

El panorama económico internacional según el FMI y la OCDE

SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
SOBRE EL SECTOR EXTERIOR

Las principales organizaciones internacionales (FMI y OCDE) han revisado a la baja las previsiones de crecimiento que habían hecho públicas en otoño del año pasado y que han ido quedando obsoletas desde comienzos del presente año a medida que se constataba que la desaceleración de la economía estadounidense era más intensa de lo que se preveía. Recogemos aquí las nuevas previsiones realizadas por estas instituciones así como los principales temas de actualidad económica que abordan dichas instituciones en sus respectivos informes de primavera.

Las nuevas previsiones de la economía mundial

Según las nuevas previsiones, la economía mundial crecerá este año en torno al 3,2 por 100 (FMI y OCDE) casi un punto menos que en las previsiones anteriores (4,1 por 100 según OCDE y 4,2 según FMI) y sustancialmente menos que durante 2000 (4,7 por 100).

Para la OCDE (1) en su conjunto se espera una reducción de 2,1 puntos desde el 4,1 por 100 de 2000 hasta un 2 por 100 de crecimiento del PIB en 2001 (en vez del 3,3 por 100 previsto anteriormente). El grueso de la revisión a la baja de este año se centra en Estados Unidos (pasa de un 3,5 por 100 previsto hace seis meses al 1,7 por 100 actual según la OCDE) y Japón (pasa del 2,3 por 100 anterior al 1 por 100 actual) mientras que la Unión

Europea ha visto rebajar sus cifras por la OCDE en tan sólo 4 décimas (de un 3 por 100 a un 2,6 por 100).

No obstante, el FMI (2) sí estima una reducción mayor de las previsiones de crecimiento en la UE, de un 3,3 por 100 a un 2,4 por 100.

CUADRO 1
PERSPECTIVAS DEL FMI

	2000	2001 antiguo	2001 nuevo	2002
Crecimiento				
Estados Unidos	5,0	3,2	1,5	2,5
Japón	1,7	1,8	0,6	1,5
Eurozona	3,4	3,4	2,4	2,8
Unión Europea	3,4	3,3	2,4	2,8
NPI	8,2	6,1	3,8	5,5
Latinoamérica	4,1	4,5	3,7	4,4
Total mundial	4,8	4,2	3,2	3,9
Inflación (Deflactor del PIB)				
Estados Unidos	2,0	2,3	2,0	2,1
Japón	-1,7	0,4	-1,2	-0,4
Eurozona	1,4	1,7	1,9	1,6
Unión Europea	1,5	1,8	1,9	1,8
NPI	-1,9	1,3	2,1	2,1
Latinoamérica	8,1	7,0	6,3	4,8
Paro (% Población Activa)				
Estados Unidos	4,0	4,4	4,4	5,0
Japón	4,7	5,3	5,3	5,2
Eurozona	9,0	8,3	8,4	8,1
Unión Europea	8,2	7,5	7,8	7,5
NPI	3,9	3,1	4,0	3,4
Balanza por cuenta corriente (% PIB)				
Estados Unidos	-4,4	-4,2	-4,3	-4,1
Japón	2,5	2,6	2,7	2,8
Eurozona	-0,2	-0,2	-0,1	—
Unión Europea	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2
NPI	5,1	3,9	4,2	3,9
Latinoamérica	-2,5	-3,1	-3,3	-3,2

Fuente: World Economic Outlook (mayo 2001). FMI.



EN PORTADA

(1) OECD Economic Outlook, Preliminary Edition, mayo 2001.

(2) Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, mayo 2001.

CUADRO 2
PERSPECTIVAS DE LA OCDE

	2000	2001 antiguo	2001 nuevo	2002
Crecimiento				
Estados Unidos	5,0	3,5	1,7	3,1
Japón	1,7	2,3	1,0	1,1
Eurozona	3,4	3,1	2,6	
Unión Europea	3,3	3,0	2,6	2,7
OCDE	4,1	3,3	2,0	2,8
Total mundial 4,7 4,1 - 4,1				
Inflación (Deflactor del PIB)				
Estados Unidos	2,0	2,2	2,3	1,9
Japón	-1,7	-0,4	-1,2	-0,4
Eurozona	1,2	1,9	2,2	2,1
Unión Europea	1,4	2,0	2,2	2,1
OCDE 2,5	2,4	3,0	2,6	
Paro (% Población Activa)				
Estados Unidos	4,0	4,2	4,6	5,0
Japón	4,7	4,6	4,9	4,8
Eurozona	9,0	8,3	8,3	7,8
Unión Europea	8,2	7,6	7,7	7,3
OCDE	6,3	6,0	6,3	6,3
Balanza por cuenta corriente (% PIB)				
Estados Unidos	-4,4	-4,5	-4,2	-4,0
Japón	2,5	2,7	4,9	4,8
Eurozona	-0,1	0,1	-0,2	-0,1
Unión Europea	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
OCDE	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2

Fuente: *Economic Outlook* (mayo 2001). OCDE.

más optimistas que el FMI y extraen conclusiones similares.

