

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, del Fondo Monetario Internacional (FMI).
2. Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del Fondo Monetario Internacional (FMI).
3. Informe de los siete institutos alemanes de investigación de la coyuntura sobre la economía alemana y mundial.

1. Perspectivas económicas mundiales, del Fondo Monetario Internacional (FMI)

Como la mayoría de los expertos, el Fondo Monetario Internacional es cautelosamente optimista: "Tras una recesión global profunda, el crecimiento se ha reanudado porque unas intervenciones públicas cuantiosas han hecho crecer la demanda y reducido la incertidumbre y los peligros sistémicos en los mercados financieros. Sin embargo, la recuperación será lenta, ya que hay que sanear los sistemas financieros, desmontar gradualmente las vigentes políticas de apoyo, y en las economías que sufrieron burbujas especulativas, las familias tendrán que reconstituir su patrimonio

en un entorno de mucho paro. La tarea fundamental sigue siendo sanear el sector financiero y, al mismo tiempo, continuar una política macroeconómica expansiva hasta que la recuperación se confirme. Por otra parte, las autoridades deben empezar a preparar programas para ir reduciendo el presente nivel excesivo de intervención pública".

El FMI reconoce que las políticas que impulsan la presente recuperación irán perdiendo fuerza gradualmente y los sectores reales y financieros, aunque se robustecen, continúan siendo débiles. El estímulo fiscal bajará y la reconstitución de inventarios perderá fuerza. El consumo y la inversión están creciendo muy lentamente porque las condiciones financieras continúan siendo restrictivas. El FMI cree que la economía mundial, que bajó el 1 por 100 en 2009, crecerá alrededor de un 3 por 100 en 2010, es decir, bastante menos que antes de la crisis. Respecto a España, el FMI es pesimista: la economía española bajará un 3,8 por 100 en 2009 y un 0,7 por 100 en 2010; además, el paro alcanzará un 20,2 por 100 en 2010; dos puntos más que al fin de este año.

Los obstáculos al crecimiento mundial están bajando gradualmente pero no son de despreciar. El principal, a corto plazo, es que la recuperación se atasque. Un recorte prematuro de las actuales políticas monetarias y fiscales expansivas supondría un peligro serio porque el aumento de la actividad que producen podría interpretarse como el principio de una fuerte recuperación de la demanda privada. La economía mundial sigue siendo vulnerable a una serie de *shocks*, tales como precios crecientes del petróleo, la gripe H1N1, eventos políticos y un rebrote del proteccionismo.

A medio plazo, sobre todo en las economías avanzadas, hay serios frenos a una recuperación continuada. En el frente financiero, la continuación del escepticismo de

muchos que creen que las medidas tomadas para evitar la quiebra de las empresas culpables de la crisis es injustificable, hará que disminuya el apoyo de la gente a la necesaria reestructuración financiera, lo que abrirá la puerta a un largo periodo de estancamiento. En la política macroeconómica, el mayor peligro es el deterioro de los desequilibrios fiscales causados por las medidas de apoyo al sector financiero.

Para evitar esos peligros, el FMI cree que hay que reestructurar los bancos y restaurar los mercados financieros para que puedan conceder los créditos necesarios para un aumento continuado de la inversión y la productividad. Hay que eliminar obstáculos para que los trabajadores puedan cambiar de empleo a sectores más productivos. Las proyecciones del FMI apuntan a un crecimiento mucho más lento después de la crisis, con la consiguiente pérdida permanente de potencial productivo. Las inversiones ya han caído fuertemente, especialmente en las economías afectadas por la crisis financiera e inmobiliaria. Esto, unido al desguace de material productivo, consecuencia de reestructuraciones y quiebras, ha disminuido los *stocks* de material efectivo. Además, se estima que el paro seguirá alto a medio plazo en bastantes economías avanzadas.

