

# **Perspectivas económicas regionales: EUROPA**

## **En pro de la sostenibilidad**

### **Mayo de 2010**

#### **Resumen ejecutivo**

En toda Europa se está produciendo una recuperación moderada y desigual, favorecida por el repunte del comercio mundial y las políticas de estímulo. En Europa, la recuperación de la economía sigue siendo lenta en comparación con otras regiones del mundo; estas diferencias son, en gran medida, consecuencia de la crisis económica y financiera que afectó a Europa más intensamente que a otras regiones. Las diferencias en el ritmo de recuperación entre las economías europeas, que se manifiestan en las dificultades que aún enfrentan muchos países del sur, guardan una estrecha relación con el grado de recalentamiento y expansión del crédito al estallar la crisis. El hecho de que el ritmo de recuperación sea aún más desigual entre las economías emergentes de Europa se debe a factores de vulnerabilidad específicos de cada país, junto con las dificultades para obtener financiamiento externo y el diferente grado de dependencia de la demanda externa. Las presiones inflacionistas son moderadas en las economías avanzadas, si bien en las economías emergentes de Europa, debido a que presentan mayores diferencias en sus regímenes cambiarios y en sus estructuras económicas, el panorama es de nuevo más heterogéneo.

Las medidas de política sin precedentes, y con frecuencia sincronizadas, que se han adoptado han ayudado a evitar un colapso financiero y económico, y continúan apoyando la recuperación. La política fiscal apuntaló la demanda agregada y el consumo privado, mediante medidas discrecionales de estímulo y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, evitando que el shock se dejara sentir con toda su fuerza. Una serie de medidas monetarias y financieras impidieron que se produjera una cascada de quiebras bancarias y pusieron freno al riesgo financiero sistémico. En las economías emergentes más vulnerables y afectadas de Europa, la asistencia coordinada del FMI, la Unión Europea (UE) y otras instituciones multilaterales amortiguó el inevitable ajuste a las restricciones considerablemente más rígidas en materia de financiamiento externo. La provisión de un gran volumen de financiación oficial, que se concentró al principio del proceso, permitió correcciones más graduales en la balanza en cuenta corriente y ajustes de las políticas más suaves de lo que habría sido posible en otras circunstancias.

Se prevé un repunte del crecimiento en 2010-11, pero los factores determinantes tradicionales de la recuperación probablemente actuarán con menos fuerza de lo habitual. En el corto plazo, el crecimiento continuará viéndose favorecido por las exportaciones, las políticas fiscales de apoyo (incluidas algunas medidas de estímulo rezagadas, como la inversión en infraestructura) y un aumento de las existencias. No obstante, dado que se prevé un incremento del desempleo y que las continuas dificultades en el sector bancario

probablemente seguirán restringiendo la oferta de crédito, se mantendrá la atonía del consumo y la inversión.

Los riesgos para las perspectivas globales parecen estar, en general, equilibrados. Entre los riesgos a la baja, la inquietud de los mercados respecto a la liquidez soberana y la solvencia de Grecia, de no corregirse, podría desembocar en una crisis de deuda soberana de mayores dimensiones, susceptible de producir algunos efectos de contagio. Otro riesgo a la baja es que se produzca un shock en los precios de las materias primas que pueda llevar a los bancos centrales a elevar los tipos de interés antes de lo previsto. En cuanto a los riesgos al alza, las tasas de crecimiento podrían ser notablemente más elevadas si el dinamismo que viene mostrando la actividad en Estados Unidos y en las economías emergentes de Asia y América Latina estimula el comercio. En las economías emergentes de Europa, un aumento de la aversión al riesgo de los inversores podría desalentar la adopción de políticas monetarias menos restrictivas, mientras que un mayor desapalancamiento y la persistencia de las condiciones restrictivas en la concesión de crédito podrían seguir frenando la demanda interna.

Aunque aún es necesario aplicar políticas macroeconómicas de apoyo para garantizar una recuperación autosostenida, los costos y los límites de muchas intervenciones para hacer frente son objeto de creciente preocupación. Esas inquietudes se hacen más patentes en el ámbito de la política fiscal, pero también se dejan sentir con respecto a las políticas monetaria y financiera. Dado el riesgo de una recaída en la recesión y la magnitud de la contracción fiscal necesaria, no es factible ni deseable tratar de estabilizar la deuda pública en el corto plazo. No obstante, los indicadores de sostenibilidad están emitiendo señales de alarma respecto a la deuda pública en la mayoría de los países y, a medio plazo, es preciso realizar esfuerzos considerables en materia de consolidación fiscal. Aunque la magnitud de los ajustes requeridos no ha conocido algún precedente, con frecuencia sobrepasan los planes de ajuste fiscal actuales. En el caso de los países cuya credibilidad fiscal ya es baja, la necesidad de un ajuste más inmediato es apremiante. En los ámbitos monetario y financiero, el inicio de la salida de las estrategias de apoyo frente a la crisis refleja la existencia de cláusulas de expiración automática establecidas con antelación y la normalización de la situación en los mercados, lo que reduce el atractivo de muchos servicios de asistencia financiera de emergencia. No obstante, la permanencia en el sector financiero de medidas de carácter general para hacer frente a la crisis todavía permite a algunos bancos retrasar la reestructuración y, en consecuencia, prolonga la fragilidad subyacente. Las garantías generales y el respaldo a la liquidez deben sustituirse gradualmente por intervenciones específicas en instituciones concretas.

