

## Nota de prensa del capítulo 2: *La crisis y el producto potencial*

### Perspectivas económicas regionales: Europa, otoño de 2009

Preparada por Thomas Harjes y Srobona Mitra

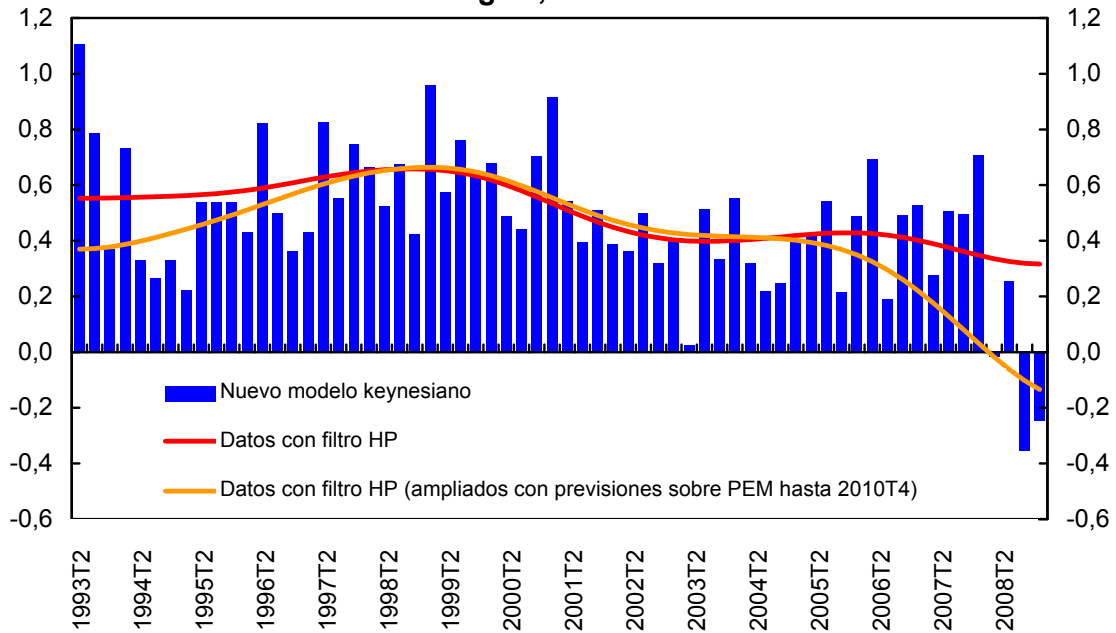
#### Temas centrales

- **Es probable que las dificultades del sector financiero, la escasa inversión y el prolongado período de desempleo contengan el crecimiento potencial en los próximos años, pero la magnitud de su impacto es incierta.**
- **El crecimiento potencial debería recuperar su tendencia histórica en las economías más avanzadas a largo plazo, excepto en aquellos países en los que la actividad del sector financiero fuera exuberante anteriormente.**
- **Un nuevo avance en la integración de los mercados financieros europeos y en las reformas estructurales reforzaría las perspectivas de crecimiento.**
- **En las economías emergentes de Europa, para reactivar la convergencia será necesario recuperar entradas de capital sostenibles garantizando un entorno propicio para las empresas, reforzando los marcos de política para reducir la incertidumbre y aplicando políticas macroeconómicas sólidas.**

**La crisis tendrá un efecto negativo sobre el crecimiento económico en Europa más allá del corto plazo y contendrá el crecimiento potencial en los próximos años.** Las recesiones asociadas a una crisis financiera, como esta última, suelen acarrear pérdidas de producto importantes y duraderas, especialmente si van acompañadas de compresiones del crédito y de estallidos de las burbujas inmobiliarias. En dichos casos, la escasa inversión y los prolongados períodos de desempleo a menudo continúan conteniendo el producto potencial durante varios años, lo cual origina una débil recuperación, con tasas de crecimiento cercanas o incluso inferiores a su tendencia a largo plazo.

