

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 417, 16 de Enero de 2008

AL INSTANTE

UNIÓN EUROPEA: MEJORES FUNDAMENTOS ECONÓMICOS AYUDAN A SOBRELLEVAR CRISIS DE CRÉDITO Y EL MENOR CRECIMIENTO ECONÓMICO

La Unión Europea fue impactada por los efectos negativos de las turbulencias financieras que trajo consigo la crisis subprime, originada en el mercado inmobiliario de Estados Unidos y que permeó las instituciones financieras y las bolsas mundiales durante el segundo semestre del 2007.

La exposición directa de las instituciones financieras europeas y la interrelación entre los mercados monetarios aumentaron la vulnerabilidad de la región y facilitaron la propagación de la crisis en el continente.

La contracción en el poder de compra de las familias, debido al incremento sostenido en los precios de los alimentos y el petróleo, que alcanzó los US\$ 100 por barril el 2 de Enero recién pasado; el alza de la tasa de interés por parte del Banco Central de Europa, que ha aumentado un 1,25% entre junio de 2006 y el mismo mes de 2007; los estándares de otorgamiento de créditos más rigurosos; el debilitamiento de la demanda norteamericana debido a la desaceleración de esta economía y a la depreciación del dólar, y la apreciación del euro, que incide negativamente en la demanda extranjera

por productos provenientes de Europa, son otros factores que han contribuido, a la desaceleración de la economía de la Unión Europea, durante el último tiempo.

En efecto, la Euro Área redujo su tasa de crecimiento entre el tercer trimestre de 2007, que fue de 2,9%, a un 1,5% el cuarto trimestre, que se espera que se mantenga para el primer trimestre de 2008. El crecimiento durante el año 2007 fue 2,6% y se proyecta que el año 2008 esté cerca de 1,9%.

A lo anterior, se suma la marcada desaceleración económica que está sufriendo el Reino Unido, que disminuyó su tasa de crecimiento del 3% al 2% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2007, debido al alza en la tasa de interés, que actualmente es 5,5%, a las tensiones vividas en los mercados financieros y al menor crecimiento mundial.

La caída en la aprobación de hipotecas durante Octubre refleja cierta falta de confianza por parte de la demanda, que se espera crezca levemente, por debajo de su nivel de tendencias, durante los próximos meses.

Sin embargo, se espera que el consumo mantenga un crecimiento cercano al promedio, mientras que la inversión, que se fortaleció durante el último trimestre de 2007, se prevé que se mantenga de igual manera durante el 2008. La tasa de crecimiento del Reino Unido durante el 2007 fue de 3,1%, y de acuerdo a las proyecciones de JP Morgan, será un 1,9% el año 2008.

A pesar de las turbulencias financieras que ha sufrido la economía mundial, la Unión Europea ha superado relativamente bien los distintos shocks que ha recibido, debido a los sólidos fundamentos que sostienen su economía.

La mantención del consumo por parte de las familias, la reanimación de la inversión, el manejo macroeconómico responsable ejercido durante el último período y la creciente integración económica dentro de Europa, que ha estimulado el comercio al interior de la región, han favorecido el crecimiento de las economías europeas avanzadas y emergentes durante los últimos años.

También han sido claramente favorables, las reformas que han hecho algunas economías avanzadas de la Unión Europea al mercado laboral, que han reducido las tasas de desempleo, han fomentado a creación de puestos de trabajo y han aumentado la participación en la fuerza laboral.

El año 2007, la inflación fue de un 2,1% para la Euro Área, y se espera que el 2008 sea un 2,6%. El incremento sustancial en los precios de los combustibles y los alimentos ha tenido un fuerte impacto al alza en la inflación. Al respecto, Jean-Claude Trichet,

presidente del Banco Central de Europa, ha señalado que “se espera que la tasa

de inflación se mantenga significativamente sobre el 2% en el futuro cercano, y es probable que se modere sólo gradualmente durante el curso del 2008”. La tasa de interés se ha mantenido en un 4% y se espera que no cambie durante el próximo año, a pesar de que anteriormente el BCE había anunciado un alza de la tasa de interés de referencia. La mantención de la tasa de interés en un rango elevado debería ayudar a controlar las presiones inflacionarias, sin embargo, podría tener efectos adversos sobre el crecimiento económico, en el corto plazo.