Del lado de la demanda, las economías que han seguido estrategias de crecimiento fundadas en sus exportaciones y, por lo tanto, con superávit exteriores corrientes, deben fomentar más su demanda interior y sus importaciones, ayudando así a las economías (como EE.UU. y el Reino Unido, algunas de la Eurozona y muchas economías europeas emergentes) con déficit exteriores corrientes y, a veces, con burbujas en los activos inmobiliarios y bursátiles. Del lado de la oferta, hay que restaurar los sistemas financieros, mejorar la gestión de las empresas y la intermediación financiera, apoyar las inversiones públicas y mejorar la seguridad social para que baje el ahorro por el motivo precaución. Incluso, si los países se esfuerzan, este reequilibrio de la oferta y la demanda globales llevará tiempo y tendrá que ser apoyado por una mayor flexibilidad de los tipos de cambio.

Hay que dar prioridad a la salud del sector financiero y mantener una política macroeconómica expansiva hasta que la recuperación sea firme. Las autoridades deben también prepararse para reducir los niveles extraordinarios de intervención pública. Una retirada prematura del estímulo es el mayor peligro a corto plazo, pero una estrategia macroeconómica a medio plazo es fundamental para mantener la confianza en la solvencia fiscal y preservar la estabilidad financiera y el nivel de precios.

El problema clave de las autoridades monetarias es cuando empezar a endurecer la política monetaria y como

reducir el amplio balance del banco central. En las economías avanzadas, los bancos centrales (con unas pocas excepciones) pueden mantener unas condiciones monetarias expansivas durante bastante tiempo porque, probablemente, la inflación seguirá baja mientras el porcentaje de capacidad productiva sin utilizar sea importante. Además, las autoridades tienen que tener en cuenta los efectos de la retirada paulatina del apoyo fiscal. En algunas economías emergentes, habría que empezar a endurecer la política monetaria antes que en las avanzadas, ya que en algunas de estas el peligro de burbujas especulativas aconseja una mayor flexibilidad de los tipos de cambio para que el endurecimiento de la política monetaria evite el contagio de la política más permisiva de las economías avanzadas. En muchas economías, la continuación del apoyo del banco central será necesario durante 2010 y quizá algún tiempo más porque la reducción de los balances de algunos bancos centrales llevará tiempo.

El pasado reciente sugiere que una inflación relativamente estable unida a un crecimiento económico, no protege de las burbujas especulativas ni avisa de que van a aparecer. Según el FMI, el crecimiento del crédito y la balanza por cuenta corriente son mejores variables para predecir esas burbujas. Por lo tanto, si preocupa la evolución de la demanda interna y de los precios de los activos, las autoridades deberían considerar si hay que endurecer la política monetaria en 2010 y 2011 más de lo necesario para controlar la inflación.

A pesar de los grandes déficit públicos y de una deuda pública creciente en muchos países, hay que mantener el estímulo fiscal hasta que la recuperación se confirme, e incluso habría que ampliarlo si se agrava el peligro de frenar el crecimiento. Sin embargo, las autoridades tendrían que comprometerse a reducir mucho los déficit una vez que la recuperación sea firme y tomar las medidas necesarias para sanear las finanzas públicas a largo plazo. Esa reducción del déficit podría apoyarse en unos modelos fiscales más robustos y en sistemas de penalización del fraude más eficaces. Esos modelos y sistemas contribuirían a frenar las presiones para aumentar el gasto cuando vuelva la prosperidad, asegurando a los inversores que los déficit y la deuda pública acabarán por bajar. Esto es esencial para que puedan actuar políticas anticíclicas y reforzar la confianza del público en los mercados financieros, necesaria para hacer frente a nuevos *shocks*.

La reestructuración de los bancos es fundamental para volver a la normalidad en la concesión de créditos. Esto requiere sanear los balances, la recapitalización y nuevos planes de negocio consistentes con modelos de obtención de fondos y el cumplimiento de requisitos prudenciales. Hasta ahora, se ha avanzado muy poco en eliminar

activos dudosos de los balances de los bancos. Hoy la mayor preocupación es el continuado deterioro en la calidad de los activos. A este respecto, los *tests* oficiales de estrés son instrumentos importantes para diagnosticar la salud de los bancos y diseñar las estrategias apropiadas para recapitalizar y reestructurar los bancos viables, y liquidar los que no lo son. En esta tarea, algunos países no han progresado lo suficiente y es una fuente de preocupación el que el apoyo a la recapitalización encuentre obstáculos políticos. Hay que diseñar estrategias claras de liquidación que contribuyan a guiar a los mercados. En los dos próximos años, los bancos se enfrentan a una avalancha de vencimientos que aumentan el peligro de que no se renueven los créditos que venzan. En esta situación, los programas de apoyo deben irse reduciendo muy lentamente, mediante incentivos basados en el mercado, para ir disminuyendo la necesidad de ayudas públicas.

