

RETOS ACTUALES PARA LA ECONOMÍA Y LAS POLÍTICAS DEL ÁREA DEL EURO*

Pablo Hernández de Cos

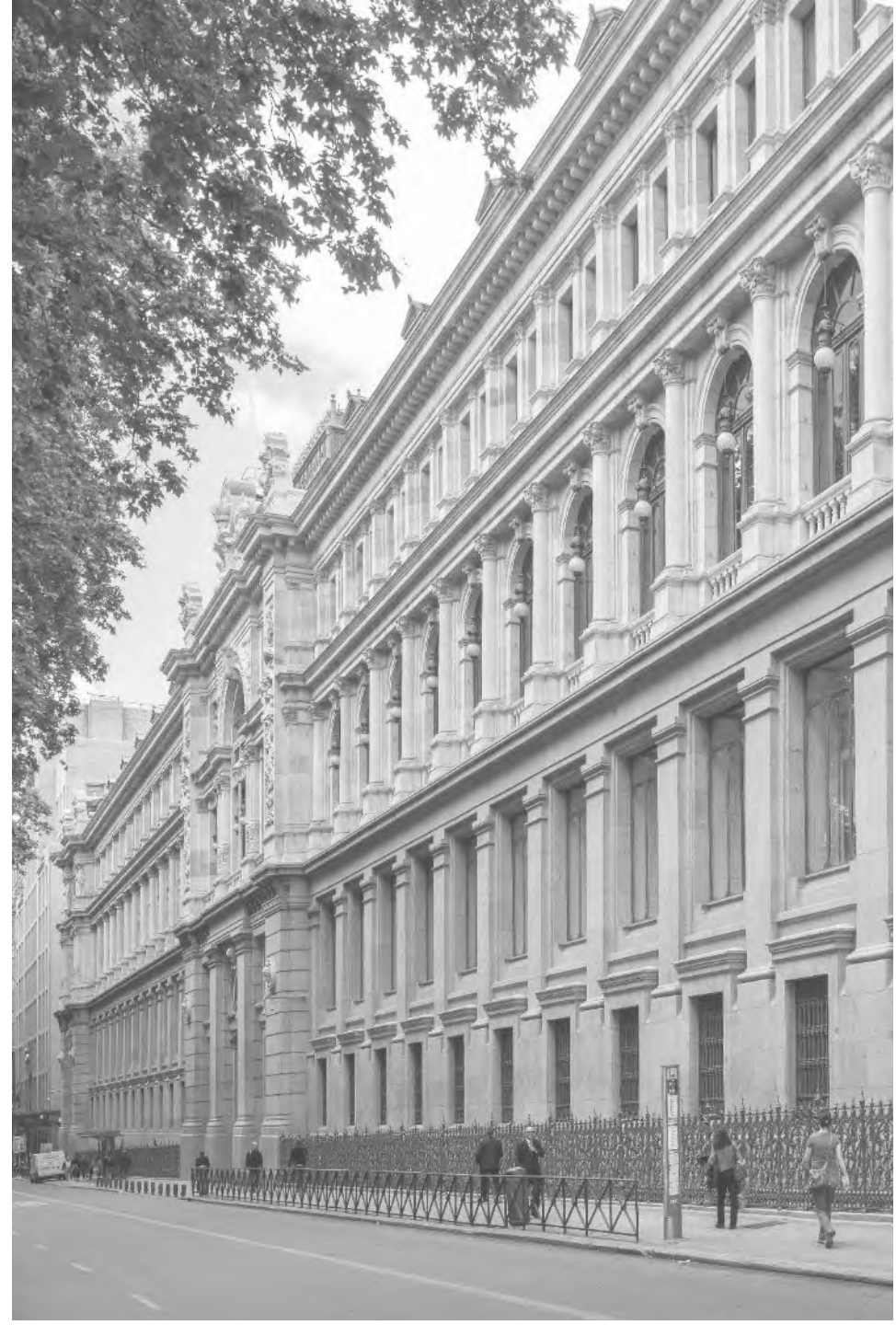
Gobernador

COLLEGE OF EUROPE

Brujas

28 de febrero de 2023

* Traducción al español de la presentación en inglés.



