

Perspectivas económicas regionales: EUROPA

Hacer frente a la crisis

Mayo de 2009

Resumen ejecutivo

Tras el colapso de la confianza y la demanda a nivel mundial, Europa ha entrado en una profunda recesión. La intensificación de la desaceleración a través de la espiral de efectos adversos entre el sistema financiero y la economía real es un riesgo clave. La inflación se ha reducido fuertemente ante la rápida caída del consumo, la inversión y las exportaciones en todos los sectores de la economía. La desaceleración afecta a todas las economías avanzadas y emergentes de Europa, debido a las similitudes que presentan en su exposición a los shocks reales y financieros a escala mundial y a la sólida integración financiera y comercial a nivel regional. Sin embargo, los factores específicos de los países también son importantes, y algunos países afrontan mayores dificultades de financiamiento para implementar los programas de ajuste respaldados por el FMI y otras fuentes, como la Unión Europea (UE).

Aun suponiendo que se adopten medidas de política económica más enérgicas, la desaceleración probablemente se prolongará hasta principios de 2010, y se prevé que la recuperación será gradual. El restablecimiento de la confianza, el ajuste a un nivel inferior de riqueza y la reducción del desapalancamiento en el sector financiero tomarán tiempo. Además, dada la desaceleración sincronizada a nivel mundial, el margen de maniobra de Europa para beneficiarse de una recuperación impulsada por las exportaciones es limitado. Tras la enorme revalorización mundial del riesgo y la disminución del apetito de riesgo de los inversionistas, el costo del capital se mantendrá alto durante algún tiempo, y varias economías emergentes se ven confrontadas con una brusca disminución de la afluencia de capitales. Ante la caída de los precios de las materias primas y la ampliación de la brecha del producto, las presiones deflacionarias han aumentado, pero las expectativas de inflación se mantienen ancladas en un nivel positivo hasta el momento. Los niveles de precios se reducirán particularmente en las economías que lleven a cabo el ajuste en el marco de regímenes de tipo de cambio fijo, mientras que en otros países las depreciaciones de los tipos de cambio nominales podrían atenuar las presiones a la baja sobre la inflación.

Aprovechando los avances en curso, deberán adoptarse nuevas medidas de política económica, especialmente en el sector financiero, con miras a restablecer la confianza de los mercados en todos los países. Además de mantener el suministro de liquidez, deberán reconocerse las pérdidas de manera creíble, teniendo en cuenta todas las que podrían derivarse de la desaceleración económica. Deberán recapitalizarse todas las instituciones viables, con apoyo público según sea necesario, y se deberá liquidar el resto. Es igualmente importante aislar los activos desvalorizados a fin de reducir la incertidumbre.

Dado que la desaceleración probablemente será prolongada, deberán aplicarse políticas macroeconómicas que sigan respaldando la demanda, con la mira puesta al mismo tiempo en la evolución a mediano y largo plazo. Deberá aprovecharse rápidamente el margen

disponible para reducir las tasas de interés, y deberá considerarse la posibilidad de aplicar una política monetaria más expansiva poco convencional, con las salvaguardias adecuadas para limitar las distorsiones en el mercado, garantizar la reversibilidad y preservar la integridad de los bancos centrales. Conviene mantener las políticas fiscales orientadas a amortiguar el impacto de la desaceleración hasta 2010, haciendo hincapié en la eficacia y la sostenibilidad. La aplicación de reformas estructurales que promuevan el crecimiento para hacer frente al aumento de los costos públicos relacionados con el envejecimiento de la población que se anticipa será particularmente importante.

Para Europa, la aplicación de medidas integrales y coherentes en todas las economías avanzadas y emergentes para salir de la actual crisis económica y financiera brinda la oportunidad de afianzar sus instituciones de política económica y avanzar de manera sustancial hacia sus objetivos de integración y convergencia. Los beneficios de la coordinación son particularmente importantes en el ámbito financiero y para mitigar los riesgos a la baja a nivel regional. Un acuerdo sobre las metodologías básicas para determinar las necesidades de capital y la estrategia para resolver el problema de los activos desvalorizados evitará las distorsiones y el arbitraje de política, y reducirá los costos colectivos. Análogamente, la plena coordinación entre el país de origen y el anfitrión con respecto al reconocimiento de las pérdidas y la recapitalización de los bancos transfronterizos es un elemento importante de esta estrategia. Las posibles dificultades para atender el servicio de la deuda y las fluctuaciones desestabilizadoras de los tipos de cambio deberían evitarse mediante la participación de las instituciones de la UE, y del FMI cuando sea necesario, estableciendo líneas de *swap* de monedas para los mercados emergentes y definiendo claramente los planes de acción para la adopción del euro.