Durante el cuarto trimestre, el euro se apreció un 2% con respecto al dólar, y un 1% con respecto a una base ponderada de otras monedas, llegando cerca de un 1,5 USD por euro. Las razones de la apreciación del euro se encuentran en las diferentes trayectorias de crecimiento de las tasas de interés del BCE y de la Fed, ya que mientras la autoridad monetaria norteamericana redujo en un punto porcentual la tasa de referencia durante el 2007, llegando a un 4,25% en diciembre, el BCE la ha aumentado en cincuenta puntos base durante el mismo período, estableciéndola en un 4% en junio de 2007.

La tendencia hacia el fortalecimiento del euro debería continuar durante el 2008, debido a la continua depreciación del dólar y a la mantención de la tasa de interés norteamericana en un valor bajo, lo que debería fomentar gradualmente una mayor diversificación en las reservas monetarias de países asiáticos y productores de commodities. Se proyecta que en marzo del 2008, el tipo

de cambio sea de 1,54 USD por euro, y que suba en junio a 1,55 USD por euro, para terminar el año con un valor de 1,54 USD por euro.

LA INTEGRACIÓN ECONÓMICA EUROPEA

La integración europea se ha intensificado en los últimos años. Un ejemplo de lo anterior es que el intercambio comercial es mayor entre sus miembros, que entre estas economías y el resto del mundo. Este proceso de integración es más intenso entre las economías avanzadas de la región: del total del comercio intraeuropeo en el año 2006, el 71% correspondió al comercio entre las economías avanzadas de la región, 18% al comercio desde las economías emergentes hacia las avanzadas y un 11% al intercambio desde las economías avanzadas hacia las emergentes.

Lo anterior ha contribuido a acelerar el crecimiento de las economías avanzadas de Europa, al aumentar la contribución al crecimiento del PIB de las exportaciones hacia las economías emergentes de un 0,1% el año 2000 a un 0,6% el 2006.

También se ha profundizado la integración en los mercados financieros, lo que se ha comprobado mediante el estudio de la dispersión del costo de capital en la región. Una economía que no se ha integrado debería mostrar una mayor variabilidad en el costo de capital entre los distintos países miembros, mientras que una economía integrada debería mostrar una mayor convergencia. Estudios han demostrado la disminución progresiva de la variabilidad de la prima sobre el capital propio entre los distintos países de Europa, lo que comprueba la creciente

integración del mercado financiero europeo.

El mercado laboral también ha experimentado un proceso de integración los últimos años, fomentado por la liberalización de las economías de Europa Oriental a principios de los '90, que produjo la migración desde las economías emergentes hacia las avanzadas. Aunque no hay estudios que comprueben el efecto de la migración sobre el crecimiento del PIB, se cree que podría ser un factor importante que explique el rápido crecimiento de Europa los últimos años.

El efecto sobre las economías emergentes, desde las cuales emigran las personas en busca de trabajo hacia las más avanzadas, es más complejo, ya que, si bien se obtienen grandes beneficios a través del dinero enviado por estas personas a su país de origen, la falta de mano de obra podría ser un factor crítico para el desarrollo del país en el largo plazo.

LA CRISIS SUBPRIME EN EUROPA

Los bancos europeos lamentablemente se expusieron directamente y se contagiaron con los efectos de la crisis subprime, surgida en Estados Unidos, a través de la tenencia directa de papeles comerciales respaldados en activos (*asset-backed commercial paper*, ABCP) o a través de vehículos de inversión que tenían líneas de crédito abiertas aseguradas con otros bancos, que se registraban fuera del balance general (*off balance*).

