

# Informes de los organismos económicos internacionales

*Resumen de la redacción de Cuadernos*

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 los realiza la redacción de *Cuadernos de Información Económica*.

Este número ofrece: las *Previsiones económicas*, de la Comisión Europea, la revisión de *las Perspectivas de la economía mundial*, y la actualización del *Informe sobre la estabilidad financiera*, ambos del Fondo Monetario Internacional.

## 1) **Previsiones económicas, de la Comisión Europea**

Europa se enfrenta a un futuro incierto y lleno de dificultades. El crecimiento económico de la Unión se estancará este año con un crecimiento nulo, mientras que la Zona Euro experimentará una leve recesión de -0,3 por ciento. Diversos factores han sido clave en la paralización de la recuperación económica. La combinación de las dudas sobre la solvencia de algunos países, la fragilidad de los mercados financieros y una economía real que no acaba de recuperarse ha impedido que la Unión salga de la crisis actual.

Hay que resaltar que los mercados financieros parecen haberse estabilizado y que los gobiernos de los países afectados por las dudas de solvencia están implementando programas de consolidación fiscal. Ahora bien, estos

programas de ajustes tendrán efectos negativos sobre el crecimiento en el corto plazo.

### **Una leve recesión pero con signos de estabilización**

#### ***La demanda mundial ha perdido fortaleza***

El crecimiento del resto del mundo sin la Unión será del 4,25 por ciento, pero se mantienen grandes diferencias entre regiones. China mantendrá su senda de auge pero otros países emergentes están sufriendo los efectos de la crisis de los países desarrollados, cuya transmisión se produce a través de los canales de crédito y de comercio.

Por otro lado, durante el tercer trimestre, el comportamiento de las economías japonesas y estadounidenses fue favorable. En el caso de Estados Unidos, tanto el consumo como la inversión aumentaron y podrían experimentar un mayor crecimiento en el futuro, ayudando a la recuperación mundial.

La falta de fortaleza de la demanda mundial ha incitado a que el precio de las materias primas siga una tendencia bajista, a excepción del petróleo que se ha mantenido por la menor oferta, debida a los conflictos que asuelan a algunos países productores.

### ***Los riesgos en el sector financiero se mantienen***

El principal riesgo sigue viniendo de la inestabilidad en los países europeos relativa a la solvencia soberana, cuyos efectos se pueden desbordar a otros países.

Los mercados financieros siguen siendo extremadamente vulnerables, si bien se han estabilizado. Los diferenciales de la deuda de algunos países europeos siguen siendo muy elevados. La interconexión de corte negativo entre la situación en los mercados de deuda soberana y la estabilidad del sistema financiero se mantiene fuerte. Ahora bien, los programas de consolidación fiscal y las ventas de bonos soberanos exitosas han reducido la presión sobre el sector financiero, que experimentó un fuerte incremento en el coste de financiación, lo que se ha traducido en un endurecimiento de estas condiciones al sector privado.

La actuación del Banco Central Europeo ha sido clave para volver a dotar de liquidez a los mercados financieros. El acceso a financiación con mayor plazo de vencimiento, así como la admisión de un mayor número de activos como garantía, ha sido esencial. Ahora bien, el mercado interbancario no ha recuperado su buen funcionamiento y el diferencial euríbor-OIS, coste de financiación entre entidades de crédito, sigue siendo elevado. El ajuste de los balances bancarios se sigue produciendo mediante la restricción del crédito. Ahora bien, como la demanda de este todavía se mantiene reducida, sus efectos reales perniciosos no son cuantiosos.

El proceso de recapitalización sigue avanzando y, de hecho, la autoridad bancaria europea espera que los bancos alcancen la ratio de capital exigida en junio de 2012 sin recurrir en exceso al desapalancamiento.

### ***Empeoran todos los componentes de la demanda de la Unión***

Por primera vez desde mayo de 2011, el indicador del sentimiento económico para la Unión ha mejorado en enero, pero se mantiene por debajo del nivel medio anterior. Sin embargo, el indicador de la encuesta de consumo y negocios de la Unión sigue previendo una contracción económica.