Respecto a una futura reforma fundamental, la opinión creciente de que lo peor de la crisis ya ha pasado y, por lo tanto, una reforma profunda de la regulación bancaria ya no es necesaria, miedos a que las ventajas competitivas de algunos países desaparezcan con la reforma, y la opinión de que las soluciones mejores en teoría no son posibles por razones técnicas, no deben poner en peligro la realización de reformas fundamentales. Hay cuatro problemas que merecen una atención especial. Primero, el ámbito de la regulación debe ser ensanchado y hacerse más flexible, cubriendo a todas las instituciones sistémicamente importantes y los incentivos que eviten la aparición de instituciones consideradas como “demasiado grandes para permitir que quiebren”. Segundo, hay que reforzar la disciplina efectiva del mercado mediante una mayor transparencia, y la publicación y reforma de la gestión de las instituciones financieras. Tercero, los modelos macroeconómicos deben inducir a los bancos a crear más defensas frente a futuras crisis, aumentando su capital y haciendo provisiones cuando el negocio marcha bien para utilizarlas cuando marche mal. Y cuarto, hay que mejorar la colaboración y coordinación internacionales para hacer frente a los problemas de las instituciones transfronterizas

El aumento del paro es un grave problema de las economías avanzadas y la pobreza continúa en muchos países en desarrollo. La historia reciente sugiere que el paro tiende a aumentar considerablemente y que continúa siendo elevado durante muchos años después de *shocks* financieros. Para limitar la destrucción de empleo es necesario que los salarios suban menos e incluso que bajen para muchos trabajadores. El impacto de los ajustes necesarios en los segmentos más pobres de la fuerza de trabajo puede aminorarse con créditos tributarios o programas similares que limiten las repercusiones sociales de los ajustes salariales. Además, una mayor coordinación entre

oferentes y demandantes de empleo contribuiría a limitar las pérdidas de puestos de trabajo y las reducciones de salarios. La pobreza puede aumentar considerablemente en algunas economías en desarrollo, especialmente en África Subsahariana donde el producto real está bajando en 2009 por primera vez en diez años. Un apoyo continuado de las economías avanzadas donantes es imprescindible para que los países en desarrollo puedan mantener los avances en estabilidad económica conseguidos con tanto esfuerzo.

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

A pesar de la opinión muy extendida de que lo peor de la crisis ya ha pasado, el informe de referencia del Fondo Monetario Internacional sigue siendo pesimista; la situación, que ya era mala, prácticamente no ha cambiado desde el informe de julio pasado y los bancos siguen dependiendo de la ayuda oficial y del banco central respectivo. Las cifras son preocupantes: las enormes pérdidas de los bancos desde que empezó 2007 son sólo el principio. El FMI teme que los ajustes contables a la baja desde entonces —alrededor de 1,3 billones de dólares— no bastarán y que los bancos tendrán que realizar 1,5 billones más hasta el fin de 2010. Dos tercios del total se deben a préstamos concedidos desde que empezó la recesión, más que a obligaciones titulizadas tóxicas (CDO: *collateralized debt obligations*, respaldadas por hipotecas y otros créditos morosos o incobrables), causa de la mayor parte de las pérdidas anteriores, lo que confirma que la emisión de activos dudosos acabó causando graves perjuicios a la economía.