RETOS ACTUALES PARA LA ECONOMÍA Y LAS POLÍTICAS DEL ÁREA DEL EURO

- 1. El impacto de la pandemia y de las crisis energéticas sobre el crecimiento potencial**
- 2. Evolución de la política monetaria en el área del euro**
- 3. El papel de la política fiscal**

1. EL IMPACTO DE LA PANDEMIA Y DE LAS CRISIS ENERGÉTICAS SOBRE EL CRECIMIENTO POTENCIAL



POSIBLES EFECTOS A LARGO PLAZO DE LA PANDEMIA

- 1. La pandemia provocó una reducción de la actividad laboral en sectores en los que era difícil trabajar desde casa. También es posible que efectos persistentes para la salud hayan tenido un impacto a largo plazo sobre el empleo. Además, el cierre de los centros educativos durante los confinamientos también puede repercutido negativamente en términos de acumulación de capital humano. Asimismo, podrían generarse efectos de histéresis más tradicionales, que incrementarían el desempleo estructural.**
- 2. El acusado retroceso a corto plazo de la demanda puede haber desincentivado la inversión, sobre todo porque fue acompañado de un aumento significativo de la incertidumbre. Además, la disminución de la demanda podría haber incrementado el número de empresas con una situación financiera vulnerable. En conjunto, es posible que todos estos factores hayan intensificado el riesgo de quiebra de empresas y restringido la entrada de nuevos competidores, lo que también sería perjudicial para la productividad.**
- 3. Por otra parte, es posible que la perturbación haya propiciado una aceleración de la digitalización, así como la adopción de nuevas prácticas de empleo, como el teletrabajo, que también pueden impulsar la productividad. Asimismo, si la destrucción de empresas no es excesiva ni insuficiente, la reasignación de recursos entre sectores y dentro de ellos a través de un proceso de destrucción creativa debería conducir, en último término, a un aumento de la productividad.**
- 4. En esta ocasión, la reacción de las políticas fue oportuna, contundente y coordinada, tanto a escala nacional como de la UE, y es posible que esta respuesta haya sido crucial para evitar una histéresis excesiva en el mercado laboral y la destrucción de empresas.**

1. **Algunas estimaciones señalan que las reformas estructurales y las inversiones previstas en los Planes de Recuperación y Resiliencia podrían incrementar el producto potencial del área del euro en torno a un 1,5 % en 2026.**
2. **En particular, se espera que el programa beneficie a las economías europeas a través de cuatro canales.**
 - **Primero, los esfuerzos fiscales coordinados podrían reportar considerables efectos de propagación (*spillovers*), como consecuencia de los estrechos vínculos comerciales de los socios europeos.**
 - **Segundo, si las reformas estructurales asociadas se llevan a cabo de manera adecuada y a su debido tiempo, podrían ser fundamentales para el impacto a largo plazo del plan. Y la aplicación de estas reformas se vería mejorada por los incentivos incorporados en la aprobación condicionada de los sucesivos tramos.**
 - **Tercero, la financiación con deuda común de la UE permitiría reducir los posibles efectos expulsión (*crowding-out*) de la inversión pública.**
 - **Y, cuarto, la reacción europea a la pandemia generó efectos positivos en la confianza que, en particular, contribuyeron a reducir las primas de riesgo de países periféricos.**