La caída del crecimiento en la Unión afectará a todos los componentes de la demanda. La menor expansión mundial reducirá las exportaciones de la Unión, que han sido un claro motor de crecimiento, aunque su auge en 2011, no supuso un aumento en la formación bruta de capital fijo. Así, la suma de un peor comportamiento de las exportaciones y el endurecimiento de las condiciones de crédito impedirán la recuperación de la inversión.

El consumo también se ha moderado debido a las condiciones desfavorables del mercado laboral, la redu-

cida confianza de los consumidores, el proceso de desapalancamiento del sector privado y los programas de consolidación fiscal.

### ***Se mantienen las grandes divergencias entre países de la Unión***

Algunos países experimentarán un claro retroceso en su crecimiento mientras otros mantendrán tasas positivas. Así, en 2012, las mayores caídas serán para Grecia, con un -4,3 por ciento, y Portugal, con un -3,3 por ciento. Aquellos países con mayor desequilibrio público, endeudamiento del sector privado y menor competitividad sufrirán un mayor ajuste. Las condiciones de financiación, la situación del mercado laboral o la confianza también jugarán un papel esencial.

La situación en el mercado laboral es muy diferente según el país. El crecimiento del empleo se volvió negativo en el tercer trimestre de 2011, con la tasa de paro alcanzando el 10,4 por ciento para la Zona Euro, y el 9,9 por ciento para la Unión. El incremento del desempleo en España, Grecia y Portugal ha sido equivalente al 95 por ciento de toda la Unión. Pero, además, en el caso de Grecia y España la tasa de desempleo juvenil, de personas entre 15 y 24 años, ha aumentado drásticamente llegando a tasas cercanas al 50 por ciento, mientras que la media europea se mantiene en un 22,1 por ciento. En los países en los que los ajustes fiscales serán menores, el comportamiento del empleo será más favorable, por lo que, se mantendrán las grandes diferencias entre ellos en los niveles de paro. La recesión actual supondrá, además, un aumento del nivel de desempleo a finales de 2012.

### ***Una inflación elevada***

Los elevados precios del petróleo y el aumento de los impuestos indirectos han impulsado al alza la inflación, con un efecto neto de medio punto porcentual más en el índice de inflación armonizado, que en la Eurozona llegó a ser del 2,9 por ciento, mientras la subyacente, aquella que no tiene en cuenta los precios de la energía y de los alimentos, alcanzó el 1,7 por ciento en el cuarto trimestre.

Las retribuciones a los trabajadores también aumentaron, conllevando un moderado aumento de los costes laborales unitarios.

En los países donde el ajuste fiscal ha de ser más contundente, y se espera un incremento de los impuestos indirectos, la inflación será superior. Así, la Comisión

ha revisado al alza su previsión de inflación para 2012 en la Unión y la Eurozona en 0,3 y 0,4 puntos porcentuales.

***La previsión de déficit público no cambia, pero se mantiene un elevado nivel de incertidumbre***

A pesar de la caída del crecimiento, las previsiones respecto a las cuentas públicas se mantienen con respecto a las perspectivas de otoño, debido al mayor esfuerzo de consolidación.

Uno de los mayores riesgos que persisten en el futuro sigue estando relacionado con la solvencia de algunos países, sobre todo si no implementan los programas de consolidación de forma contundente y rápida. Si la crisis se intensifica y las dudas sobre la solvencia se multiplican, se pueden producir episodios de contagio entre países en el sector financiero. Esto llevaría a una restricción de crédito que estrangule todavía más al crecimiento y, además, los efectos tendrán carácter mundial.

Otro problema que puede surgir es una escalada del proteccionismo ante una fuerte caída del comercio internacional. Por otro lado, los conflictos en los países productores de petróleo pueden provocar un aumento excesivo de la inflación.

Ahora bien, puede producirse el proceso contrario. Es decir, que la consolidación lleve a una situación de mayor solvencia de los países, que incite la recuperación de la confianza. Las reformas estructurales también pueden tener un efecto positivo sobre la competitividad de los países, y se podría producir un mayor crecimiento mundial que el esperado, si los países emergentes recuperan su senda de crecimiento.