En los últimos seis meses ha habido subidas *récord* de las bolsas. Las grandes economías crecen de nuevo e incluso los activos tóxicos pueden venderse (si bien, con rebajas enormes), pero sigue habiendo un agujero en el centro del sistema financiero global. Según el FMI, faltan 857 mil millones de dólares en los bancos europeos y estadounidenses para alcanzar una cobertura del 4 por 100 de sus créditos. A pesar de las fuertes emisiones de capital, los mercados privados no pueden cubrir ese agujero, faltan 670 mil millones. Además, desde que empezó la crisis la deuda de los bancos se ha hecho cada vez más a corto plazo, de modo que su refinanciación deberá tener lugar en los próximos tres años. Y la titulización — en EE.UU., antes de la crisis un vehículo importante para los flujos financieros — sigue siendo anémica. El riesgo de que vuelva a intensificarse el círculo vicioso entre el sector real y el financiero seguirá siendo considerable mientras sigan

las dificultades de los bancos y las familias tengan que reducir sus deudas.

Es decir, el sistema financiero global sigue enfermo haciendo difícil la tarea de las autoridades. Es cierto que las garantías estatales y las políticas monetarias que de hecho garantizan las actividades de los bancos pueden evitar que surjan nuevas crisis de financiación, tales como el pánico del año pasado pero, por otra parte, hacen que los bancos sigan creyendo que, aunque gestionen mal, el Estado no va a dejar que quiebren, perpetuando el llamado "riesgo moral". Los gobiernos, con participación en el capital de bancos enfermos a causa de la crisis, querrían recuperar ese gasto pero, en realidad, se necesita más, en vez de menos, capital para que los bancos dejen de reducir su crédito.

El problema clave es si el sistema financiero podrá suministrar el volumen de crédito necesario para la recuperación. Recientemente, los balances bancarios han mejorado gracias a emisiones de capital y a volver a tener ganancias y, aunque están contribuyendo a la capitalización, seguramente no serán suficientes para compensar del todo los ajustes contables a la baja por créditos fallidos. Además, las ganancias estables de los bancos probablemente serán bajas en el periodo post crisis. Por otra parte, el FMI prevé que el endurecimiento de la regulación bancaria en marcha reducirá los ingresos netos y encarecerá el autoseguro imponiendo unos niveles más altos de capitalización y de liquidez.

El peligro de crisis en las economías emergentes ha bajado gracias a unas políticas enérgicas y a más ayuda del FMI, pero continúa siendo importante. Como continúa la presión sobre los bancos para que rebajen su apalancamiento y las dificultades en los mercados titulizados, los escenarios del FMI prevén que la oferta de crédito en Europa y en EE.UU. puede no ser suficiente para cubrir la demanda pública y privada, incluso teniendo en cuenta que la del sector privado seguirá siendo anémica, de modo que los tipos de interés subirán, los flujos de crédito serán débiles y necesarias las intervenciones de las autoridades para asegurar un volumen de crédito suficiente.

Hay que continuar la limpieza de los balances de los bancos eliminando o ajustando a la baja los activos dañados o ilíquidos y restaurando la titulización. Una reforma financiera profunda y el cierre de bancos no viables es necesaria para que las autoridades de muchos países puedan dejar de suministrar liquidez y fondos, lo que supone nuevos esfuerzos para aumentar el capital de los bancos y eliminar de los balances los activos dudosos. Hay que tomar medidas para que la titulización se recupere. La combinación de una nueva regulación con prácticas más

prudentes de los bancos debería evitar que una titulización imprudente provoque nuevas crisis. Sin embargo, hay que evitar que la nueva regulación haga que la titulización se haga tan cara que desaparezca o sea muy escasa.

La actual respuesta de las autoridades a las perturbaciones en los mercados financieros no tiene precedentes y, aunque es demasiado pronto para sacar conclusiones definitivas sobre sus efectos, la opinión general es que está siendo eficaz.

El informe examina el impacto del anuncio de trece gobiernos de economías avanzadas de que iban a tomar medidas para hacer frente a la crisis. Las dirigidas a aumentar la liquidez fueron las más efectivas antes de la quiebra de Lehman Brothers, pero lo fueron menos desde que estuvo claro que la crisis en algunos países era más de solvencia que de liquidez. En consecuencia, el anuncio de inyecciones de capital y la posibilidad de acudir a compras de activos ha sido la medida anti-crisis más eficaz para reducir el peligro de caída de los bancos en el periodo después de la quiebra de Lehman Brothers. Otro resultado importante es que las intervenciones en las instituciones y mercados nacionales han tenido repercusiones en otros países, en algunos casos, con efectos más importantes que en el país que hizo la intervención, lo que subraya la necesidad de una mayor coordinación.