POSIBLES EFECTOS A LARGO PLAZO DE LA CRISIS ENERGÉTICA

- 1. Habida cuenta de que la economía europea es importadora neta de gas y petróleo, la renta real de los consumidores de energía de esta área disminuye con la subida de precios. Bajo el supuesto de un aumento permanente de los precios energéticos de alrededor del 30 %, la caída de la renta real de la UE sería ligeramente superior al 1 % del PIB.**
- 2. El incremento de estos precios podría incidir negativamente en el *stock* de capital reduciendo los incentivos para que las empresas inviertan y dejando obsoletos parte de los procesos de producción.**
 - Ante un aumento permanente del 30 % de los costes de la energía, el producto potencial podría reducirse en torno a un 0,5 % (0,4 % si asumimos una elevada elasticidad de sustitución del consumo energético).**
 - Con todo, a muy largo plazo, según el supuesto de elevadas elasticidades de sustitución, el impacto de una subida de los precios de la energía sobre la inversión podría ser incluso positivo si fomenta la innovación.**
 - La adopción de políticas a escala de la UE podría atenuar las consecuencias negativas de la crisis energética. Un mayor grado de integración e interconexión de los mercados energéticos de la UE aumentará la competitividad y favorecerá una bajada de los precios de la energía.**
- 3. Un incremento permanente de los márgenes empresariales y de los salarios puede derivar en un aumento del desempleo estructural y en una disminución del producto potencial.**

- 1. Dada la percepción de aumento de las barreras al comercio internacional de insumos, la evidencia disponible muestra que las empresas están acortando sus cadenas de valor —diversificándolas hacia proveedores regionales o locales— e incrementando sus existencias.**
- 2. Se esperan efectos negativos sobre el crecimiento potencial derivados de los mayores costes y/o de la disminución de las rentas como consecuencia de la caída de los intercambios comerciales, así como de una difusión más lenta de la tecnología y la innovación, de aumentos de los márgenes por parte de proveedores locales y de la menor «destrucción creativa» en la economía.**
- 3. Sin embargo, si el futuro de la globalización comporta una mayor diversificación de proveedores y una regionalización de las cadenas globales de valor, podría conducir a una mayor estabilidad macrofinanciera y a una disminución de la volatilidad.**
- 4. Por ahora, lo que observamos es un cambio en la naturaleza de la globalización hacia una mayor regionalización y diversificación, una reducción de los flujos comerciales de bienes (en especial de materias primas energéticas) y una expansión del comercio de servicios. En estos momentos, su efecto general sobre el crecimiento potencial a largo plazo no está claro en absoluto.**

ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO POTENCIAL (I)

1. Según estimaciones del informe Perspectivas de la Economía Mundial (WEO) de octubre de 2019 del FMI, el crecimiento potencial del área del euro sería de alrededor del 1,3 % en 2024, una estimación que básicamente no se modificó en el WEO de octubre de 2022. Asimismo, las previsiones de *Consensus Economics* de octubre de 2019 apuntaban a un crecimiento interanual del PIB a diez años vista del 1,24 %, mientras que la cifra correspondiente a la encuesta de octubre de 2022 lo situaban en el 1,26 %.
2. Si las estimaciones del FMI de octubre de 2019 del nivel del producto potencial para 2024 se comparan con las de octubre de 2022, ahora se estima que su nivel se situaría en torno a un 1,5 %-2 % por debajo del correspondiente al escenario previo a la pandemia.
3. En la medida en que el crecimiento potencial a largo plazo siga sin verse afectado en relación con el escenario anterior a la pandemia, el impacto negativo sobre el producto potencial sería permanente. Además, se espera que el efecto adverso sobre el nivel del producto potencial sea menor que sobre el PIB real, lo que apunta a un impacto negativo sobre la brecha de producto como consecuencia de la pandemia y de la crisis energética.
4. Por componentes, las principales causas del impacto negativo (y moderado) sobre el nivel del producto potencial son las revisiones a la baja de las contribuciones del capital y de la productividad total de los factores entre diciembre de 2019 y el mismo mes de 2022.

- 1. Se dispone asimismo de evidencia de que se ha producido una desvinculación entre la brecha de producto —que se situó en terreno negativo ya en marzo de 2020, apuntando a la existencia de cierto grado de holgura en la economía— y la brecha de desempleo, que sigue siendo negativa, lo que sugiere un ligero tensionamiento del mercado de trabajo.**

- 2. Hay varios factores que podrían ser el origen de esta desvinculación, pero dos son especialmente relevantes:**
 - i) el recurso excepcional a programas de mantenimiento del empleo moderó el impacto de la crisis sobre el desempleo en mayor medida que sobre otros componentes del PIB por el lado de la oferta.**