***Conclusión***

La economía de la Unión sigue sufriendo una fuerte inestabilidad que se puede agravar si los países más endeudados no corrigen sus desequilibrios. Ahora bien, todos los países están realizando un esfuerzo considerable al implementar programas de consolidación fiscal y reformas estructurales. El futuro económico de la Unión dependerá de la capacidad de estos países de recuperar una senda de crecimiento estable y reducir así los riesgos de contagio. En este año se presentan grandes retos para Europa y sólo cabe esperar que la Unión sea capaz de estar a la altura para enfrentarse a ellos.

**2) Revisión de las *Perspectivas de la economía mundial, del Fondo Monetario Internacional***

La economía mundial experimentará los efectos negativos de la coyuntura actual de la Eurozona, con una revisión a la baja de la previsión de crecimiento de tres cuartos de punto porcentual. La actualización de las perspectivas presenta un futuro cercano incierto con un estancamiento de la recuperación. A la difícil situación económica en Europa, hay que añadir una menor fortaleza de la demanda interna de los países emergentes.

El Fondo predice un crecimiento de 3,25 por ciento durante el año 2012. La Zona del euro experimentará una mayor caída que la esperada, arrastrando a la baja el crecimiento económico mundial.

***Los riesgos para la economía mundial toman fuerza***

El final del año 2011 vino marcado por un inesperado auge de las economías desarrolladas, causado por una reducción de la tasa de ahorro en Estados Unidos y una mejora en la inversión fija empresarial. La caída del precio del petróleo también influyó en dicho aumento. Ahora bien, no se espera que estos factores favorables mantengan su impulso en 2012.

Un aspecto positivo es que la inflación se reduce a nivel mundial. Los precios del petróleo se estabilizaron debido a la interacción de fuerzas contrarias, al alza, la inestabilidad política de los países productores y a la baja, la debilidad de la demanda mundial, que llevan a que la previsión para 2012 se mantenga en 99 dólares el barril. En el caso de otras materias primas, los precios tenderán a reducirse gracias a la mejora de las condiciones de la oferta, que cae un 14 por ciento durante 2012. La inflación total se reducirá debido a la debilidad de la demanda global hasta el 1,5 por ciento.

La situación es especialmente grave para la Zona Euro. Varios países europeos se enfrentan a grandes retos con el fin de recuperar la confianza internacional. Las políticas de estos países han de centrarse en recuperar una senda de crecimiento estable, mientras que se reducen los desequilibrios. Ahora bien, la restricción política será intensa en el caso de países con fuertes desequilibrios fiscales. Los diferenciales de los bonos soberanos experimentaron un fuerte incremento para los países con mayores dificultades. Los programas de consolidación fiscal restringirán la demanda y el crecimiento,

y tendrán un efecto pernicioso sobre la solvencia del sector bancario.

En el medio plazo, Estados Unidos y Japón también podrían tener problemas derivados de sus procesos de consolidación insuficientes ya que, si bien hoy su deuda soberana es atractiva frente a la de los países de la Zona Euro, este panorama podría cambiar, obligando a un ajuste fiscal repentino.

En el caso de las economías emergentes, el mayor riesgo proviene de la posibilidad de una reducción drástica del ímpetu económico, ya que han experimentado un fuerte auge de los precios de activos y del crédito, esencial en el proceso del desarrollo económico.

El sector financiero sufrió también un fuerte ajuste, viéndose obligado el Banco Central Europeo a utilizar nuevos instrumentos que aporten liquidez, de forma que la menor liquidez en el sector financiero implicó menores flujos de capital hacia los países emergentes.

#### ***El Fondo recomienda medidas urgentes y concisas***

El Fondo establece una combinación de políticas necesarias de ajuste sostenido pero gradual, abundante liquidez, una política monetaria expansionista y la recuperación de la confianza de las autoridades en los países avanzados. Sin embargo, no todos los países han de seguir la misma receta.

