

La recuperación lábil.

Resumen ejecutivo

Estudio de crecimiento anual independiente.
5.º informe EPACi 2017

Una recuperación lábil, incapaz de resolver la crisis social

Casi nueve años después del colapso del sistema financiero de los países desarrollados, al que siguió la crisis del euro en 2012, a finales de 2014 comenzó finalmente la recuperación en Europa. Se espera que el crecimiento económico de la UE se ralentice en 2017 (un 1,6 % tras el 1,9 % de 2016) y en 2018 (1,5 %), ya que el viento de cola se está convirtiendo en viento en contra. Es probable que el *brexít* afecte al crecimiento de Reino Unido y que tenga un efecto de contagio negativo, aunque limitado, sobre el resto de la Unión Europea (UE). Los precios del petróleo han vuelto a subir y no se puede esperar mucho más en términos de aumento de competitividad por efecto de los tipos de cambio. Mayor importancia reviste la ralentización del comercio internacional y del crecimiento de los países emergentes, que están debilitando la demanda externa de la UE, lo cual produce el declive de otro factor positivo.

Los iAGS 2017 han sido realizados durante el otoño de 2016 por un equipo de cuatro institutos, el AK Wien (Austria), el ECLM (Dinamarca), el IMK (Alemania), el OFCE (Francia) y con el apoyo financiero del grupo del Parlamento Europeo S & D.

Traducción al español del resumen del texto original en inglés (por cuenta de la Friedrich Ebert Stiftung, oficina de Madrid): *Independent Annual Growth Survey 5th Report, iAGS 2017, The Elusive Recovery*, disponible en: <http://iags-project.org/documents/iAGS-2017-The-elusive-recovery-12-12-2016.pdf>

La postura fiscal agregada de la zona euro será neutral en 2017, pero el ajuste fiscal continuará en 2018. Este movimiento dará progresivamente la vuelta al impulso fiscal positivo de 2015 y 2016. La Comisión Europea acaba de recomendar una postura fiscal positiva, sugiriendo para 2017 una expansión fiscal de hasta un 0,5 % del producto interior bruto (PIB). Sin duda es un cambio de enfoque bienvenido, ya que enfatiza la necesidad de adoptar una visión global sobre la combinación de políticas en la zona euro. No obstante, este objetivo no es compatible con las actuales decisiones de política a nivel nacional. Más concretamente, en el momento de redacción de este documento, no parece probable que Alemania escuche la llamada de la Comisión y haga uso del margen fiscal disponible. En 2017, la política fiscal acorde con los actuales planes nacionales continuará pesando sobre el crecimiento del PIB, aunque la postura fiscal agregada sea neutral: los impulsos fiscales positivos se concentran en países en los que no existe estancamiento de la actividad –lo que da lugar a un efecto multiplicador bajo–, mientras que la consolidación fiscal persiste en países con considerable estancamiento económico y un elevado multiplicador fiscal. Ello demuestra que el Semestre Europeo no debería centrarse exclusivamente en el cambio agregado del balance estructural, sin un debate integral sobre la distribución geográfica y el impacto macroeconómico.

La gran diversidad de fuentes de riesgo fomenta entre los inversores una actitud de pasividad expectante, involución y rechazo del riesgo. En este contexto, los hogares y las empresas prefieren ahorrar antes que invertir, retrasando el crecimiento y la acumulación de capital y confirmando los temores de una economía atrapada en un crecimiento bajo. Asimismo, la perspectiva del *brexit* ha creado una nueva fuente de incertidumbre en Europa, a la que habría que añadir la elección de Trump en EE. UU. Esta incertidumbre política e institucional se suma a otras fuentes de incertidumbre macroeconómica (riesgo deflationista) y financiera (morosidad).

Esta lábil recuperación tiene un importante coste social, ya que retrasa la reducción del desempleo. En 2015 había en la UE 22,9 millones de personas desempleadas, de las cuales 10,9 millones eran de larga duración. Con el ritmo de reducción actual, harán falta siete años para que la tasa de desempleo vuelva al nivel anterior a la crisis. El problema es especialmente grave en los países afectados por la crisis y entre los jóvenes. Esto puede dejar cicatrices sociales duraderas, impidiendo la acumulación de capital humano y creando graves problemas sociales; a la larga, puede reducir el sentimiento de pertenencia a la UE de los jóvenes, alimentando así la crisis política.