La repentina caída en el mercado de los ABCP forzó a los bancos a requerir fondos líquidos, causando una escasez de liquidez en el mercado interbancario. La incertidumbre y la falta de información con respecto al volumen

de las pérdidas, debido en parte a las dificultades para evaluarla, motivaron un rechazo a la realización de transacciones en los mercados de dinero, lo que causó un incremento en la volatilidad en las tasas interbancarias. La alta volatilidad e incertidumbre provocó la huida de los inversionistas aversos al riesgo del mercado de ABCP, lo que produjo mayor falta de liquidez.

Varios bancos europeos fueron golpeados fuertemente por la crisis subprime. El Banco Northern Rock, el quinto tenedor más grande de deuda hipotecaria del Reino Unido, por su modalidad de financiamiento, tuvo que ser intervenido por las autoridades inglesas después del pánico bancario ocurrido en noviembre de 2007, en el que cientos de personas atemorizadas acudieron a retirar sus depósitos. Adicionalmente, dos bancos alemanes tuvieron que ser rescatados financieramente y otros bancos e instituciones hipotecarias de la región sufrieron el golpe, al registrar pérdidas de distintas magnitudes.

Lentamente, los mercados financieros de las economías avanzadas de la Unión Europea se están recuperando de la crisis, aunque la incertidumbre que ronda a las instituciones financieras individuales continúa vigente hasta hoy. Cabe destacar la fortaleza con que ha resistido Europa emergente esta crisis, debido a que sus instituciones financieras tenían una baja proporción de activos de alto riesgo, poca utilización de instrumentos financieros complejos y un mercado interbancario poco desarrollado, entre otras razones.

La prolongación de la crisis crediticia podría aumentar el riesgo de sufrir efectos dañinos en la economía. La vulnerabilidad de las economías

europeas avanzadas reside, por un lado, en el deterioro del saldo de la balanza comercial que provocaría la desaceleración de la economía norteamericana, que podría ser compensada si es que no se registran nuevos desórdenes asociados a los desequilibrios globales y el euro no sufre una apreciación abrupta.

Otro factor que podría causar daños en estas economías es la contracción que podría sufrir la demanda interna, fruto de la desconfianza que podrían sentir los inversores y los hogares dadas las turbulencias económicas experimentadas en el último tiempo. Europa emergente, por su parte, podría ser afectada a través de la reducción de la demanda extranjera por sus productos, que tendría un impacto directo en su balanza comercial, y a través de la reducción de los préstamos otorgados a las economías emergentes, debido a la mayor aversión al riesgo de los prestamistas en un contexto de incertidumbre y volatilidad de los mercados.

Las turbulencias en los mercados, bajo otro prisma, pueden ser vistos como una forma de ajuste y de enmendar las falsas expectativas económicas producidas por un exceso de optimismo y abundancia de liquidez en el pasado, y de corregir las debilidades de los sistemas financieros, tales como los métodos de valoración de riesgo y los criterios de otorgamiento de créditos, lo que traerá beneficios en el futuro al otorgar bases más sólidas para el crecimiento económico, lamentablemente a un costo no menor.

CONCLUSIONES

Europa ha resistido con relativo éxito la crisis de crédito y las

turbulencias ocurridas en las bolsas mundiales durante los últimos meses, debido a los sólidos fundamentos de su economía. El manejo sano de la política macroeconómica, la creciente integración económica de la región, las reformas al mercado laboral y la mantención del consumo y la inversión han favorecido el crecimiento de Europa durante los últimos años y han permitido sobrellevar la crisis financiera de mejor manera. Sin embargo, los efectos de ésta, sumados a factores tales como el debilitamiento de la economía norteamericana, el alza de los precios del petróleo y los alimentos, la apreciación del euro, entre otros, han tenido efectos sobre la tasa de crecimiento del PIB, que en la Euro Área se redujo de un 2,9% a un 1,5% entre el tercer y cuarto trimestre de 2007, y además en las proyecciones de crecimiento para el año 2008, que es de un 1,9%.