Así, los programas de ajuste fiscal en los países con menor desequilibrio parecen suficientes, y habrá que esperar a que los estabilizadores automáticos funcionen para corregirlo, siempre y cuando no se llegue a un endeudamiento excesivo. El ajuste en los países más grandes ha de ser en el medio plazo, para evitar caídas excesivas del crecimiento. Así, Estados Unidos y Japón deberán implementar programas de consolidación con techos de gasto discrecional, control del gasto sanitario y de pensiones, y mejora en la capacidad recaudatoria del sistema fiscal.

La política monetaria debería mantener su corte expansivo, recomendando incluso una expansión cuantitativa, y siendo esencial el apoyo a los programas centrados en reducir las restricciones crediticias a empresas y hogares. Es prioritario destruir la conexión entre el deterioro del crecimiento económico, los saldos fiscales y los balances de las entidades financieras. Para ello, el BCE deberá mantener una elevada provisión de liquidez e intervenir en la compra de valores para estabilizar al euro. Habrá que dar

liquidez a los países con graves dificultades mediante el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

Por último, el desapalancamiento del sector financiero ha de ser paulatino a fin de evitar ajustes drásticos en el crédito. Toma relevancia el papel de la supervisión, tal como establece la actualización del informe sobre estabilidad financiera.

En el caso de los países emergentes, las medidas han de paliar los efectos perversos de la moderación de la demanda interna y externa. En los países con grandes superávits externos, inflación y deuda pública comedida, como China, se recomienda políticas expansivas del gasto social. En el caso en que los fundamentos fiscales no sean tan favorables, como es el caso de Latinoamérica, se recomienda políticas monetarias laxas, pero con un fuerte control de sectores que puedan experimentar sobrecalentamiento, como el inmobiliario.

#### ***Conclusión***

El FMI establece la necesidad de ahondar en las políticas de estabilización, pero de forma coordinada y controlando los posibles desequilibrios, para lo que toma especial relevancia la coordinación fiscal en el seno de la Zona Euro, que se ha plasmado en la creación de instrumentos de apoyo financiero a los países más vulnerables.

La mayoría de los países han de implementar políticas de reforma estructural para mejorar la eficiencia en el mercado laboral y financiero, y la sostenibilidad de los sistemas de pensiones, salud y educación. Pero la incertidumbre ensombrece el devenir de la economía mundial.

### **3) Actualización del Informe sobre la estabilidad financiera mundial, del Fondo Monetario Internacional**

La crisis de la deuda de la Zona Euro implicó un drástico aumento de los rendimientos de los bonos soberanos a corto y medio plazo, invirtiendo, por tanto, la curva de rendimientos a finales de 2011. Así, se incrementaron las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda y muchos inversionistas extranjeros cancelaron sus posiciones. A pesar de que el Banco Central Europeo diseñó un programa para la estabilización de estos mercados, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio de la deuda soberana se dispararon.

La difícil situación de los mercados de deuda soberana tuvo un efecto inmediato sobre el sistema bancario de

la Zona, reduciendo el acceso a la financiación a plazo. Algunos bancos tuvieron que vender activos denominados en dólares y enfrentarse a un aumento del coste de financiación. En consecuencia, el principal efecto ha sido la restricción del crédito a las pequeñas y medianas empresas, y hogares. Diversas entidades financieras han decidido seguir drásticos planes de desapalancamiento con venta de activos.

La actuación de las autoridades de la Eurozona ha sido esencial para paliar los efectos de la crisis de la deuda mediante iniciativas para recuperar la confianza. Así, en las últimas cumbres de la Unión, y frente a la crisis griega, se estableció la posibilidad de un canje de la deuda voluntario con acreedores privados y de reforzar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), y adelantar a julio de 2012 la entrada en vigor del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera.

El Banco Central Europeo ha desempeñado un papel esencial en la estabilización de los mercados de financiamiento ampliando las garantías aceptadas o el plazo a tres años de las operaciones de refinanciamiento, con el fin de evitar una venta masiva de activos.