**Sigue existiendo una incertidumbre considerable en torno a la magnitud de la caída del crecimiento potencial.** El producto potencial no puede observarse directamente y su estimación resulta muy difícil, especialmente en momentos de crisis aguda, en los que el producto efectivo fluctúa de forma acusada. Los métodos de estimación que incorporan la débil recuperación prevista en la mayoría de las economías europeas, así como otros modelos que se basan en la relación entre la inflación y la brecha del producto, sugieren una caída relativamente fuerte del crecimiento potencial del producto. Sin embargo, otros métodos apuntan a un descenso más moderado de dicho crecimiento (véase el gráfico).

**Crecimiento potencial de la zona del euro estimado con distintas metodologías, 1993:T2–2009:T1**



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y estimaciones del personal técnico del FMI.

**A largo plazo, el crecimiento potencial debería volver a su crecimiento tendencial histórico en la mayoría de las economías avanzadas de Europa, excepto en aquellos países en los que los beneficios insostenibles del sector financiero podrían haber exagerado el crecimiento.** En la zona del euro, debería poder alcanzarse un crecimiento potencial de alrededor del 2% a largo plazo. Pero si avanza la integración de los mercados financieros europeos y se aplican las reformas estructurales, incluidas las previstas en la Agenda de Lisboa, el potencial de crecimiento a largo plazo podría ser mayor. En aquellas economías en las que los extraordinarios beneficios del sector financiero podrían haber exagerado el crecimiento en los últimos años, como por ejemplo en el Reino Unido, el crecimiento a largo plazo puede recuperarse únicamente hasta niveles algo inferiores a las tasas de crecimiento medias registradas en los últimos años.

**El crecimiento a mediano plazo y la convergencia en las economías emergentes de Europa podrían verse afectados por una reducción de las entradas de capital.** En las dos últimas décadas, el crecimiento de las economías emergentes de Europa superó ampliamente el crecimiento de la zona del euro, en promedio, como consecuencia de un proceso de convergencia. La IED y las entradas de capital relacionadas con el sector bancario fueron fundamentales para este proceso. Los principales beneficiarios de estas entradas de capital fueron los países más pobres. Dada la mayor cautela de los inversionistas, el aumento de los costos de financiamiento y el incremento de la deuda pública tras la crisis, el proceso de convergencia podría ralentizarse, con una reducción de los flujos de capital hacia el sector privado.

**Las políticas que respaldan la reactivación de flujos de capital sano son esenciales para reimpulsar la convergencia en las economías emergentes de Europa.** En este sentido, los gobiernos tendrán que garantizar un entorno propicio para las empresas, reforzar el sector financiero y los marcos de política fiscal para reducir la incertidumbre, aumentar su apoyo a la integración de los mercados financieros y facilitar la estabilidad macroeconómica.

**Nota de prensa del capítulo 3: *Repercusiones de la caída del producto potencial en las políticas macroeconómicas***

**Perspectivas económicas regionales: Europa, otoño de 2009**

**Preparada por Helge Berger y Emil Stavrev**

**Temas centrales**

- **La incertidumbre en torno a la magnitud de la caída del producto potencial puede inducir a errores de política.**
- **Para mantener ancladas las expectativas de inflación, las autoridades monetarias tendrán que comunicar con claridad su visión sobre el producto potencial en la cual se basan las decisiones sobre las tasas de política monetaria, subrayando su compromiso de ajuste a medida que se disponga de información nueva.**
- **Dados los importantes costos fiscales de la crisis, la política fiscal debería ser extraordinariamente cautelosa e iniciar el saneamiento en cuanto la recuperación adquiera impulso.**

**El descenso del producto potencial y la incertidumbre en cuanto al mismo complican las decisiones en materia de política fiscal y monetaria en un entorno de por sí difícil.** Por ejemplo, si la política fiscal no tuviera en cuenta o subvalorara la disminución del producto potencial, podría poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, sobrevalorar su caída podría significar refrenar el respaldo fiscal necesario de la economía. Del mismo modo, si la política monetaria sobrevalorara el descenso del producto potencial, correría el riesgo de ser excesivamente restrictiva, mientras que subvalorarlo podría dar lugar a una orientación de la política monetaria demasiado expansiva y generar presiones inflacionarias. Además, estas incertidumbres pueden producir distintas percepciones sobre la evolución del producto potencial entre los responsables de formular las políticas y el público, complicando aún más las decisiones.

