

Perspectivas económicas regionales: EUROPA

Revaluar los riesgos

Abril de 2008

Resumen general

Perspectivas: Navegar en aguas turbulentas

La propagación de la crisis en los mercados financieros ha empañado considerablemente las perspectivas de la economía europea. Aunque Europa afrontó la turbulencia financiera desde una posición respaldada por parámetros fundamentales sólidos, las repercusiones de la moderada recesión prevista en Estados Unidos, la revaluación mundial de los riesgos y las tensiones en el sistema financiero están minando la fortaleza de su economía. La apreciación del euro y el fuerte aumento de la inflación, impulsada por los precios de los alimentos y de la energía, están agravando estas dificultades. Se prevé una importante disminución del crecimiento en Europa, de 1¼ puntos porcentuales en 2008, y las proyecciones apuntan a una reducción durante algún tiempo de las tasas de crecimiento en las economías avanzadas muy por debajo del potencial.

Los riesgos para las perspectivas del crecimiento son considerables. Del lado negativo, las repercusiones de la desaceleración del crecimiento mundial podrían ser aún más importantes de lo previsto; podría producirse una corrección brusca de los desequilibrios mundiales, acompañada por una nueva apreciación del euro, y la contracción del crédito podría convertirse en una compresión total del crédito. Los riesgos son mayores en los países que afrontan una corrección de los precios de la vivienda, aunque este factor es menos marcado en Europa por la limitada dependencia de los hogares de los préstamos respaldados por capital inmobiliario. Las economías emergentes con importantes déficits en cuenta corriente o altos coeficientes de endeudamiento externo podrían ser especialmente vulnerables a los cambios en la actitud de los inversionistas. Del lado positivo, la demanda interna podría ser más firme de lo proyectado, especialmente a corto plazo, ya que la actividad en los mercados de trabajo se mantiene vigorosa.

Los desafíos que afrontan las autoridades económicas en las economías avanzadas son restablecer la confianza en el sistema financiero y reducir el impacto de la crisis del sector financiero en la economía real, manteniendo al mismo tiempo la credibilidad de la inflación, ganada con grandes esfuerzos, y la sostenibilidad fiscal a largo plazo. Las prioridades inmediatas son reconstruir la confianza de las contrapartes y reforzar la solidez de las instituciones financieras. Es preciso seguir suministrando la liquidez necesaria. Los bancos centrales deberán buscar un equilibrio adecuado entre respaldar la economía real y prevenir los efectos indirectos del reciente aumento de la inflación. En la zona del euro, si bien la inflación actual se mantiene en un nivel inquietante por lo elevado, las perspectivas apuntan a una reducción por debajo del 2% en 2009, en el marco de un panorama cada vez más negativo para la actividad económica. Por lo tanto, el Banco Central Europeo (BCE)

puede permitirse la adopción de una política monetaria algo más expansiva. En los países con margen de maniobra fiscal, conviene dejar que los estabilizadores automáticos operen libremente para amortiguar la desaceleración. En caso de que se produzca una contracción del crecimiento más profunda, podrían aplicarse medidas de estímulo fiscal oportunas, temporales y bien focalizadas con el objeto de respaldar la economía en algunos países.

Las economías de mercados emergentes de Europa siguen experimentando un rápido crecimiento, pero su dinamismo debe afrontar la desaceleración en las economías avanzadas, la revaloración del riesgo y el aumento de los precios de los productos básicos. La turbulencia financiera está comenzando a afectar al costo y la disponibilidad de financiamiento: los diferenciales de los bonos soberanos y de deuda privada han aumentado, los flujos financieros transfronterizos a corto plazo se han moderado y el crecimiento del crédito ha comenzado a desacelerarse en algunos países. Para la mayoría de los países, se prevé que la desaceleración del crecimiento será moderada, y éste se ajustará hacia las tasas potenciales y se limitarán los riesgos de recalentamiento. No obstante, los crecientes riesgos de que se produzca un aterrizaje brusco en los países con grandes desequilibrios externos exigen concentrarse de forma permanente en la reducción de las vulnerabilidades y la gestión de las presiones de la demanda.

