excesivo de los agregados monetarios y de crédito que aumente las expectativas inflacionistas y pueda causar otra burbuja inflacionista en los precios de los activos, que acabaría en otra nueva crisis.

Por último, es esencial que los bancos centrales acaben con su papel de intermediarios de último recurso, tomando a su cargo grandes partes de intermediación antes realizadas por mercados e instituciones moribundas, creando así el peligro de que el sector privado sea incapaz de retornar a esas actividades. Hay que volver al papel comercial, a formas simples de titulización y a una mayor actividad de los mercados financieros.

En resumen, las autoridades financieras y fiscales, y los bancos centrales se enfrentan con riesgos enormes. Para no agravar y prolongar la crisis deben actuar sin demora y evitar políticas que dificulten el ajuste o causen distorsiones en los flujos financieros. Los gobiernos serán tentados a subvencionar industrias que deben reducirse, pero deben dejar que funcione la economía de mercado aunque haya quiebras. Se les pediría que animen a los bancos a seguir prestando a quienes deberían endeudarse menos, pero no es posible reducir el apalancamiento y seguir concediendo créditos tan

fácilmente como antes. Y estarán tentados a cerrar los ojos ante instituciones insolventes permitiéndolas que sigan operando, Esos bancos *zombies* deber ser cerrados o recuperar la salud lo antes posible. En todos estos casos, los gobiernos deben darse cuenta de que, al tomar medidas rápidas, a pesar de las controversias que causarán, están sirviendo a los intereses de la comunidad.

Por último, el BIS insiste en la necesidad de mejorar la seguridad de los nuevos instrumentos financieros, cuyos más recientes ejemplos son las "hipotecas basura titulizadas" (*securitised subprime mortgages*), que tantos problemas están causando; unos instrumentos financieros difíciles de comprender, valorar y vender que, además, acentúan el carácter procíclico del sistema. El BIS aconseja instaurar un sistema de registro que limite el acceso de los inversores de acuerdo con la mayor o menor seguridad del instrumento en cuestión.

5. Financiación de los países en desarrollo, del Banco Mundial

En su informe anual sobre la financiación del desarrollo en las economías emergentes y en los países pobres, el Banco Mundial llama la atención sobre las consecuencias negativas en ellos de la presente crisis económica mundial. Las cifras son dramáticas: por ejemplo, los flujos entrantes de capital privado han bajado de 1,2 billones de dólares en 2007 a sólo 707 miles de millones en 2008. En el año actual, a pesar de las mejoras en las cotizaciones de las bolsas y en los mercados de crédito, los flujos netos (entradas menos salidas) en esos países apenas si serán positivos. Los países en desarrollo con altos niveles de deuda exterior se verán especialmente afectados.

El Banco critica a los grandes países ricos diciendo que, al concentrar sus esfuerzos en reavivar su demanda interna, están olvidando que la procedente de los mercados emergentes es un elemento fundamental de la demanda mundial y su debilidad actual se debe en gran parte a la escasez de flujos de capital entrante en los países en desarrollo. Cree, además, que esos flujos bajarán en 2009 con relación a 2007, un 75 por 100, hasta sólo 363 mil millones de dólares.

Esta caída hará bajar las inversiones en los países emergentes y en desarrollo, con consecuencias negativas para

las exportaciones de bienes de capital de los países industriales, en especial Japón, Alemania y Corea del Sur, los más especializados en la exportación de bienes de inversión intensivos en capital. El Banco advierte a los gobiernos de los países ricos que no deben presionar a sus bancos para que reduzcan sus créditos a los países pobres. Financiar a estos y a los emergentes en un periodo de escaso crecimiento beneficia también a los países ricos. Hasta ahora los gobiernos de estos países se han limitado a censurar el proteccionismo, pero al mismo tiempo han presionado a sus bancos para que no concedan créditos en los países con alto riesgo.

El Informe se congratula por los indicios de recuperación en las bolsas mundiales y de mejora en el mercado interbancario, pero añade que aun así la fuerte caída en los flujos de capital a los países pobres continúa, y hará que la inversión y, en consecuencia, el crecimiento económico mundial, bajen a medio plazo.

El Banco se preocupa porque estima que no se han hecho suficientes esfuerzos para que los países pobres vuelvan a crecer a un ritmo suficiente, saliendo de la crisis de confianza que siguió al hundimiento de Lehman Brothers el pasado septiembre. La Unión Europea debería conceder una atención especial a evitar que la actual crisis financiera afecte aún más a los países emergentes de Europa Central y Oriental, en especial a los bálticos y a Hungría. Esos países son especialmente vulnerables porque sus déficit de cuenta corriente hacen que dependan demasiado de flujos entrantes de capital privado.

En los países en desarrollo más pobres, el gran problema es evitar que, sin culpa por su parte, la gente vea que sus ingresos se estancan o incluso bajan, con el peligro de tumultos, inestabilidad política y que los gobiernos recurran a políticas populistas o autárquicas que acaban perjudicando al desarrollo.

El Banco Mundial estima que la fuerte reducción de flujos entrantes de capital privado unida a la continuación de los déficit de cuenta corriente y a la necesidad de refinarciar los créditos que venzan, hará que los países emergentes y en desarrollo tengan un déficit total de hasta 635 miles de millones de dólares. Este déficit tendría que ser cubierto con la ayuda extranjera o con las reservas de divisas del país en cuestión, si las tiene suficientes, como es el caso de Rusia. En caso contrario, las perspectivas de desarrollo de esos países van a ser muy negras.