La incertidumbre, con respecto a nuevas oscilaciones en la economía mundial han puesto en alerta a los Bancos Centrales de la región, que necesitan encontrar formas de acudir al rescate del sistema financiero en caso de ser necesario, proporcionando liquidez, sin descuidar la estabilidad de precios y el control de la inflación. A su vez, se necesita establecer nuevas regulaciones a los mercados financieros, que puedan actualizar los marcos regulatorios que demostraron ser insuficientes ante los nuevos instrumentos financieros, que cada vez son más complejos.

El FMI realizó un estudio sobre el desempeño de la economía europea, en el cual se sugieren una serie de reformas que el organismo considera necesarias para que Europa pueda fortalecer su economía y sentar bases más sólidas para su desarrollo

económico futuro. Estas reformas son las siguientes:

♦ **Reducción del déficit fiscal:** varias economías de la Unión Europea presentan déficit en su balance fiscal. A nivel agregado, la región presentó un déficit fiscal de un -1.2% del PIB el año 2007, y se espera que se mantenga la misma cifra para el 2008. Si bien algunos países han hecho esfuerzos por reducir su déficit fiscal durante el 2007, se espera que estos no continúen durante el 2008.

La disminución del déficit fiscal sería ventajoso para las economías europeas debido a que les otorgaría una mayor holgura para enfrentar posibles vaivenes económicos, reduciría las presiones sobre la demanda agregada de las economías europeas emergentes, que han sido afectadas por flujos de capitales extranjeros provocando un alza en la demanda del sector privado; disminuiría la vulnerabilidad ante las turbulencias económicas extranjeras y permitiría manejar de mejor manera los aumentos del gasto en seguridad social y sistemas de salud asociados al envejecimiento de la población europea, que deberán ser reformados para asegurar que el Gasto Fiscal sea sostenible en el largo plazo.

♦ **Integración económica y reformas estructurales:** la integración económica, financiera y del mercado laboral ha generado grandes beneficios para los países miembros de la Unión Europea. En opinión del FMI, es necesario realizar reformas estructurales para aprovechar al máximo los beneficios de la integración, reduciendo al mismo tiempo la vulnerabilidad asociada a la integración. Estas reformas deberían estar orientadas a flexibilizar las regulaciones laborales que aún son estrictas, reducir las

restricciones generadas por el sistema impositivo y fomentar la creación de un mercado libre para los servicios dentro de la UE.

◆ **Fortalecimiento del mercado financiero:** es necesario perfeccionar el mercado financiero, al aplicar reformas que permitan mejorar su competitividad y expandir el rango de actividades financieras ofrecidas en estos mercados, que permitirían una mayor diversificación del riesgo. A su vez, es necesario mejorar los sistemas de clasificación de riesgo, transparencia de la información en los mercados

financieros y en el proceso de otorgamiento de créditos y la administración de la liquidez.