Europa necesita más y mejores empleos con una menor dispersión de las rentas. La debilidad del mercado laboral afecta específicamente a los más pobres. La brecha entre las clases desfavorecidas y las medias ha crecido dramáticamente en los países del sur de Europa, pero también en Alemania, a pesar de que en este país se ha reducido el

desempleo; esto demuestra que el aumento de las desigualdades responde a múltiples causas. Aunque depende en gran medida del contexto nacional, una posibilidad sería distribuir de manera más equitativa el tiempo de trabajo general entre la mano de obra, para reducir así las desigualdades salariales. En todo caso, la lucha contra el desempleo y la creación de mejores puestos de trabajo debe ser la primera prioridad para los responsables de las políticas.

La financiación de unos Estados de bienestar redistributivos, a través de la tributación de las grandes fortunas, las rentas altas y las sucesiones, fomenta el crecimiento económico y aumenta la estabilidad social. El aumento de la progresividad en la tributación sobre la renta no consiste simplemente en introducir mayores tipos impositivos marginales sobre las rentas altas: la base impositiva también debe ampliarse. Además, ha de mejorarse el cumplimiento de las obligaciones tributarias y deberían eliminarse tanto la optimización fiscal agresiva como la evasión de impuestos. Por último, debe incrementarse la precisión en los destinatarios del gasto social, para contrarrestar el incremento de los índices de pobreza.

Una política económica orientada al crecimiento es condición necesaria, pero no suficiente, para conseguir el progreso social y el bienestar individual. Los responsables de las políticas tienen que ir más allá del enfoque predominante y limitado del crecimiento del PIB, abordando en su lugar un abanico más amplio de objetivos económicos, sociales y medioambientales. La desaceleración del crecimiento del PIB no tiene por qué ser una catástrofe; el PIB es solo una medida parcial del bienestar. No tiene en cuenta los flujos no comerciales, como el trabajo doméstico, los daños a la naturaleza y las desigualdades sociales. Una sociedad de calidad debería alcanzar un bienestar material distribuido de forma justa, con pleno empleo y buenos trabajos, calidad de vida y sostenibilidad ecológica. Asimismo, proponemos otros cuatro objetivos adicionales con el fin de proporcionar un marco económico estable: estabilidad financiera, actividad pública estable, estabilidad de los precios y equilibrio exterior. El debate se podría enriquecer con un consejo integrado por expertos en economía, sociedad y medio ambiente, con la misión de supervisar el bienestar.

Una nueva combinación de políticas en la zona euro

La política monetaria acomodaticia puesta en marcha por el Banco Central Europeo (BCE) ha servido de apoyo a la economía de la zona euro. El descenso de los tipos de interés durante la crisis financiera y las decisiones poco convencionales en materia de políticas (el programa de «Expansión cuantitativa») han proporcionado un fuerte impulso a la inver-

sión. Aun así, el total de las inversiones de 2015 se situó 13 puntos del PIB por debajo del nivel de 2008. No obstante, esta circunstancia no indica el fracaso de la política monetaria: nuestro análisis muestra que, sin la intervención del BCE, la tasa de inversión habría caído aún más, en 5,5 puntos del PIB. Además, en contra de la creencia generalizada, la política monetaria todavía no ha provocado burbujas en los mercados financieros e inmobiliarios de la zona euro.

No obstante, la política monetaria ha tocado techo. La actual debilidad de la inversión no se debe a la rigidez de las condiciones crediticias, sino a una baja demanda agregada, sobre la que la política monetaria no convencional no tiene un efecto directo. Los beneficios marginales de una ronda adicional de expansión cuantitativa en términos de nueva inversión privada parecen muy bajos. Además, la compra de activos del BCE ya representa una parte muy cuantiosa de los flujos de la deuda pública de nueva emisión, aunque la deuda está lejos de agotarse.