Turbulencia financiera: Capacidad de resistencia y perspectivas menos favorables del crecimiento

La turbulencia financiera se ha extendido rápidamente por los sistemas financieros europeos (véase el capítulo 2). La valoración directa y las pérdidas de ingresos en valores relacionados con las hipotecas de alto riesgo redujeron el capital y la rentabilidad de las instituciones financieras europeas. Al generalizarse la incertidumbre con respecto a las exposiciones y los riesgos de contraparte, se han revaluado los riesgos de crédito, pero de forma asimétrica a través de las distintas categorías de activos. La erosión del apetito por el riesgo ha generado presiones sin precedentes en los mercados monetarios interbancarios y de efectos comerciales.

Los sistemas financieros europeos han resistido relativamente bien la turbulencia, a pesar de su profundidad y amplitud. La solidez de los principales protagonistas sistémicos se ha mantenido, dado que los accionistas y los inversionistas externos han inyectado nuevo capital donde era necesario. En parte como consecuencia de esta situación y en parte debido a que los instrumentos de deuda “corrientes y molientes” se han visto menos afectados, el crédito bancario en las economías avanzadas europeas se ha mantenido estable, y los efectos directos sobre las economías de mercados emergentes de Europa han sido limitados.

No obstante, la presión sobre los sistemas financieros europeos no ha concluido. Una gama de estimaciones apunta a que el reconocimiento de las pérdidas en muchas instituciones financieras aún debe ajustarse a la realidad. Por otra parte, hasta que se estabilicen las condiciones del mercado de la vivienda en Estados Unidos, es probable que los valores de los productos relacionados con las hipotecas de alto riesgo sigan disminuyendo. La persistente turbulencia financiera se está extendiendo a otras categorías de deuda y de seguro por incumplimiento de pagos de la deuda, y a través de su impacto en los

bancos matriz en las economías avanzadas, podría tener repercusiones en las economías emergentes de Europa. Además, la liquidez sigue siendo muy limitada a pesar de la respuesta contundente de los principales bancos centrales.

Otra preocupación general son las consecuencias de la crisis que afecta a la economía real. La labor analítica parece indicar que los efectos en el crecimiento —derivados del aumento del costo del financiamiento y la contracción de la oferta de crédito, así como de los efectos encadenados a través de las correcciones de los precios de las acciones y de la vivienda— podrían ser considerables. Una contracción del crédito más profunda sigue siendo una posibilidad clara, y ampliaría la desaceleración.

Economías emergentes de Europa: Avanzar en la convergencia y corregir las vulnerabilidades

El análisis de las perspectivas y vulnerabilidades de las economías emergentes de Europa (véase el capítulo 3) parece indicar que la tendencia hacia la convergencia de la región se basa en parámetros fundamentales sólidos y, por lo tanto, seguirá avanzando, aunque a un ritmo más lento. Las reformas estructurales han progresado en la mayoría de los países y han contribuido a que el crecimiento se haya visto impulsado principalmente por el aumento de la productividad. No obstante, las tasas de crecimiento en los últimos años se han mantenido por encima de las estimaciones del potencial en la mayoría de los países y ya se ha puesto en marcha un ajuste.

El rápido crecimiento se ha atribuido al aumento de los desequilibrios externos en varias economías, incluidos los amplios déficits en cuenta corriente y los altos niveles de deuda externa, lo que acentúa los riesgos de que se produzca un aterrizaje brusco. Aunque los parámetros fundamentales de la economía justifican los relativamente grandes déficits en cuenta corriente en la región, los déficits en algunos países podrían ser excesivos, lo que parece indicar la necesidad de llevar a cabo un ajuste a mediano plazo. Los altos niveles de deuda externa y las exposiciones de los balances en algunos países son otra fuente de vulnerabilidad.

Las políticas macroeconómicas y las reformas estructurales deberán ser más eficaces para corregir los desequilibrios de las economías de mercados emergentes de Europa. Las condiciones monetarias tienden a ser poco estrictas en la mayor parte de los países de la región y deberían endurecerse donde sea posible. La consolidación fiscal no siempre ha aprovechado plenamente el ciclo económico vigoroso y debe desempeñar un papel más prominente en la gestión de la demanda interna, en particular en los países donde la política monetaria se centra en la estabilidad del tipo de cambio. Nuestro análisis también muestra un vínculo sólido entre las reformas estructurales y el crecimiento potencial, que parece indicar la necesidad de avanzar aún más en estas reformas para garantizar una convergencia sin contratiempos en las economías emergentes de Europa. Además, las reformas estructurales facilitarán la orientación de los recursos hacia el sector de bienes transables, lo que ayudará a reducir los desequilibrios externos.