Aunque es demasiado pronto para evaluar los efectos a largo plazo de las intervenciones realizadas, la experiencia sugiere que algunas *facilities* (entidades que conceden créditos con condiciones muy favorables para hacer frente a una crisis, tales como el anuncio por el Banco Central Europeo (BCE) de conceder a los bancos de la Eurozona que lo soliciten cuantiosos créditos por un año y a tipos de interés muy bajos, menos del 1 por 100) han sido muy eficaces. Otros ejemplos de *facilities* son las garantías a los pasivos de los bancos introducidas en varios países, la "U.S. Term Asset-Backed Securities Loan Facility, (organismo que concede créditos garantizados por valores titulizados) con impacto en los *spreads* (márgenes o diferencias entre los tipos de interés) en el mercado secundario y la decisión del BCE de comprar obligaciones cubiertas, que ha contribuido a reducir los *spreads* y estimular las emisiones de acciones para aumentar el capital de los bancos.

También es demasiado pronto para retirar del todo las políticas extraordinarias emprendidas para apoyar al sector bancario y puede ser que, en algunos casos, sean necesarios recursos públicos adicionales, pero aún así las autoridades ya deben empezar a estudiar como y en que secuencia temporal (*timing*) habrá que retirar esas políticas. El decidir el calendario se complica porque algunas políticas pueden ser eficaces incluso si su aplicación es li-

mitada, simplemente porque pueden aumentar la confianza en algunas clases de instituciones o de inversores. El informe hace algunas consideraciones sobre como retirar la aplicación de políticas no convencionales.

Hay que decidir con claridad la regulación del futuro sistema financiero para excluir dudas y aumentar la confianza mediante una estrategia que retire las políticas no convencionales y defina con claridad las medidas para hacer frente a peligros sistémicos.

Debe darse prioridad a la reforma del entorno regulatorio, de modo que la probabilidad de una crisis sistémica se reduzca mucho. Esto no solo exige definir en que medida hay que aumentar el capital, las provisiones y la liquidez de los bancos, sino también como restaurar la disciplina del mercado después de las presentes y extensas intervenciones del sector público en muchos países. Ya se han hecho propuestas para reducir la probabilidad de nuevas crisis y la amplitud de las oscilaciones del ciclo en el sistema financiero y aumentar las defensas frente a pérdidas y tensiones de liquidez. Pero hay que trabajar duro para definir las penalizaciones de capital, las primas de seguro, los regímenes de supervisión y liquidación de los bancos, y las políticas de competencia que aseguren que no haya bancos tan grandes e importantes que las autoridades no puedan permitirse que quiebren. El FMI, la Comisión de Estabilidad Financiera y el Banco de Pagos Internacionales de Basilea están trabajando en ello.

El reto siguiente es como integrar esas reformas en el contexto de un cuadro de política macroprudencial en el que tanto las instituciones nacionales como las transfronterizas puedan operar con seguridad. Hoy se reconoce que una combinación de políticas microprudenciales y macroeconómicas ha ampliado las oscilaciones del ciclo y aumentado el apalancamiento y los riesgos sistémicos. Las autoridades tienen que ser conscientes de en qué medida sus actuaciones en las políticas monetarias, fiscal y financiera pueden agravar esos riesgos sistémicos.

La cooperación y la compatibilidad entre las políticas de los diferentes países son imprescindibles. Las relaciones transfronterizas entre instituciones y mercados hacen que las autoridades nacionales no puedan actuar unilateralmente sin tener en cuenta sus consecuencias en otros países. Con la crisis actual ha surgido el peligro de que algunos países quieran construir una "muralla china" en torno a sus instituciones financieras y retirarse de los mercados globales para proteger sus economías frente a *shocks* exteriores. Pero, lo que en realidad se necesita es cómo beneficiarse de la creciente integración financiera mundial, asegurándose frente a sus posibles consecuencias negativas y delimitando con claridad las facultades de

las autoridades nacionales y las de las extranjeras. El FMI puede jugar un papel importante en esta difícil tarea.