Más allá de la actual crisis, será fundamental mejorar el marco de estabilidad financiera de la UE. La implementación de las recomendaciones del informe de De Larosière debería contar con el firme respaldo de los países. No obstante, las reformas deberán ir más allá eventualmente para asegurar la integración intersectorial de los regímenes de supervisión y establecer un marco eficaz para la gestión y resolución de las crisis a nivel mundial.

Ahora que la política fiscal vuelve a figurar claramente en la agenda, es importante abordar algunas cuestiones relacionadas con su eficacia y la coordinación (capítulo 2). Concretamente, en una región muy integrada con una moneda común como la zona del euro, los beneficios de la expansión fiscal en un país se desbordan hacia otros países, mientras que los costos —principalmente los niveles de deuda cada vez más altos y posiblemente los mayores gastos de financiamiento— se acumulan a nivel local. Esto genera un margen de maniobra significativo para una expansión fiscal coordinada, ya que un estímulo aplicado simultáneamente por todos los países de la zona tendrá efectos mucho mayores en el crecimiento que un estímulo en solo un país. Con respecto al contenido de los planes fiscales, en las circunstancias actuales, el gasto en infraestructura y las transferencias focalizadas probablemente tendrán el mayor efecto multiplicador. Las reducciones generales de impuestos o los subsidios, ya sea para los consumidores o las empresas, probablemente serán menos eficaces.

Una política fiscal eficaz deberá tener en cuenta la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si bien la evolución mundial ha influido en el reciente aumento de los diferenciales de las tasas de interés de los bonos soberanos de la zona del euro, los factores específicos de los países —particularmente el rápido aumento proyectado de los niveles de deuda, así como los problemas relacionados con la solvencia de los sistemas bancarios nacionales y sus consecuencias presupuestarias— son cada vez más importantes. Una de las implicaciones es que el impacto de las medidas de expansión fiscal será mayor en los países con bajos niveles de deuda pública y sectores bancarios relativamente sólidos; esto se suma a la recomendación de adaptar las medidas fiscales al margen fiscal disponible. Otra implicación es que para mantener el espacio fiscal los países deben centrarse en medidas fiscales reversibles, definir una estrategia creíble a mediano plazo, reforzar sus marcos fiscales a nivel nacional y aprovechar plenamente el marco a mediano plazo vinculado al Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), cuando sea pertinente.

Algunas de estas cuestiones también afectan a las economías de mercados emergentes, aunque con variaciones considerables entre los países de la región (capítulo 3). En las economías emergentes de Europa, asimismo, la crisis subraya la importancia de aplicar sólidas políticas económicas a nivel nacional. Gran parte de las diferencias en la manera en que la crisis afectó a cada país pueden explicarse por las diferencias en el desempeño macroeconómico y las vulnerabilidades externas, como los déficits en cuenta corriente. Asimismo, la aparente capacidad de los nuevos países miembros de la UE de atraer financiamiento a un menor costo porque son miembros de la UE, el denominado “efecto del halo” que rodea a los países que pertenecen a la UE, ha desaparecido. También se ha disipado la idea de que el financiamiento basado en los bancos de las necesidades de capital externo garantizará una afluencia estable de capitales durante una crisis. Ahora que las propias casas matrices de los bancos de Europa occidental necesitan apoyo del gobierno, los mercados están adoptando una actitud menos optimista con respecto a la participación extranjera a gran escala en el sector financiero. La recapitalización de los bancos se está convirtiendo, cada vez más, en un asunto regional, lo que subraya claramente las ventajas de establecer una estrategia europea coordinada.

El sector bancario también podría ser la solución para una rápida recuperación en las economías emergentes de Europa. La aplicación de medidas para respaldar el crédito, por ejemplo a través de las recapitalizaciones bancarias, podría frenar el impacto de las condiciones de crédito más restrictivas, respaldar el consumo y evitar que las recesiones se prolonguen demasiado en algunos países. Se hace hincapié en este mecanismo en algunos programas respaldados por el FMI, que han proporcionado fondos destinados especialmente a atender las necesidades de recapitalización de los bancos. Para reducir la volatilidad procíclica de las utilidades bancarias y el crédito en el futuro, deberán reforzarse las normas prudenciales en materia de provisiones cuando la crisis se haya disipado. Además, el fortalecimiento de la coordinación transfronteriza entre los bancos centrales, los supervisores y los gobiernos de los países de origen y los anfitriones también deberían incluirse en la agenda de política económica.