 - ii) la moderación salarial observada recientemente no solo mitiga los riesgos de que se produzcan espirales de precios y salarios, sino que también limita el aumento del desempleo estructural como consecuencia de una subida de los precios de la energía.**

2. EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL ÁREA DEL EURO



NUESTRAS ÚLTIMAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

- 1. Las proyecciones de los expertos del BCE de diciembre incluían una revisión al alza considerable de las tasas de inflación medias para 2023 y 2024, así como una previsión de inflación por encima de nuestro objetivo del 2 % a medio plazo. Fue una indicación de que las condiciones financieras vigentes antes de esa reunión no eran compatibles con un retorno oportuno a nuestro objetivo del 2 %. Así, pues subimos nuestros tipos en 50 pb y señalamos nuestra intención de seguir aumentándolos de forma significativa a un ritmo sostenido.**
- 2. Tras nuestra comunicación de diciembre, la curva *forward* libre de riesgo se desplazó al alza. Concretamente, el día anterior a nuestra reunión de febrero, el tipo OIS a diez años era 0,27 puntos porcentuales (pp) más elevado que antes de la reunión de diciembre, mientras que el tipo OIS a tres meses era 0,51 pp más alto.**
- 3. Nuestra decisión de febrero representa una continuación de la senda de endurecimiento de diciembre. Nuestra valoración de las perspectivas de inflación nos llevó a considerar que los riesgos para dichas perspectivas estaban más equilibrados, especialmente en el corto plazo. Antes de nuestra reunión de febrero, la curva *forward* libre de riesgo continuaba señalando expectativas de nuevas subidas de los tipos de interés, incluidos incrementos de 50 pp en febrero y en marzo, con un tipo de mercado terminal en torno al 3,47 %.**
- 4. Si estos dos elementos se toman en consideración conjuntamente, cuando celebramos la reunión de febrero, la curva *forward* libre de riesgo —así como todos los demás factores que influyen en las expectativas de inflación de los mercados y de los analistas— podía considerarse compatible con un retorno de la inflación al objetivo del 2 % a medio plazo. Y, por consiguiente, actuamos y nos comunicamos basándonos en esta valoración.**

Son varios los factores que desempeñarán un papel fundamental en nuestras actuaciones de política monetaria más allá de marzo:

- 1. El grado de transmisión de la perturbación inflacionista a la inflación subyacente y la simetría del descenso reciente de los precios de la energía.**
- 2. Fluctuaciones del tipo de cambio. El tipo de cambio euro-dólar se depreció sustancialmente en la primera parte de 2022. No obstante, en la segunda mitad del año y en lo que llevamos de 2023, esta depreciación se ha revertido en parte.**
- 3. La evolución de los salarios y de los márgenes empresariales.**
- 4. La evolución del entorno exterior podría ser fundamental, en particular el impacto del fin de la política de COVID cero en China.**
- 5. La capacidad de resistencia del crecimiento del área del euro y su composición.**
- 6. Otra fuente de incertidumbre está relacionada con la transmisión de la política monetaria, dado que el actual ciclo de subidas de los tipos de interés del BCE carece de precedentes en lo que respecta a su velocidad y, además, las condiciones macrofinancieras actuales son distintas de las imperantes en ciclos anteriores.**

3. EL PAPEL DE LA POLÍTICA FISCAL



- 1. En el actual entorno de inflación elevada, el *policy mix* adecuado exige que el tono de la política fiscal no sea incompatible con esta orientación antiinflacionista.**
- 2. Las medidas de apoyo público deberían ser temporales y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Asimismo, las medidas deberían retirarse gradualmente conforme vayan descendiendo los precios energéticos. De lo contrario corremos el riesgo de que las presiones inflacionistas se incrementen, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria.**
- 3. Además, la enorme necesidad de apoyo fiscal durante la pandemia obligó a suspender el marco fiscal e hizo que el nivel de deuda pública aumentara de forma considerable, lo que redujo sustancialmente el margen de maniobra de la política fiscal, en un contexto de necesidad acuciante de inversión pública a largo plazo en los ámbitos de la digitalización y el cambio climático.**
- 4. En un entorno de estas características, la elevada inflación y el cambio hacia una política monetaria restrictiva podrían llevar a que los mercados financieros presten más atención a los problemas de sostenibilidad de la deuda. Dicho en pocas palabras, disponer de un marco fiscal creíble es ahora más importante que nunca.**