**Política monetaria**

**No resulta sencillo medir la brecha del producto en tiempo real.** Un ejemplo claro es la comparación de las estimaciones en tiempo real de la brecha del producto de la zona del euro con la brecha efectiva calculada con la ventaja de la experiencia retrospectiva de un período más largo (véase el primer gráfico). Los errores de medición son grandes y tienden a permanecer. Además, dado que a veces la brecha del producto en tiempo real tiene signo

contrario al de la brecha efectiva (indicando que el producto efectivo es inferior al potencial, cuando no lo es), podría engañar a las autoridades económicas con respecto a la dirección de las presiones inflacionarias.

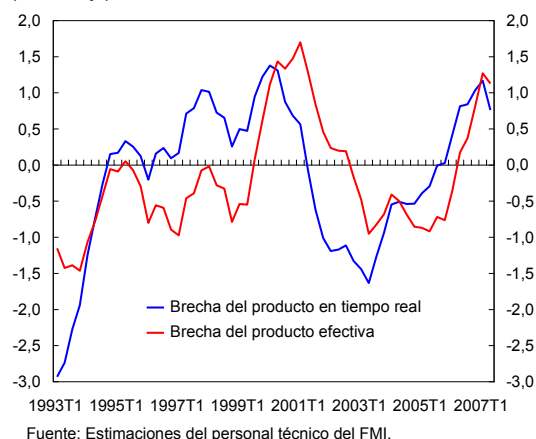
**Esto deja la puerta abierta a los errores de política.** Las simulaciones mediante modelos para la zona del euro sugieren que la economía saldrá perjudicada (es decir, la volatilidad del producto y de la inflación aumenta) si no se tiene en cuenta la brecha del producto, incluso aunque se produzca un error de medición. Sin embargo, reaccionar a la brecha del producto partiendo de hipótesis equivocadas sobre el producto potencial también puede salir caro. Por ejemplo, si las autoridades monetarias fueran excesivamente pesimistas sobre el producto potencial e subvaloraran la brecha del producto en  $\frac{1}{2}$  punto porcentual, fijarían las tasas de interés en niveles demasiado elevados en comparación con el nivel que establecerían si supieran la evolución del producto potencial con certeza, generando una caída involuntaria en la inflación de alrededor de 0,7 puntos porcentuales.

**Dado que es difícil evitar en su totalidad los errores de política, la cuestión es cómo minimizar sus costos.** Los bancos centrales deben comunicar con contundencia su compromiso con el mantenimiento de la estabilidad de precios. En las circunstancias actuales, reforzar este compromiso, centrando especialmente la atención en las repercusiones de la incertidumbre en torno a la brecha del producto sobre la inflación, ayudaría a anclar las expectativas de inflación con mayor firmeza así como a acercar las percepciones del banco central y las del público sobre el producto potencial. En la práctica, este planteamiento exigiría un esfuerzo de comunicación específico que supondría, en concreto, que el banco central transmitiera con transparencia su visión de la evolución del producto potencial sobre la cual está basando las decisiones actuales de política monetaria y anunciara claramente su voluntad de ajustar esa visión a la luz de nueva información y de actuar en consecuencia para garantizar la estabilidad de precios. Parece que hacer un esfuerzo en este sentido contribuiría especialmente a alejarse de la actual orientación de la política monetaria de tasas de interés muy bajas para evitar crear expectativas deflacionarias involuntariamente.