Este hecho se explica por la fortaleza de la demanda interna impulsada por la caída en el desempleo, por el incremento en la renta disponible, consecuencia de los recortes impositivos en algunos países y por la reducción de los tipos de interés a largo plazo.

Japón

Las dos instituciones prevén un escenario de marcada ralentización de la actividad económica en Japón, cuyo PIB crecerá en 2001 al 0,6 por 100 (FMI) ó 1 por 100 (OCDE), frente a tasas próximas al 2 por 100 previstas en otoño de 2000. Así, el aumento del desempleo, la reducción del precio de las acciones, la previsible ralentización del comercio de productos electrónicos y el retraso en la aplicación de reformas estructurales explican estas previsiones.

Sin embargo, según el FMI, la aplicación de medidas de política económica, tales como la expansión monetaria y el paquete de reformas estructurales, permiten prever un escenario de recuperación económica para 2002.

Latinoamérica

El FMI considera que la actividad económica en los países latinoamericanos crecerá al 3,7 por 100 en 2001 pues la ralentización económica en Estados Unidos y la previsible caída en el precio del petróleo se verá compensada por la reducción de los tipos de interés estadounidenses.

Nuevos países industrializados

Se ha producido una marcada revisión a la baja en las previsiones de crecimiento del PIB para los NPI en 2001, pasando éstos de crecer al 8,2 por 100 en 2000 al 3,8 por 100 en 2001 frente al 6,1 por 100 previsto hace seis meses. Las causas de esta revisión a la baja son la reducción de la actividad económica en Estados Unidos y la desfavorable coyuntura que experimentará el mer-



EN PORTADA

Estados Unidos

Tanto el FMI como la OCDE revisan a la baja de forma sustancial el crecimiento de la economía norteamericana (del 3,2 por 100 al 1,5 por 100 el primero y del 3,5 por 100 al 1,7 por 100 la segunda). Desde los últimos meses de 2000 y primeros del presente año se han deteriorado numerosos indicadores tales como el empleo, la inversión, los mercados bursátiles y la confianza de los consumidores. No obstante, la OCDE contempla que un adecuado manejo de los tipos de interés podría dar lugar a un repunte de la actividad a finales de este año.

Eurozona

Según el FMI, las perspectivas de crecimiento de la eurozona apuntan a una reducción de la actividad en 2001 (2,4 por 100) frente a 3,4 por 100 previsto en otoño de 2000. No obstante, esta evolución es más favorable que la del resto de economías industrializadas y se consolidará en 2002. La OCDE y la Comisión Europea se muestran

cado de productos electrónicos. Por añadidura, la inestabilidad de los mercados financieros domésticos y la reducción en la financiación externa unida a condicionantes políticos, puede afectar diferencialmente a algunos países de la zona asiática.

Reformas fiscales y consolidación fiscal

El FMI analiza de forma destacada en su informe de primavera el proceso de consolidación fiscal experimentado en los principales países desarrollados en los años 90. Este proceso ha estado basado en una reducción de los gastos corrientes y no en un aumento de los ingresos como en los años 80. Para el conjunto de países de la OCDE los gastos e ingresos públicos están equilibrados en un nivel del 37 por 100 del PIB. Los gastos han caído así unos 5 puntos de PIB en estos últimos ocho años. Numerosos países obtuvieron superávit público en 2000 (EEUU 1,7 por 100 del PIB, Reino Unido (3) 5 por 100, Alemania (4) 1,5 por 100, Canadá 3,4 por 100, Suecia 3,4 por 100, Dinamarca 2,9 por 100, Irlanda 4,5 por 100, etcétera). El superávit público permite una reducción de la deuda pública, lo que modifica el papel que los mercados financieros han otorgado tradicionalmente a los bonos públicos. (Cuadro 3).

La pauta de consolidación fiscal ha sido muy similar en todos los países desarrollados a excepción de Japón. Primero, hacia 1995, se eliminaron los déficit primarios y sólo al cabo de 4 o 5 años se estabilizaron los ratios deuda /PIB.