Así, la política monetaria debería complementarse mediante políticas fiscales activas y coordinadas. No obstante, la normativa fiscal europea es demasiado estricta y procíclica, y no permite alcanzar estos objetivos. El método utilizado por la Comisión para calcular la parte cíclica del déficit lleva a una política fiscal demasiado procíclica bajo las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Las políticas fiscales nacionales presentan trabas y son pasivas, salvo de forma residual en condiciones económicas bastante malas, gracias a las normas de la UE y al «freno de la deuda» introducido como parte del pacto fiscal. La inversión pública ha sufrido de manera desproporcionada bajo las políticas de austeridad, a falta de disposiciones especiales en el PEC que la protejan y apoyen.

Identificamos dos caminos prometedores para la reforma del PEC: la regla de oro de las finanzas públicas y una regla modificada en materia de gasto. La regla de oro es un concepto tradicional de las finanzas públicas que deduce la inversión pública neta del déficit global y del déficit estructural, para que la inversión pública neta se financie a través de déficits. La regla en materia de gasto aplica un límite al crecimiento del gasto nominal no cíclico, límite que viene determinado por la tasa de crecimiento a medio plazo de la producción potencial real más el objetivo de inflación del BCE, del 2 %, estabilizando la ratio gasto/PIB a lo largo del ciclo comercial. La regla de gasto y la regla de oro de la inversión pública deberían constituir el principal punto de referencia de la parte preventiva, así como de la correctiva, del PEC. La suma de ambas reglas evita el carácter procíclico del marco actual, asegurando al mismo tiempo la sostenibilidad fiscal.

El Plan Juncker es positivo en general, pero ni el necesario estímulo a corto plazo ni el aumento del crecimiento potencial a largo se obtendrán con la actual forma del plan. La innovadora doctrina que fundamenta el Plan Juncker consistía en que era necesario un

estímulo a nivel de la zona euro, y en que el estímulo de la inversión daría lugar simultáneamente a un impulso macro a corto plazo, para escapar de la trampa del estancamiento, y a un efecto a más largo plazo a través de mayores niveles de productividad y creación de activos, que garantizarían la sostenibilidad de la deuda pública y los sistemas de pensiones en el largo plazo. El Plan Juncker está claramente infradimensionado, y no pone sobre la mesa una cantidad suficiente de dinero fresco; se trata básicamente de un seguro adicional relativamente pequeño sobre los proyectos de inversión, que no difiere intrínsecamente de los efectos ya presentes de la política monetaria convencional y no convencional.

Es necesario un fuerte acicate de la inversión pública, y hasta cierto punto es posible incluso bajo la actual normativa fiscal. La inversión pública neta fue negativa en 2015 en la zona euro: la depreciación fue mayor que la inversión bruta. Pero la inversión en infraestructuras públicas –tanto la creación de capacidad nueva como el mantenimiento de la ya existente– puede beneficiar considerablemente al crecimiento a largo plazo, proporcionando un empuje a corto plazo de la actividad, dados los grandes factores multiplicadores fiscales. Otras categorías de gasto, como la educación, la sanidad, la atención a la infancia, el trabajo social y la integración, también pueden aumentar el suministro de mano de obra y la productividad. Demostramos que la inversión pública financiada mediante deuda puede incrementar de manera significativa el erario público neto. Debido a los efectos keynesianos a corto plazo, amplificados en un momento de baja inflación y elevado desempleo, permitir un 1 % del PIB en inversión pública, que incremente la deuda pública en la misma cifra en 2035, daría lugar a una acumulación de activos públicos superior al 1,6 % del PIB. Si los proyectos de inversión pública están bien gestionados, el efecto a largo plazo sobre el crecimiento potencial mejorará el balance del sector público.

Acelerar el camino de la transición hacia una economía de carbono cero es otra forma de producir el estímulo necesario en el corto plazo, incrementando la sostenibilidad en el largo. Como ya comentamos en el iAGS 2015, se podrían utilizar instrumentos orientados al mercado, tales como los sistemas de comercio de emisiones (ETS) y un impuesto sobre el carbono, para aumentar la tasa de retorno de la inversión privada en esta transición. La financiación de terceros en el campo de la eficiencia energética de los edificios residenciales es otra forma de solucionar el cortoplacismo de los hogares estancados en la prolongada crisis. Dentro de esta transición, parte de la inversión pública se destinaría a compensar a los poseedores de capital «marrón», hogares expuestos y sectores en declive. A su vez, el problema de la competitividad con respecto a zonas económicas de carbono barato o a coste cero podría abordarse mediante ajustes arancelarios.