## Política fiscal

**Las autoridades fiscales en Europa también tienen motivos para preocuparse sobre el impacto de un descenso del crecimiento potencial.** Una perturbación negativa en el crecimiento potencial, aunque solo sea de carácter temporal, generará déficits presupuestarios porque caerán los ingresos estructurales, aumentando la deuda pública. Además, la crisis

**Zona del euro: Brechas del producto "en tiempo real" y "efectivas", 1993:T1–2007:T2**  
(Porcentaje)



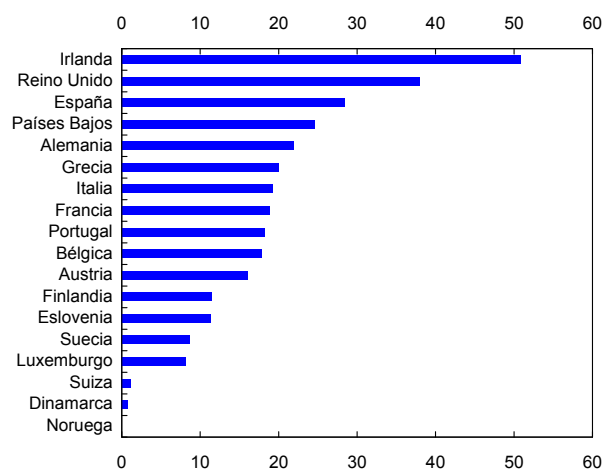
también ha obligado a las autoridades a utilizar recursos fiscales para intervenir en el sistema financiero, tanto directamente como indirectamente mediante avales, incrementando el nivel de deuda. En general, está previsto que la deuda pública acumulada aumente en un 16% del PIB, aproximadamente, en las economías avanzadas y en un 11% del PIB en las economías emergentes de Europa en el período 2008–2010 (véase el segundo gráfico).

**En este entorno, hay que realizar un ajuste presupuestario significativo.**

Incluso basándose en las hipótesis más benévolas sobre el crecimiento de la crisis y los efectos de la deuda, el superávit presupuestario primario medio anual necesario para que un país miembro de la zona del euro reduzca su deuda y la sitúe en el objetivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento antes del año 2020 aumentaría en torno a 0,6 puntos porcentuales del PIB. A partir de hipótesis menos benévolas, el ajuste necesario sería del doble o del triple de esta cifra.

**La mejora necesaria del saldo primario se produciría en cuanto se haya afianzado la recuperación, apoyada en mejoras de los marcos presupuestarios y reformas para aumentar el producto potencial.** Las inminentes presiones fiscales relativas al envejecimiento de la población en Europa incrementan el perjuicio causado por las crisis en las finanzas públicas, aumentando incluso la urgencia del ajuste presupuestario. Por tanto, las autoridades deben ser extraordinariamente cautelosas y comenzar el saneamiento necesario en cuanto el ciclo lo permita. Mejorar los marcos presupuestarios introduciendo nuevas reglas fiscales nacionales o reforzando las existentes e intensificar las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento también ayudará a mitigar las repercusiones de la crisis y a salvaguardar la sostenibilidad fiscal. Por último, existe una necesidad acuciante de impulsar el crecimiento potencial mediante reformas estructurales, que respalden el presupuesto, incluso con un aumento mayor de los ingresos.

**Proyección de las variaciones de la deuda pública**  
(Porcentaje del PIB; variación entre fin de 2007 y fin de 2010)



Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y cálculos del personal técnico del FMI.

**Nota de prensa del capítulo 4: Políticas en las economías emergentes para hacer frente al aumento del riesgo durante la recuperación**