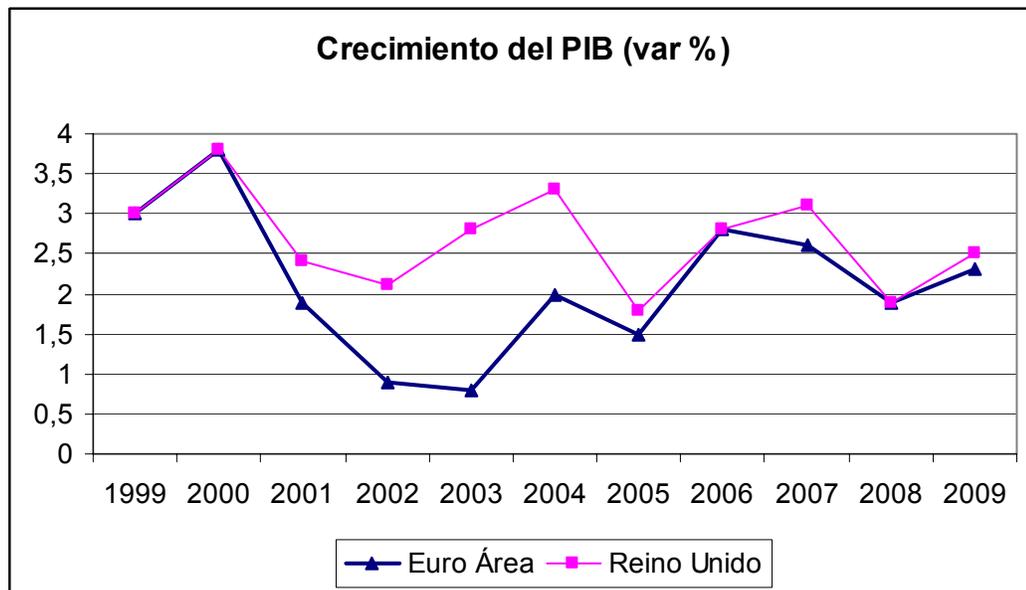
Acelerar estas reformas, le permitirían a Europa estar mejor preparada ante nuevas turbulencias económicas, que podrían sobrevenir en el mediano plazo, y a su vez fortalecer las bases para un crecimiento económico sostenible en el futuro. El Reino Unido, que avanzó más rápido en estas reformas estructurales, en el pasado, exhibe actualmente un crecimiento más alto que Europa Continental (gráfico N°1)◆

Cuadro N°1
Índices económicos de la Unión Europea

	2005	2006	2007	2008p	2009p
PIB Real (var %)	1,6	2,9	2,6	1,9	2,3
Consumo Privado (var %)	1,6	1,9	1,4	1,6	2,3
Inversión (%.del PIB)	20,3	21,1	21,6	21,8	
Exportaciones (var %)	4,7	8	6,3	5,6	5,6
Importaciones (var %)	5,5	7,6	5,7	6	5,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	-0,2	-0,7	-1,0	-1,2	
Inflación (var %)	2,2	2,2	2,1	2,6	2,3
Déficit Fiscal (% del PIB)	-2,5	-1,8	-1,2	-1,2	
Tasa de Referencia (BCE)	2,25	3,5	4	4	4,25

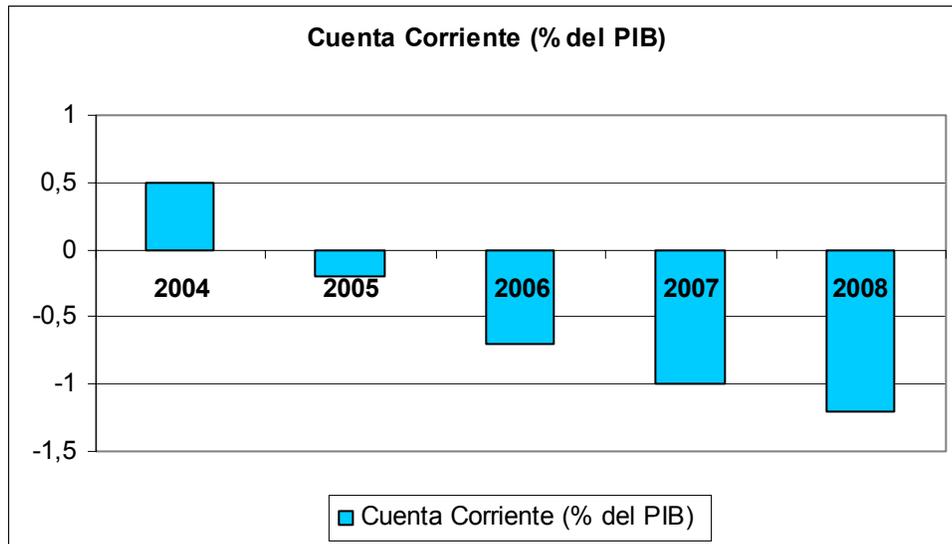
Fuentes: JP Morgan, FMI

Gráfico N°1
Crecimiento del PIB Euro Área y Reino Unido
(var %)