LA PROPUESTA DE LA COMISIÓN EUROPEA PARA REVISAR EL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

- 1. El objetivo principal de la propuesta es garantizar que las ratios de deuda pública se sitúen en una senda descendente, manteniendo la ratio de deuda en relación con el PIB del 60 % como valor de referencia. También sigue siendo necesario que los déficits públicos se mantengan por debajo del valor de referencia del 3 % en el medio plazo.**
- 2. Los Estados miembros deberán presentar planes fiscales y estructurales a medio plazo que garanticen que su ratio de deuda se mantiene en una senda sostenible, o tiende hacia ella, al final del período de ajuste. La senda de ajuste se discutirá y acordará bilateralmente con la Comisión, antes de su adopción por el Consejo.**
- 3. Estos planes estructurales a medio plazo incorporarán compromisos de inversión pública y de reforma, que podrían sustentar un período de ajuste fiscal más largo o un ajuste más gradual.**
- 4. La senda de ajuste fiscal debe basarse en un ancla de sostenibilidad fiscal a largo plazo, articulada a través del denominado «marco de análisis de la sostenibilidad de la deuda» e implementada mediante una regla de gasto sencilla.**
- 5. En cuanto al mecanismo de ejecución, se extendería el uso efectivo de las sanciones financieras mediante la reducción de sus importes, se reforzarían las sanciones en materia de reputación, y se aplicaría la condicionalidad macroeconómica a los fondos estructurales y a la financiación de la UE como palanca adicional.**

- 1. Las orientaciones de la Comisión incluyen objetivos de gasto específicos para cada país, que podrían incorporar las diferencias de crecimiento potencial y de tipos de interés en el marco de análisis de la sostenibilidad de la deuda. Aunque, en principio, esto sería deseable, la clave está en cómo calibrar los plazos del ajuste fiscal necesario. La credibilidad del marco fiscal podría verse comprometida si los plazos son muy largos o si el ajuste se concentra al final del período.**
- 2. Las reglas fiscales han de poder evitar el tradicional comportamiento procíclico de las finanzas públicas. Por tanto, debería incluirse un sistema de incentivos claros para impulsar los esfuerzos de consolidación de las finanzas públicas cuando la economía vaya bien. Este sistema debería aunar incentivos positivos — como permitir que los países diseñen su senda de consolidación fiscal— y negativos, como un régimen sancionador reforzado, que incluya restricciones al acceso a fondos de la UE.**
- 3. Se puede conseguir un mayor grado de cumplimiento con un mayor automatismo en la aplicación de las reglas. La propuesta de la Comisión mejora el automatismo en cierta medida. Con todo, está por ver su aplicación efectiva. En este contexto, se debería reforzar el papel de las instituciones fiscales independientes.**

- 1. La propuesta de reforma de la Comisión sugiere una regla de gasto sencilla junto con un ancla de sostenibilidad, basados en un marco de análisis de la sostenibilidad de la deuda. Con todo, la sostenibilidad de la deuda no es un concepto fácil de aplicar.**
- 2. La propuesta de reforma aborda también la posibilidad de redirigir más fondos públicos hacia los objetivos climáticos y digitales ampliando el período de ajuste. Este enfoque es mejor que el uso de las llamadas «reglas de oro» para financiar la inversión verde. En todo caso, los retos que plantean las transiciones ecológica y digital exceden con mucho el margen de maniobra fiscal de los Gobiernos nacionales. Así, una opción más eficiente sería establecer un instrumento de financiación europeo común.**
- 3. Por último, las orientaciones de la Comisión Europea pasan por alto un elemento esencial: el establecimiento de una capacidad fiscal central permanente.**