No parece que las mejoras fiscales de carácter puntual (privatizaciones, subastas de telefonía móvil, los gastos fuera de balance o las amnistías fiscales) hayan tenido un impacto relevante en el proceso de consolidación fiscal. La consolidación se ha basado en los esfuerzos realizados en los gastos corrientes, fundamentalmente vía contención del empleo público y de las transferencias corrientes.

(3) Incluye los ingresos por licencias de telefonía móvil equivalentes al 2,4 por 100 del PIB.

(4) Incluye los ingresos por licencias de telefonía móvil equivalentes al 2,5 por 100 del PIB.

CUADRO 3
EEUU: EFECTOS FINANCIEROS
DE LA REDUCCION DE DEUDA PUBLICA

El mercado de bonos del Gobierno de EEUU es el mercado de deuda pública más líquido y profundo de todo el mundo. En un solo día se negocian unos 200 millardos de dólares, cinco veces más que las operaciones diarias en la Bolsa de Nueva York. Los bonos del Tesoro americano (*US Treasuries*) han jugado un papel fundamental como valores de referencia (*benchmarks*) sobre los que determinar el tipo de interés de otros emisores. También han sido utilizados como reservas exteriores de muchos bancos centrales, como instrumento para operaciones monetarias de mercado abierto y como valor refugio en tiempos de inestabilidad financiera.

A medida que se reduce el volumen de deuda pública en EEUU estas funciones deben ser realizadas por otros títulos o instrumentos. Así, las denominadas *agencias* americanas (Fannie Mae, Freddie Mac, Federal Home Loan Bank que se encargan de movilizar la cartera de créditos hipotecarios de la banca) y algunos bonos privados están asumiendo el papel de títulos de referencia. Esto favorece el desarrollo de otros mercados, especialmente de operaciones *repo* sobre estos títulos. También la *curva swap*, que refleja el tipo fijo que se intercambia en el mercado interbancario contra un tipo variable revisable, está siendo utilizada cada vez más como referencia para la fijación de tipos de interés.

Por su parte, las compañías de seguros y fondos de pensiones han visto encarecerse sustancialmente los títulos a largo plazo y empiezan a emplear títulos de menor plazo. Esto puede generar un desfase de plazos entre activos y pasivos, que hay que cubrir utilizando instrumentos derivados.

También los bancos centrales están dando cabida a nuevos títulos para la gestión de sus operaciones monetarias de mercado abierto y para la gestión de sus reservas exteriores.

Por último, el encarecimiento relativo de los bonos públicos genera una sustitución hacia otros títulos empleados como garantía o colateral en numerosas operaciones financieras.

El FMI se plantea cómo ha influido la consolidación fiscal en el crecimiento de las diferentes economías. Así, desde una visión keynesiana se tiende a destacar el efecto contractivo a corto plazo de la consolidación fiscal. A largo plazo, sin embargo, existe un cierto consenso sobre las bondades de un sector público reducido y eficiente. Para los no-keynesianos, sin embargo, el menor déficit fiscal puede mejorar el crecimiento, incluso en el corto plazo. Esto ocurre así cuando la consolidación fiscal se produce en países con altos niveles de deuda pública, como a principios de los noventa en Europa, o cuando el saneamiento de las finanzas públicas elimina la prima de riesgo que pesa sobre una moneda. Por todo ello, señala el FMI, es posible que los efectos no keynesianos de la consolidación fiscal se hayan ido agotando a medida que se mejoraban las finanzas públicas.

Sólo Japón no ha seguido estas pautas de comportamiento debido al estancamiento económico sostenido y a los sucesivos paquetes fiscales expansivos que le han llevado a un déficit máximo del 8,2 por 100 del PIB en 2000. La



EN PORTADA

deuda pública asciende ya al 120 por 100 del PIB, si bien ésta se reduce al 40 por 100 cuando se contempla sólo la deuda neta, que tiene en cuenta también los activos en poder del sector público.

Más importante, si cabe, que la evolución numérica del proceso de consolidación fiscal, son las reformas institucionales sobre las que se ha basado: límites cuantitativos al gasto público, al déficit público, mejora en la transparencia y en los sistemas de control. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento para la UEM, la *Budget Enforcement Act* de EEUU (1990), el Código para la Estabilidad Fiscal en el Reino Unido (1998) o la Ley de Responsabilidad Fiscal de Brasil (2000) son algunos ejemplos de estas reformas institucionales.

Fuerte déficit externo en los países del Este



EN PORTADA

Los países de la Europa Central y Oriental (PECOs) han registrado elevados déficit externos en estos últimos años. De los diez PECO candidatos a la adhesión a la CEE, siete registraron en 2000 un déficit por cuenta corriente superior al 7 por 100 del PIB. Las dos únicas excepciones fueron Eslovenia y Bulgaria. Este fuerte déficit ha generado dudas acerca de su sostenibilidad en la medida en que supone un endeudamiento frente al exterior al que habrá que atender en el futuro.