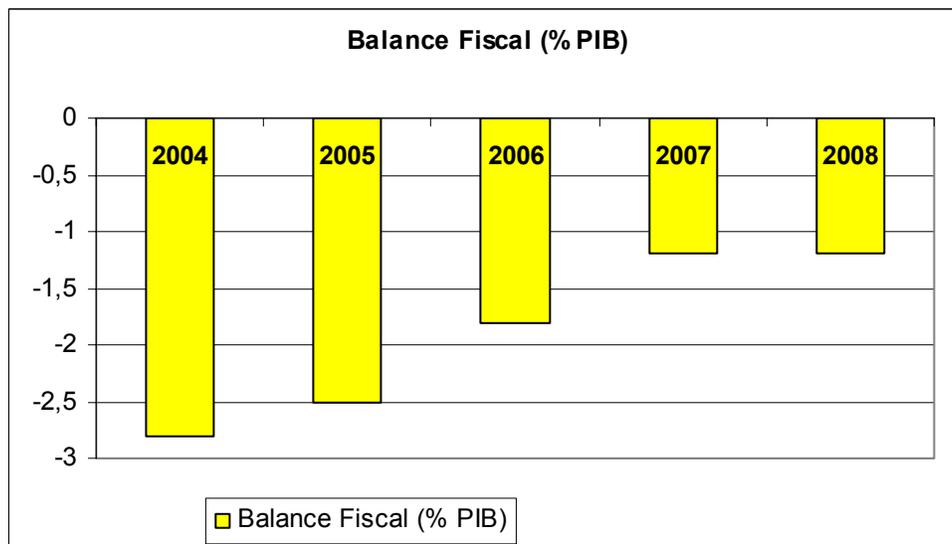
Fuentes: FMI, JP Morgan

Gráfico N°2
Cuenta Corriente de la Unión Europea
(% del PIB)



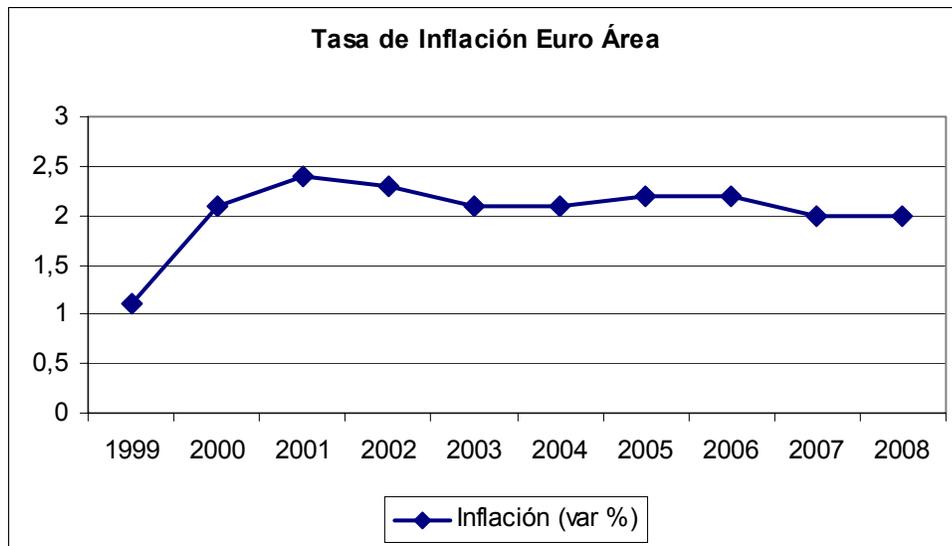
Fuente: FMI

Gráfico N°3
Balance Fiscal de la Unión Europea
(% del PIB)