Abordar los desequilibrios macroeconómicos y financieros

Replantear la combinación de políticas monetarias y fiscales no basta para abordar todos los retos a los que se enfrenta la zona euro. Los actuales desequilibrios contables, que estaban en el centro de la crisis que comenzó en 2009, siguen presentes y amenazan la supervivencia misma de la unión monetaria. La inestabilidad financiera –especialmente el problema de la morosidad– presenta otro reto decisivo. Asimismo, existe cierto grado de conflicto entre los diferentes objetivos económicos: deben identificarse soluciones intermedias y tomarse decisiones complicadas.

Casi todos los países de la zona euro registraron un superávit en la balanza por cuenta corriente en 2015 y los desequilibrios comerciales dentro de la UEM se han reducido, pero esto no significa que los desequilibrios macroeconómicos hayan perdido importancia. La mejora de la balanza por cuenta corriente en los países del sur se debe en gran medida a la contracción de la demanda interna debido a las políticas de austeridad y, en menor grado, a la mejora de las exportaciones: un crecimiento más rápido de la demanda, necesario para reducir el desempleo, corre el peligro de intensificar de nuevo los déficits. Muchos países del norte, especialmente Alemania, registran enormes superávits por cuenta corriente que podrían llevar a la apreciación del euro, con consecuencias negativas para la competitividad de todos los países de la zona euro. Por lo tanto, son necesarios considerables ajustes nominales para corregir estos desequilibrios; lo más importante es que se alcancen simétricamente, dentro de lo posible.

La convergencia de la zona euro se podría recuperar merced a dos pilares: uno nominal (a través de una regla de oro para los salarios) y otro estructural. La regla de oro salarial dicta que los salarios nominales aumenten al ritmo de la productividad nacional, incrementado por el objetivo de inflación del BCE, del 2 %. En el corto plazo, esta regla debería modificarse para corregir los desequilibrios nominales existentes, es decir, perseguir un alza salarial más rápida que la regla en el norte y más lenta en el sur. Las herramientas para la aplicación de esta política salarial coordinada incluyen: generalización de los sueldos salariales y coordinación transnacional de los incrementos, recentralización de las negociaciones sociales y generalización de los convenios colectivos. También se podrían movilizar otros elementos relacionados con la variación de los costes salariales indirectos. En paralelo, también deben aplicarse políticas centradas en la convergencia de las capacidades productivas y los estándares de vida; en el sur, esto incluye la inversión estructural en capacidad exportadora para aumentar la productividad, mejorar la competitividad sin costes y promover la producción de energía alternativa que permita la explotación completa de las ventajas comparativas.

El Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM) debería hacerse simétrico y completarse con un análisis que ponga de relieve la relación entre los diferentes desequilibrios y los compromisos materializados en las políticas. Hasta ahora, el ajuste se ha mantenido asimétrico, con más peso en los países deficitarios. El PDM debería hacerse más simétrico para fomentar políticas de reactivación en países con altos superávits por cuenta corriente. Debería introducirse un valor base para el crecimiento del coste nominal de la mano de obra, y el mismo valor absoluto debería utilizarse para los umbrales superior e inferior de la balanza por cuenta corriente. Básicamente, el marcador oculta el hecho de que algunos desequilibrios guardan relación entre sí (por ejemplo, los superávits de algunos países tienen la misma raíz que los déficits en otros) y que existen soluciones intermedias entre los objetivos de las políticas. Reducir los desequilibrios internos por cuenta corriente hace que a los países deficitarios les resulte más complicado alcanzar la estabilización de la deuda y el pleno empleo, debido al efecto deflacionario y el consiguiente aumento del tipo de interés real. Además, la corrección del desequilibrio externo de toda la zona euro –es decir, su alto superávit por cuenta corriente– por medio de la apreciación del euro aumentaría la divergencia interna de toda la zona. Desde el punto de vista del procedimiento, el PDM debería por lo tanto ampliarse con un análisis económico de mayor alcance y más sistémico. En pocas palabras, la política para mitigar estas disyuntivas consiste en un uso pleno del margen fiscal en todos los países, combinado con el aumento de la inflación en los países excedentarios.