Así, la magnitud del déficit de balanza de pagos no genera graves problemas de sostenibilidad a la luz del análisis del uso que se hace de dichos recursos y de sus fuentes de financiación. El déficit externo está contribuyendo a financiar un fuerte proceso inversor en estas economías. Mientras que en EEUU la inversión en 2000 fue del 21,8 por 100 del PIB, y en la UE del 21,4 por 100, en los PECO fue superior al 26 por 100, lo que pone refleja la confianza inversora sobre las buenas perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo de la región, en especial de cara a su adhesión a la UE.

Por el lado de la financiación del déficit externo, destaca la alta participación de la inver-

sión directa frente a otros instrumentos más a corto plazo y sujetos a mayor incertidumbre y volatilidad. En términos netos para todos los PECO, prácticamente la totalidad de la balanza de pagos se está financiando con inversión directa extranjera; es decir, mediante la creación de nuevas empresas o la adquisición de las ya existentes. La mitad de las inversiones directas está relacionada con las privatizaciones. Esta fuerte inversión directa, de aproximadamente el 6,5 por 100 del PIB de la zona, dobla, en términos del PIB, la recibida en otras áreas emergentes. La financiación externa a través de inversión directa ha permitido que la zona se mantenga relativamente inmune a las crisis financieras de áreas circundantes, en especial a la crisis rusa de 1998.

El FMI destaca tres factores que explican la fortaleza de la inversión directa en los PECO: el primero es la política económica aplicada desde el inicio de las reformas. Es significativo que los países que menos decisión han mostrado en el proceso de reformas sean los que menores flujos de inversión directa hayan atraído. El segundo gran factor es la perspectiva de acceso a la UE y su proximidad geográfica a la misma. Por último, muchos PECO son economías pequeñas altamente abiertas al exterior. Operaciones puntuales de inversión tienen una incidencia relevante en el conjunto de la economía.

Por último, señala el FMI que aunque la inversión directa haya sido abundante hasta ahora, es necesario reducir la vulnerabilidad externa de la zona a través de políticas apropiadas. Los regímenes de tipo de cambio adoptados se consideran adecuados, dentro de la variedad de modalidades. Sin embargo, se insiste en que es necesario mejorar la posición fiscal de los PECO, sin que ello suponga una reducción de las inversiones públicas.

Riesgos financieros en un contexto de desaceleración

La OCDE, por su parte, dedica en su informe de mayo un capítulo a estudiar los riesgos financieros que pueden surgir en la actual coyuntura

económica internacional. Aunque la perspectiva general es tranquilizadora, existen algunos riesgos que conviene analizar.

En Estados Unidos, el principal desequilibrio financiero es el deterioro acumulado del ahorro en el sector privado, que se explica fundamentalmente por el comportamiento de las economías domésticas. Por primera vez en muchas décadas, en 2000 las familias fueron prestatarias netas. Para el sector empresarial, tradicionalmente prestatario, también ha aumentado el endeudamiento aunque de forma moderada. Una muestra de la sostenibilidad financiera del sector empresarial es que el pago de intereses en porcentaje del total de ventas, apenas ha aumentado en los últimos cinco años.

En el sector bancario, se mantiene también en una buena posición para poder afrontar una posible desaceleración. En EEUU, no sólo ha aumentado el coeficiente de solvencia (fondos propios / activos de riesgo ponderados) hasta el 12,2 por 100, sino que los créditos morosos han permanecido en niveles mínimos durante estos últimos cinco años. La desaceleración de los últimos trimestres ha ido acompañada de un ligero repunte en los créditos morosos y un deterioro moderado de las ratios de cobertura de reservas para fallidos.

En Europa, la situación financiera es sólida en general, aunque existe cierta preocupación acerca del endeudamiento de las empresas de telecomunicaciones. El sector bancario europeo, por su parte, también ha aprovechado la bonanza económica de estos últimos años para mejorar sus indicadores de solvencia.

Donde persisten los mayores riesgos es en Japón. A pesar de los sucesivos paquetes de reformas (Cuadro 4), la situación no acaba de mejorar. El sector empresarial japonés sigue estando excesivamente endeudado. El excesivo endeudamiento se ha afrontado con una política de bajos tipos de interés, garantías públicas y renovaciones de deudas. La situación no mejora y algunas empresas se han visto obligadas a declararse en quiebra. En el sector bancario, la morosidad sigue siendo muy elevada. Aunque se han provisionado numerosos créditos falli-

dos de años anteriores, siguen surgiendo nuevos créditos morosos. En años anteriores, el saneamiento financiero se conseguía gracias a los buenos rendimientos de las carteras de valores. Pero el descenso bursátil y la necesidad de valorar los activos a precios de mercado desde comienzos del año fiscal 2001, continúan erosionando los fondos propios del sistema bancario.