Fuente: FMI

Gráfico N°4
Tasa de Inflación de la Unión Europea
(var %)



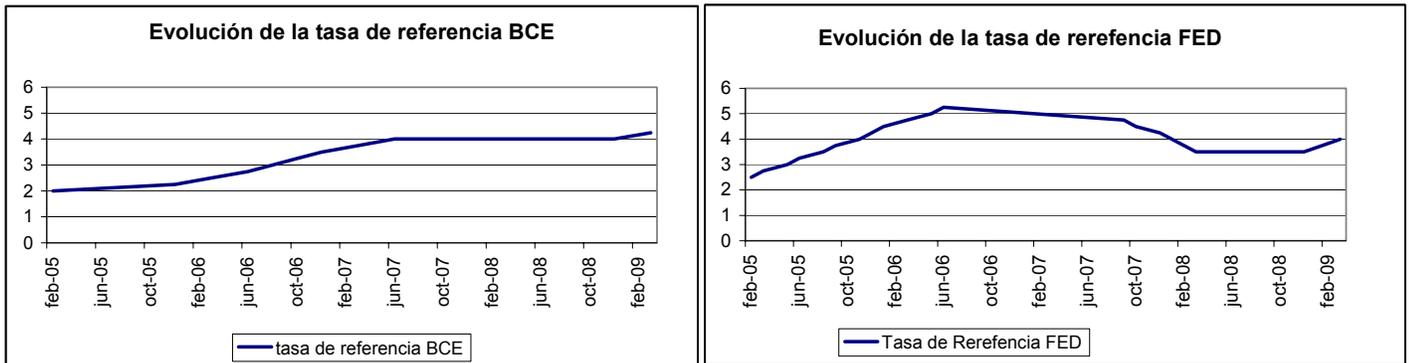
Fuente: FMI

Cuadro N°2
Tasas de referencia

	ene-08	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09
Euro Área	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25
Estados Unidos	4,25	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00

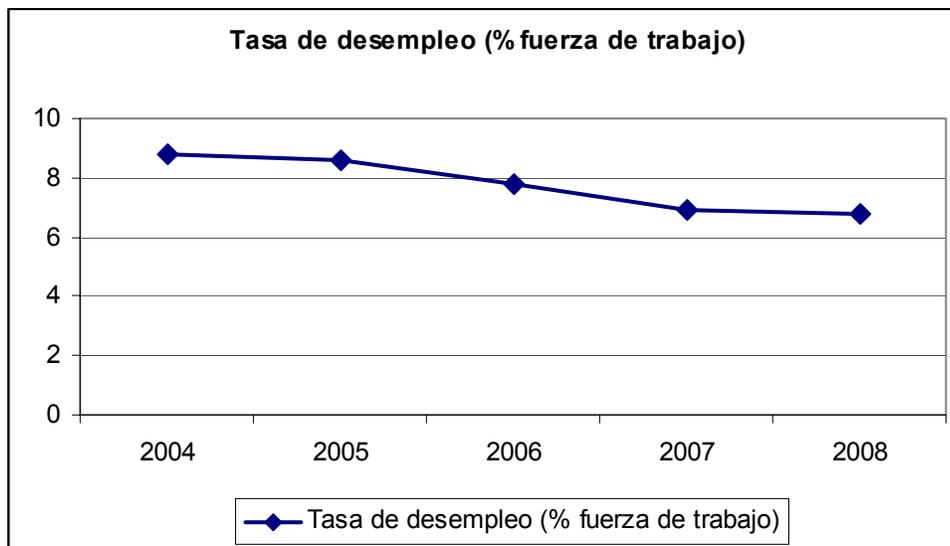
Fuente: JP Morgan

Gráfico N° 5
Evolución de las tasas de referencia de la Unión Europea y Estados Unidos
(febrero de 2005 a febrero de 2009)