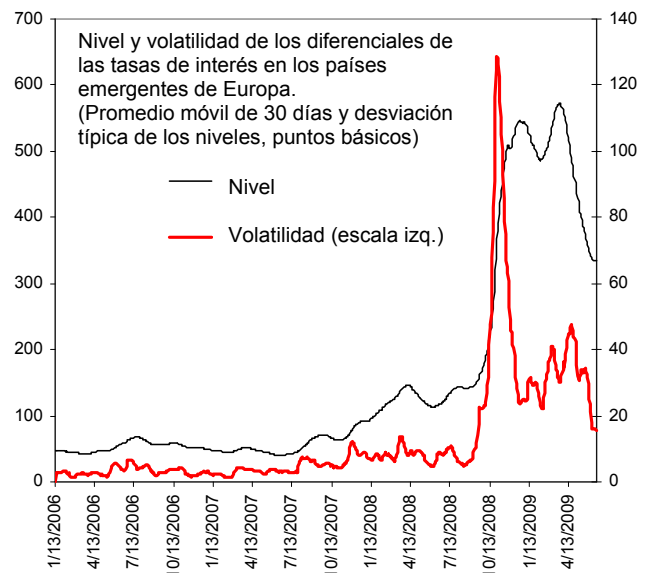
**Perspectivas económicas regionales: Europa, otoño de 2009**

Preparada por Srobona Mitra

**Temas centrales**

- **Es probable que las economías emergentes de Europa se enfrenten a un aumento de las primas de riesgo y a un entorno más volátil tras la crisis financiera, ya que los inversionistas prestan mayor atención a las políticas internas de cada país.**
- **El aumento de los diferenciales y su mayor volatilidad afectan al crecimiento a largo plazo e incrementan la variabilidad de la inflación y del producto a lo largo del ciclo.**
- **Adoptar políticas que reduzcan la incertidumbre en torno a la situación del sistema financiero así como la discreción fiscal contribuiría a solventar estas cuestiones y generaría un “doble dividendo” al mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo.**

**Aun cuando la propensión al riesgo de los inversionistas ya no se encuentra en los niveles mínimos registrados como consecuencia de la crisis, los mercados emergentes continúan enfrentándose a un entorno exterior significativamente más volátil.** Los diferenciales de las tasas de interés de los bonos soberanos han aumentado, y las tasas de interés y los tipos de cambio han incrementado su volatilidad (véase el primer gráfico). Esta variación es consecuencia de una modificación en la actitud de los inversionistas. Con las lecciones de la crisis, los inversionistas son más conscientes de los riesgos extremos y aplican primas de riesgo más elevadas. Por tanto, incluso con la desaparición de las perturbaciones financieras mundiales, es probable que los diferenciales y la volatilidad de las

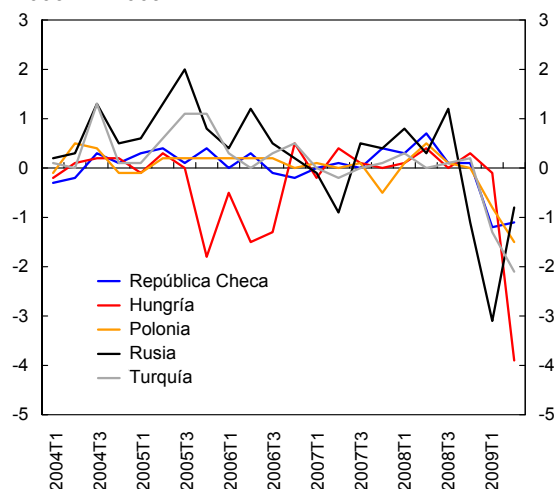


tasas de interés relacionados con vulnerabilidades de países concretos se mantengan altos a mediano plazo.

**Aunque las perturbaciones mundiales comunes han afectado a la volatilidad de los diferenciales de las tasas de interés y a otros indicadores financieros, la evolución de los bancos y de las finanzas públicas se ha convertido en un importante factor determinante de las turbulencias.** Los inversionistas extranjeros se muestran cautos ante la incertidumbre en torno a las necesidades de financiamiento de los bancos y el gobierno, el refinanciamiento de la deuda empresarial y pública a su vencimiento, la capacidad para hacer frente al endeudamiento de los hogares y los correspondientes descalces de monedas, y los eventuales pasivos contingentes del gobierno. Además, los efectos cíclicos de la recesión continúan fomentando la inestabilidad de la situación fiscal. Esto ha causado revisiones inusualmente cuantiosas y frecuentes de las previsiones de los saldos presupuestarios de las economías emergentes de Europa (véase el segundo gráfico).