CUADRO 4
RECETAS DE POLÍTICA ECONÓMICA PARA JAPÓN

La OCDE aconseja las siguientes políticas para solucionar los problemas financieros de Japón.

- Mejorar las prácticas de clasificación de créditos.
- Mejora en las auditorías externas del sector bancario.
- Valoración de activos a precios de mercado (aplicado desde marzo 2001).
- Liquidación definitiva de créditos morosos mediante recurso a los activos de garantía. Las garantías dispuestas se han de ejecutar de forma progresiva para no provocar una caída brusca en su valor.
- Reajuste en el volumen de operaciones de los bancos que aplican reservas a la cobertura de morosos. Así se evita que la solvencia caiga por debajo del 8 por 100.
- Evitar que el necesario apoyo público a los bancos se convierta en excusa para la falta de saneamiento. La presencia de capital público debe ir acompañada de mayores niveles de exigencia para los bancos.

Igualmente propone las siguientes medidas.

- Reducción de barreras de entrada en el sector de telecomunicaciones.
- La política fiscal no puede ser contractiva a corto plazo, pero tampoco expansiva porque hay que afrontar el elevado endeudamiento acumulado. Hay cierto margen para la reducción del gasto público en obras públicas, que no ha surtido el efecto esperado.



EN PORTADA

Asimismo, algunas economías emergentes han mostrado síntomas de debilidad financiera. Es el caso de Corea del Sur, donde los bancos públicos siguen muy expuestos a la morosidad de los conglomerados empresariales (*chaebols*) o el caso de Turquía, con episodios de crisis en noviembre de 2000 y febrero de 2001. En la República Checa el sistema bancario se enfrenta a ratios de morosidad crecientes, mientras que en México, la situación financiera ha mejorado sensiblemente tras las reformas de 1998-1999, si bien persiste un alto porcentaje de créditos morosos.

Políticas para la Unión Europea

Antes de la reducción de tipos del Banco Central Europeo el 10 de mayo, la OCDE estimaba que existía margen para la reducción en 50 puntos

básicos. Este margen lo justificaba aludiendo a la menor presión inflacionista derivada de un menor crecimiento económico.

Sin embargo, en materia de política fiscal la OCDE destaca las divergencias en la profundidad del proceso de consolidación fiscal. En Reino Unido, Alemania e Italia el déficit público estructural supera el 1 por 100 del PIB. Sin embargo, estos tres países, señala la OCDE, han aplicado reducciones impositivas y/o han aumentado el gasto público. En algunas pequeñas economías europeas (Irlanda, Finlandia, Suecia o Países Bajos) muy avanzadas en el ciclo se han aprobado impulsos fiscales orientados hacia la expansión de la oferta. Aunque a largo plazo estas reformas hubieran sido deseables, la OCDE señala su carácter procíclico.

Respecto al mercado laboral, la OCDE defiende profundizar las reformas que han permitido una fuerte expansión del empleo y reducción de la tasa de desempleo en estos últimos años. En especial, considera que el sistema de Seguridad Social europeo desincentiva el trabajo de los trabajadores de mayor edad, que prefieren adelantar su retirada del mercado de trabajo. En un contexto de envejecimiento progresivo de la población, el coste de estos comportamientos aumentará.

Por último, la OCDE señala la necesidad de profundizar en la integración del mercado financiero europeo, que permanece altamente segmentado. En determinados productos a largo plazo, las prácticas comerciales de cada país y diferentes normas no armonizadas impiden una auténtica competencia.

Conclusiones

Aunque las condiciones económicas se han deteriorado significativamente durante los últimos meses, no se espera que la desaceleración se transforme en una recesión. Tanto la OCDE como el FMI apuestan por una recuperación para finales de año. La situación presenta, no obstante, algunos riesgos que no conviene olvidar: el exceso de endeudamiento en EEUU, la volatilidad en los mercados financieros, la debilidad estructural de Japón y los episodios esporádicos de inestabilidad financiera en países emergentes. Los tres principales mecanismos de ajuste que pueden contribuir a mejorar el panorama económico mundial son la rápida respuesta de las autoridades monetarias de EEUU, la previsible depreciación del dólar en el medio plazo y el saneamiento a largo plazo del sector financiero japonés.



EN PORTADA