3. Informe de los siete institutos alemanes de investigación de la coyuntura sobre la economía alemana y mundial

El informe bianual de los siete institutos alemanes para la investigación de la coyuntura es quizá el más apreciado por su objetividad y buen sentido. El que nos ocupa resume así la presente situación económica mundial: "Recuperación vacilante de la economía acompañada por un adeudamiento público creciente". Aún así el informe es optimista: dice que la recesión actual ya ha pasado por su punto más bajo y que hay muchos indicios de recuperación. La situación de los mercados financieros mundiales es bastante menos tensa y los indicadores de confianza apuntan hacia arriba, los pedidos han aumentado y en muchos países la producción crece. El comercio mundial, que seguía bajando durante la primavera pasada, aumentó sensiblemente durante el verano. En una serie de mercados emergentes, especialmente en Asia, la producción ya subió durante la primavera pasada.

Un factor fundamental para la mejora ha sido la estabilización de los mercados financieros gracias a unas intervenciones masivas de los bancos centrales y el anuncio de programas de apoyo estatal y de garantías para el sector financiero. La tolerancia hacia el riesgo de los inversores ha aumentado considerablemente, como prueban las subidas de las cotizaciones en las bolsas mundiales y la caída de la prima de riesgo de los préstamos a las empresas y emisiones de deuda pública de los países emergentes. En la economía real, los efectos benéficos de los programas estatales de recuperación son cada vez más visibles.

Sin embargo la experiencia del pasado enseña que las recesiones que comienzan con crisis bancarias e inmobiliarias, en la mayoría de los casos solo se recuperan lentamente. Por ello, creen los institutos que la animación de la coyuntura será más bien modesta en 2010. Además, los problemas del sistema financiero internacional todavía no han sido resueltos y el benéfico influjo del precio del petróleo, a 75 dólares barril en 2010, sobre el consumo y beneficios empresariales puede cambiar de signo. Por último, en muchos países el paro aumentará hasta ajustarse a una menor producción e, incluso, seguirá aumentando aunque tenga lugar una considerable expansión de la producción, lo que limitará el aumento de los ingresos de las familias y de la demanda interior.

En Alemania, el gobierno ha tomado importantes medidas para estabilizar la coyuntura, lo que ha aumentado la confianza de los participantes en los mercados financieros y hecho bajar el pesimismo de los no financieros. Aumentan los indicios de que crecen las exportaciones alemanas, muy afectadas por la presente recesión. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de las economías industriales siguen siendo modestas y no permiten esperar un aumento notable de sus exportaciones. Además, el paro subirá. Ahora es más bien moderado si se tiene en cuenta la profunda recesión presente. En Alemania, hasta la fecha, la desaparición de puestos de trabajo ha podido limitarse gracias a una utilización intensiva de reducciones de la jornada laboral y de aumento del trabajo temporal, pero, a cambio los costes laborales han subido mucho, perjudicando fuertemente la rentabilidad de las empresas. Por ello, se puede esperar una paulatina caída en las reducciones de la jornada laboral, lo que tendrá como consecuencia un aumento del paro. La desaparición de puestos de trabajo llegará a su máximo a principios de año que viene y bajará paulatinamente hasta fin de ese año.

En Alemania, las condiciones financieras han empeorado desde que empezó la crisis porque los bancos prevén una considerable caída del valor de títulos con riesgo y de los créditos a las empresas, lo que tendrá como consecuencia pérdidas en su capital. Como además aumentan los impagos de los créditos de las empresas, los bancos endurecerán sus condiciones de concesión.