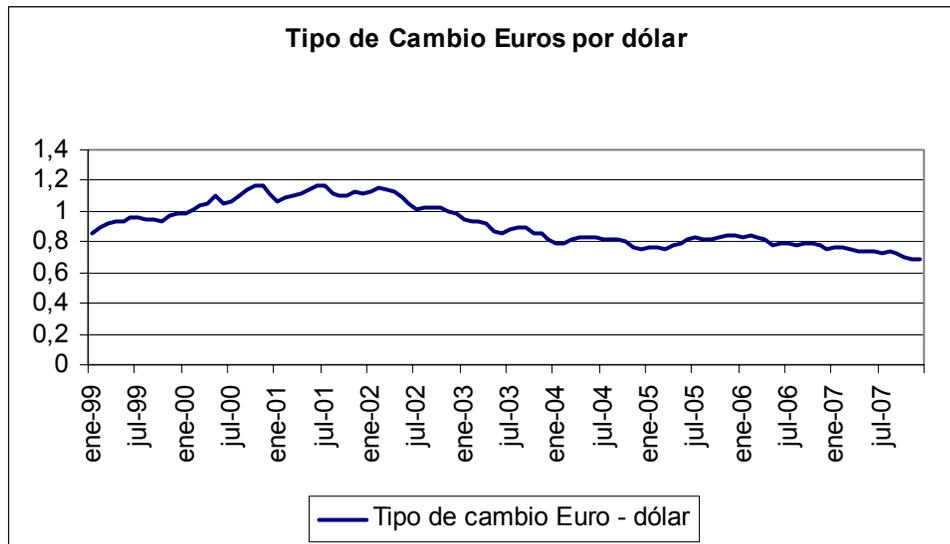
Fuentes: BCE, Fed y JP Morgan

Gráfico N°6
Evolución de la tasa de desempleo de la Unión Europea
(% fuerza de trabajo)



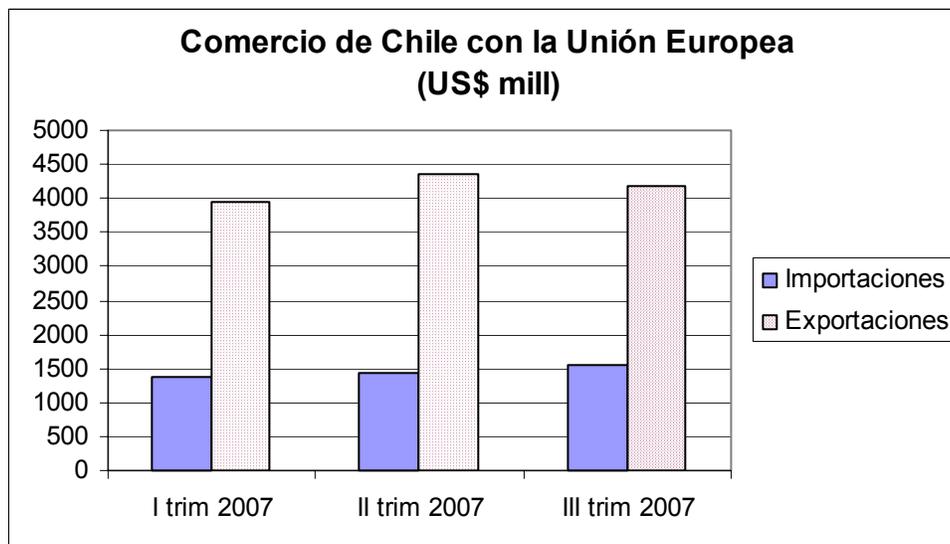
Fuente: FMI

Gráfico N°7
Tipo de cambio
(Paridad euro por un US dólar en promedios mensuales)



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico N°8
Comercio de Chile con la Unión Europea
(US\$ mill)



Fuente: Banco Central de Chile