Ahora bien, el camino hacia la estabilización financiera no es fácil. Incluso Standard and Poor's ha rebajado la calificación al FEEF hasta AAA ante la posible insuficiencia del mismo, al quedarle sólo un margen de maniobra de 300 millardos de euros para actuar en los mercados primarios y secundarios de deuda, una vez cumplidos los compromisos adquiridos para la financiación de programas.

En cuanto al sector financiero propiamente dicho, la Agencia Bancaria Europea recomienda un aumento de su coeficiente básico de capital, hasta llegar al 9 por ciento.

El desapalancamiento podría ser cuantioso para algunas entidades, aunque no tiene por qué ser negativo si se traduce en la venta de activos a entidades solventes que mantengan la actividad económica. Pero, la venta de activos puede llevar a una drástica caída de su precio reduciendo todavía más el capital disponible. Ahora bien, esto es más deseable que la restricción del otorgamiento de crédito al sector privado que tendría un mayor efecto real negativo.

El informe destaca el riesgo relacionado con la excesiva integración financiera entre Europa y Estados Unidos, de forma que una ola de inestabilidad financiera se podría trasladar desde el viejo continente hasta el otro lado del Atlántico. Sin embargo, las tensiones internas del sector en Estados Unidos se han mitigado, habiendo ganado en transparencia gracias a las pruebas de resis-

tencia de la Reserva Federal, aunque continúa hoy con problemas.

Los países emergentes pueden experimentar un claro retroceso de su liquidez, en especial en los países europeos, muy dependientes de las entidades financieras de la Zona, que pueden reducir sus flujos financieros hacia sus filiales, así como la financiación de proyectos de comercio internacional. Además, los mercados de capital de estos países son muy vulnerables a variaciones drásticas de los flujos de inversión en cartera.

Algunos países han sido capaces de acumular vastas cantidades de reservas con las que podrán contrarrestar este tipo de movimientos drásticos e implementar políticas de corte anticíclico. Este no es el caso de los países emergentes europeos, que se enfrentan a una difícil situación de restricción del crédito sin las suficientes reservas para reaccionar en contra.

### *Plan integral para recuperar la confianza*

El Fondo recomienda un plan concreto de medidas para recuperar la confianza del sector financiero, en especial de aquellas que impidan una espiral de aumentos de costes de financiación, para lo que recomienda un aumento del tamaño y flexibilidad del FEEF.

La Agencia Bancaria Europea, junto con el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y los organismos nacionales de supervisión, han de centrarse en controlar que los programas de desapalancamiento no conlleven una excesiva restricción del crédito.

Al mismo tiempo, será necesario un aumento de las reservas bancarias mediante el incremento de capital. Así, se podría exigir un determinado nivel de capital nominal, como el establecido en el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria en España. Los bancos deberían aumentar la participación privada en su capital, pero ante las dificultades actuales se podrían utilizar fondos públicos para respaldar los activos bancarios, siempre sujetos a una estricta condicionalidad. Otras medidas podrían ser la creación de un fondo paneuropeo que pueda participar en el capital de los bancos o mantener una política de recapitalizar y reestructurar el sector hasta eliminar las entidades más vulnerables.

Por último, se recomienda, para los países desarrollados, un ajuste lento y sostenido de los déficit públicos, intentando minimizar su impacto sobre el crecimiento, y, a los países emergentes, estar preparados para las posibles contingencias futuras que puedan surgir.

### *Conclusión*

La mayor fuente de inestabilidad financiera en la actualidad son las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda de algunos países de la Eurozona y su posible consecuencia negativa sobre la solvencia de los bancos, quienes deberán realizar un ajuste de sus tenencias de activos para reducir su nivel de apalancamiento. Así, las

autoridades bancarias han de incentivar que dicho ajuste no se traduzca en una caída excesiva del crédito que terminaría estrangulando el crecimiento económico, esencial para reducir los enormes déficit públicos de algunos países. Sólo una actuación coordinada entre las diversas autoridades bancarias mundiales será óptima debido al elevado grado de integración financiera existente en la actualidad.