A medio plazo, la convergencia con un crecimiento equilibrado y no inflacionista exigiría cambios ambiciosos en el diseño institucional de la zona euro. El programa de reforma, que en la medida de lo posible utilizaría los procedimientos existentes, podría comenzarse revitalizando la coordinación de las políticas económicas, según lo dispuesto en el artículo 121 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y con las orientaciones generales de las políticas económicas como su elemento clave. Este cambio permitiría evaluar, dentro de un marco común y coherente, la combinación de la política monetaria a nivel agregado y las políticas fiscales y de rentas, fundamentalmente nacionales. Los Estados miembros deberían poner en práctica una combinación de políticas fiscales y de rentas adecuada para cada uno de los países, de tal modo que la demanda, los salarios nominales y la evolución de los precios sean coherentes con los objetivos generales de las políticas. El recién creado Consejo Fiscal Europeo y los paneles de productividad previstos a nivel nacional deberían ver ampliado su mandato para analizar la combinación general de políticas macroeconómicas. Para garantizar la conexión entre el análisis experto y una formulación efectiva de políticas, el diálogo macroeconómico existente (DME) –que reúne a los interlocutores sociales, bancos centrales y representantes de la Comisión y de la política fiscal nacional a nivel UE– debería fortalecerse de manera significativa, con un DME al nivel de la zona euro y en cada uno de los Estados miembros.

Los riesgos financieros pesan sobre las previsiones futuras, haciendo urgente resolver los problemas del sistema bancario. Solucionar el problema de los préstamos no cobrados (PNC) debería ser una prioridad de primer orden para los responsables de la formulación de políticas. Los PNC han alcanzado 1.132 miles de millones de euros en la zona euro y, lo que aún es más preocupante, están concentrados en ciertos países. Las soluciones en términos de creación de «bancos malos» parecen ser especialmente adecuadas para abordar grandes carteras de PNC, aunque deberían debatirse algunos detalles de implementación (si el banco malo debería crearse a nivel europeo o nacional; si un fondo europeo debería garantizar la nueva institución). Es tentador desarrollar un mercado secundario de PNC a través de la titulización. No obstante, la crisis de las hipotecas subprime también ha demostrado que, si no se estructura de manera adecuada, la titulización puede magnificar la inestabilidad financiera y provocar serios daños en la economía real. También deberían mejorarse las normas de insolvencia, y el sistema tributario debería incentivar a los bancos para establecer provisiones adecuadas.

Es generalizado el diagnóstico básico de la fragmentación e hiperbancarización de los mercados de capital, pero no existe acuerdo sobre la idoneidad de la unión de mercados de capitales (UMC). El principal objetivo de la UMC es diversificar el sistema financiero de Europa, para completar la financiación bancaria con una gama sofisticada de mercados de capitales y superar la fragmentación, con el objetivo último de «liberar» el capital inactivo y estimular la economía real. No obstante, la lentitud de los créditos viene explicada principalmente por la falta de demanda de préstamos por parte de las empresas, que afrontan una arraigada incertidumbre y una sobrecapacidad sustancial. Asimismo, nuestra investigación sugiere que la profundización de las interrelaciones financieras implícita en la titulización puede dar lugar a mayores riesgos sistémicos. En el medio y largo plazo, esto podría ser contraproducente para el rendimiento económico. Asimismo, la complejidad inherente a las interrelaciones siembra la duda sobre la intención declarada de la propuesta de la Comisión de que los nuevos mercados de titulización puedan mantenerse sencillos, transparentes y estandarizados.



Friedrich-Ebert-Stiftung

Oficina Madrid

C/Covarrubias, 22

28010 Madrid

Tel: (+34) 91 294 88 80

e-mail: info@fesmadrid.es

www.fes-madrid.org

Las opiniones expresadas en esta publicación no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Friedrich-Ebert-Stiftung.

No está permitido el uso comercial de los medios publicados por la Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) sin el consentimiento por escrito de la misma.