La existencia de efectos de contagio entre los diferentes ámbitos de las políticas y los distintos países requiere que la salida de esas estrategias de crisis sea coordinada y de forma secuencial, especialmente en la UE y en la zona del euro. En su ausencia, la retirada de las garantías de depósito reforzadas desencadenará flujos de capitales oportunistas en los

mercados de la UE, que se hallan estrechamente integrados. En cuanto a los diferentes ámbitos de las políticas, es de esperar que la eliminación de los problemas que aún persisten en el sector bancario ayudará a normalizar las condiciones de concesión de créditos, reforzará la eficacia de la política monetaria y facilitará la salida fiscal. La coordinación es especialmente necesaria en la zona del euro, en la que se solapan los efectos de contagio transfronterizos y los que afectan a las distintas políticas. En este caso, los mecanismos existentes, como el Procedimiento de déficit excesivo y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pueden ser útiles, por ejemplo, en la medida en que actúan como ancla común para los planes de ajuste y salida a mediano plazo, de conformidad con los principios aprobados por el G-20. No obstante, la crisis griega es un recordatorio muy claro de las deficiencias que, desde hace mucho tiempo, padece la arquitectura fiscal de la zona. Para remediar esas deficiencias será necesario fortalecer la disciplina fiscal en los tiempos de bonanza y adoptar procedimientos de gestión.

En cuanto a las economías emergentes de Europa, el principal desafío en materia de políticas será atraer y mantener flujos de capital sostenibles para restablecer el crecimiento económico (capítulo 2). Tras un período prolongado en el que se registraron entradas de capital relativamente grandes que parecían no tener fin, se produjo un descenso de la afluencia de capitales a la región, a medida que se afianzó la crisis. El impacto diferenciado de la crisis en los distintos países refleja variaciones en los factores que atrajeron un exceso de capital extranjero antes de producirse aquella. En general, los países más afectados habían registrado, antes de la crisis, una afluencia de capitales muy superior a lo que podría explicarse por factores estructurales, como el grado de convergencia de la renta per capita o el tamaño y la estructura de sus economías. Con frecuencia, estas economías presentaban características que tendían a crear la ilusión de espacio fiscal: tipos de cambio fuertemente regulados, mercados de crédito en auge y un crecimiento sobrecalentado. Las autoridades, cada vez más preocupadas por las vulnerabilidades asociadas con el aumento de los flujos, recurrieron a menudo a políticas prudenciales que fueron, en cierta medida, eficaces para moderar la magnitud y la composición de esos flujos.

Estas tendencias previas a la crisis permiten extraer varias enseñanzas importantes en materia de políticas. En los países que ya registran un restablecimiento de las entradas de capital, el recurso a políticas macroeconómicas será esencial para frenar un incremento excesivo. En los países con tipos de cambio fijos, la mejor respuesta posible ante una afluencia de capital más intensa que la debida a factores estructurales es aplicar políticas fiscales más restrictivas. En los países que no tienen un tipo de cambio fijo, la medida más efectiva sería permitir que la moneda se apreciase. Un tipo de cambio de libre flotación también es útil para evitar una afluencia excesiva de capital y la acumulación de fragilidades financieras.

Estas políticas macroeconómicas deberían ir acompañadas de mejoras en la estabilidad del sistema financiero de la región, que se encuentra cada vez más integrado.

Instrumentos prudenciales, como los requisitos de capital sobre el endeudamiento externo contribuyen a reducir las entradas de capital excesivas y el consiguiente riesgo en los bancos. Asignar ponderaciones de riesgo más altas a los préstamos a determinados sectores contribuirá a crear mecanismos de protección en el sistema bancario y a evitar el recalentamiento de ciertos sectores. Para mantener la capacidad de resistencia del sistema financiero, estos mecanismos deben complementarse con políticas macroeconómicas de apoyo y una eficaz supervisión financiera internacional.

En los casos en que las entradas de capital conducentes a la convergencia de los ingresos todavía no se han reanudado, las autoridades tendrán que reorientar las fuentes de crecimiento económico hacia el sector de bienes comercializables. Aunque esta transformación se produciría en el sector privado, habrá que aplicar políticas encaminadas a restablecer el equilibrio entre los sectores de bienes no comercializables y comercializables, mejorar la movilidad intersectorial del factor trabajo, reducir los desajustes entre las cualificaciones de los trabajadores y las que demanda el mercado y eliminar los estrangulamientos en materia de infraestructuras propios de cada país.