**Por tanto, la mayoría de las autoridades económicas se enfrentan a un crecimiento más lento a mediano plazo, a inversionistas más volubles y, por consiguiente, a una variabilidad mayor de la inflación y el producto.** Con un sistema de tipos de cambio fijos, estabilizar el producto y la inflación cuando se producen perturbaciones externas es intrínsecamente difícil en las mejores circunstancias, ya que la política monetaria se encuentra incapacitada. En este caso, el asesoramiento tradicional en materia de política ha sido que se intensifique la política fiscal. Sin embargo, ante la mirada más atenta de los inversionistas internacionales tras la crisis, un uso más activista de los instrumentos de política fiscal puede generar dudas sobre la sostenibilidad fiscal y ocasionar un efecto adverso en la forma de un aumento de los niveles y la volatilidad de los diferenciales de las tasas de interés a mediano plazo, lo cual podría incrementar la volatilidad de la economía, en vez de frenarla. También podría reducir el crecimiento, especialmente en las economías emergentes que dependen de las entradas de capital para su crecimiento. E incluso con un sistema de tipos de cambio flexibles, las posibilidades de intervención en el sector financiero o de estabilización macroeconómica pueden ser limitadas, especialmente cuando las fluctuaciones de los tipos de cambio se transmiten con rapidez a la inflación o los excesos de deuda en moneda extranjera hacen costosa la depreciación del tipo de cambio.

**Revisiones trimestrales de las previsiones del saldo fiscal en algunos países europeos, 2006:T1–2009:T2<sup>1</sup>**



Fuentes: Consensus Economics, y cálculos del personal técnico del FMI.

<sup>1</sup> Variación (en puntos porcentuales) de las previsiones del saldo fiscal para el año, promedio de las previsiones de consenso.



**La solución reside en hacer frente con contundencia a los problemas del sector financiero y en estabilizar la política fiscal en torno a una senda sostenible.** Estas medidas no solo favorecerán una recuperación ordenada y reducirán la variabilidad del producto y de la inflación, sino que también contribuirán al crecimiento a más largo plazo y reestablecerán el proceso de convergencia sostenible del ingreso gracias al aumento de las entradas de capital, con la promesa de un doble dividendo. Existen diversas medidas posibles:

- Es necesario abordar los problemas crónicos del sector financiero. Las pruebas de tensión que se están realizando en los países de Europa central, oriental y del sur, coordinadas por el FMI, identificarán las necesidades de recapitalización de los bancos. Los resultados de estas pruebas ayudarán a reducir la incertidumbre en torno al sector bancario, especialmente si se utiliza la información para tomar medidas encaminadas a recapitalizar o reestructurar a las instituciones viables y resolver aquellas que no lo son.
- Una mayor transparencia de los pasivos fiscales contingentes que se derivan de las tensiones del sistema financiero o de otras fuentes y la divulgación adecuada de información sobre los riesgos asociados reducirán la incertidumbre en torno a las perspectivas fiscales.
- Una política fiscal basada en reglas que limite los cambios en los déficits prácticamente a los estabilizadores automáticos ayudaría a anclar la sostenibilidad fiscal a largo plazo y la capacidad de predicción. Evitar las sorpresas propias de una política fiscal discrecional contribuiría a reducir la volatilidad del ciclo económico.
- Reforzar el marco supervisor, regulador y macroprudencial para atenuar las vulnerabilidades y evitar ciclos alcistas y bajistas en el futuro reduciría directamente la prima de riesgo y su incertidumbre. Algunos ejemplos serían requisitos de capital más estrictos para los bancos más débiles, juntamente con el fortalecimiento de la cooperación internacional entre los países de origen y de acogida y la aplicación de políticas de constitución de provisiones prospectivas (anticíclicas) para reducir la volatilidad de los beneficios de los bancos.