Los institutos prevén que la economía alemana irá saliendo lentamente de la crisis tras la fuerte subida de la producción en este otoño. Para el conjunto de este año prevén una caída del Producto Interior Bruto (PIB) del 5 por 100. Para 2010, prevén una recuperación vacilante. A consecuencia de la débil expansión de la economía mundial, las exportaciones alemanas sólo subirán lentamente, al igual que la demanda interior. Las inversiones de las empresas seguirán siendo débiles a causa de unas perspectivas de ventas poco favorables y de unas condiciones financieras exigentes. El consumo privado se verá afectado negativamente por la continuación de un paro considerable. Los impulsos interiores a la recuperación seguirán siendo débiles y, en consecuencia, tendrán que ser complementados por la acción del Estado. En 2010, el PIB sólo subirá un 1,2 por 100, y en media anual el número de parados será 4,1 millones.

A consecuencia de la debilidad de la coyuntura, apenas subirán los precios al consumo. De todos modos, el encarecimiento del petróleo en los últimos meses afectará a los precios de la energía. La demanda subyacente (excluidos los precios de la energía y de los alimentos no duraderos) se debilitará a causa de la caída de la demanda.

Continúa vivo el peligro de una nueva crisis grave en el sistema internacional financiero y bancario. Se espera que los gerentes de bancos y demás instituciones de crédito realicen las rebajas necesarias en las evaluaciones de los activos tóxicos y obligaciones titulizadas que figuren en sus carteras hasta rebajarlos a su valor real, lo cual no es una tarea sencilla. Caídas en las cotizaciones de las acciones negociadas en las bolsas podrían presionar a la baja el capital de algunos bancos. Esto podría causar una nueva pérdida de confianza en los mercados de capital que podría infectar a la economía real, haciendo aún más restrictivas las presentes condiciones financieras, impidiendo así la recuperación. Al revés, es posible que la recuperación sea más fuerte y rápida que lo esperado; nunca han sido tan favorables como ahora las medidas tomadas por las autoridades competentes para reavivar la economía.

La política económica se encuentra ante un reto difícil. Para evitar un agotamiento del crédito, tiene que resolver el problema de los bancos con capital propio insuficiente. Los siete institutos proponen que el gobierno alemán exija a los bancos cuyo capital propio es insuficiente, que lo aumenten hasta una cantidad determinada en un plazo fijo, permitiendo así una concesión de créditos más abundante. Si no lo hacen serán intervenidos.

Las políticas financiera y monetaria actuales son enormemente expansivas. La monetaria ha inyectado fuertes cantidades de liquidez en el mercado. Los institutos proponen que las autoridades decidan ya las estrategias para finalizar la vigencia de las medidas excepcionales tomadas para luchar contra la crisis, a fin de evitar sus posibles consecuencias negativa si continúan en vigor.

Hay diferencias entre como finalizar la presente política monetaria y la financiera. En principio, es relativamente fácil para el BCE volver a la normalidad, simplemente dejando que expiren los plazos de vigencia de las medidas tomadas, absorbiendo luego la liquidez excesiva. Si esto se hace oportunamente, la estabilidad de precios no será perjudicada por la política monetaria expansiva anterior.

Por el contrario, la salida de una política financiera expansiva es más penosa, ya que no es posible conseguir en un plazo breve una reducción duradera de los déficit estructurales. De todos modos, es necesario reducir unos déficit estructurales altos para rebajar el endeudamiento estatal hasta un nivel sostenible. Se debería empezar a reducir el déficit estructural en 2011, cuando la coyuntura ya se haya estabilizado de modo tal que fomente, o al menos no perjudique, el crecimiento del PIB y la creación de puestos de trabajo. Una carga pesada de impuestos y de contribuciones sociales a cargo de las empresas aumentará los costes laborales y reducirá la demanda de tra-

bajo. A medio plazo, esto es contraproducente para alcanzar los objetivos económicos. Para poder alcanzarlos, el Gobierno Federal, para equilibrar su presupuesto, debe concentrar su atención en reducir el gasto y en ventajas tributarias. Un énfasis en el gasto público no quiere decir

que haya que reducirlo, sino que su aumento debe ser limitado. Hay posibilidades considerables de reducir las subvenciones y ahorrar en gastos de personal y material para poder aumentar más las inversiones, fomentando así el crecimiento.