

DISCIPLINA FISCAL Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Claves para una consolidación fiscal exitosa

La naturaleza de la relación entre crecimiento económico y disciplina fiscal es uno de los temas clásicos de debate entre las diferentes escuelas de pensamiento económico. Y desde el inicio de la Gran Recesión en las economías occidentales en 2007, se ha convertido también en el trasfondo de un debate político e ideológico de cierto calado. En términos muy simplificados, que con posterioridad intentaremos matizar, el debate se ha enconado entre aquellos que preconizan la contraposición entre disciplina fiscal y crecimiento económico, y aquellos que defienden que la disciplina fiscal es una condición necesaria pero no suficiente para un crecimiento sano y sostenido. Gran parte del debate económico e institucional sobre el futuro de la zona euro se encuentra impregnado de estas consideraciones y en los Estados Unidos las discusiones sobre el denominado “precipicio fiscal” también las translucen.

Visto con cierta perspectiva, más que el resurgir de este debate, en cierto modo histórico y profundo, lo más sorprendente es cómo fue posible que durante algunos años previos al estallido de la Gran Recesión en 2007, el

Fernando Navarrete Rojas es director general de Estrategia y Financiación del ICO. Exdirector de Economía y Políticas Públicas de FAES.

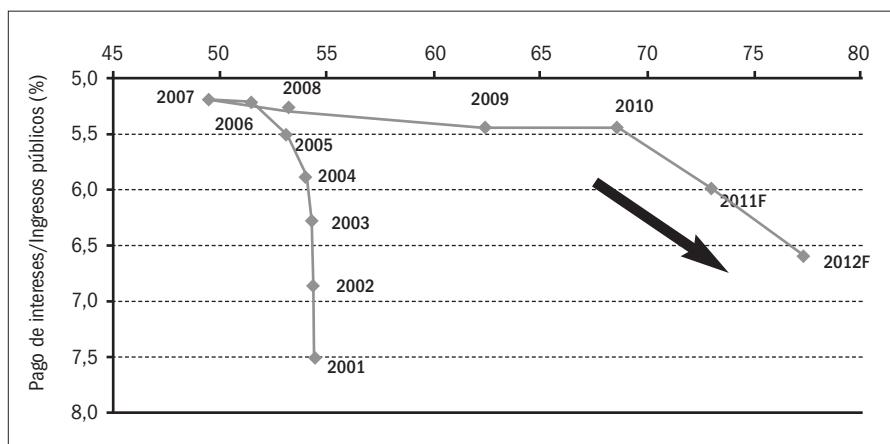
debate estuviese larvado e incluso pareciese en la superficie que había un acuerdo en gran medida transideológico, solo con diferencias de matiz o de oportunidad, sobre la contribución positiva de la disciplina fiscal sobre el crecimiento. Esta aparente atonía en el debate intelectual hunde sus raíces en una de las manifestaciones más características del periodo denominado de Gran Moderación que precedió a la actual situación, a saber, la excepcional disminución de la aversión al riesgo y en consecuencia la disminución de las primas de riesgo.

Este fenómeno no fue en absoluto exclusivo en los países de la Unión Monetaria Europea, pero quizás vio en estos su expresión más acentuada. Estas circunstancias generaron un entorno que propició en el conjunto de países de la zona euro una fuerte reducción de la carga de intereses de la deuda pública en los presupuestos públicos, que favoreció, a su vez, la disminución del peso de la deuda pública sobre el PIB. Este círculo virtuoso en un contexto de crecimiento económico, por el cual la reducción de los costes financieros inducía una “apacible” reducción del peso de la deuda sin que los gastos públicos tuvieran que ajustarse necesariamente a la baja, lógicamente deprimió el nivel del debate sobre el papel de la política fiscal. Pero todo esto cambió súbitamente con el estallido de la crisis en 2007 y el cambio radical en el entorno: la aversión al riesgo se disparó –aunque visto con perspectiva quizás sería mejor decir que revirtió a la media aunque con cierta sobrerreacción–, y el crecimiento económico sufrió en los países occidentales la más profunda recesión desde la Gran Depresión del siglo XX.

En este nuevo, complicado y radicalmente distinto contexto económico hizo fortuna políticamente el canto de sirena de los “estímulos fiscales” como herramienta anticrisis. Un juego arriesgado que pocos se resistieron a jugar y que algunos países estamos pagando muy caro, demasiado caro. Porque si arriesgado era y es para países con estructuras económicas más flexibles y con más instrumentos de política económica a su alcance, como es el caso de los EE. UU.; en el caso de países inmersos en una Unión Monetaria pero con unos mercados financieros imperfectamente integrados, o dicho de otro modo, en países con tipos de cambio fijos irrevocables y con estructuras y mercados más inflexibles, a partir de 2010 se hizo evi-

dente la insostenibilidad de los estímulos al haber propiciado una grave crisis de deuda soberana con graves consecuencias institucionales. En el caso de España las consecuencias han sido social, política y económicamente devastadoras.

GRÁFICO 1
Deuda pública/PIB (%)



Fuente: Moody's y cálculos propios

En el Gráfico 1 se puede observar cómo entre 2007 y 2010 la deuda pública en el conjunto de la Eurozona se dispara como consecuencia de decisiones discrecionales de “estímulo fiscal”, sin apenas tener incidencia en la carga de intereses de la deuda. Pero a partir de 2010 las cuentas públicas europeas entran en una espiral negativa en la que la pérdida de confianza y el deterioro de la sostenibilidad fiscal alimentan el aumento de la carga de intereses y un crecimiento, esta vez no intencionado sino difícilmente controlado e indeseado, de la deuda pública. Es el estallido de la crisis política e institucional de la Eurozona derivado de la decisión política de la mayoría de sus países miembros de olvidar las reglas constitutivas del club para caer en los cantes de sirena del “estímulo fiscal”.

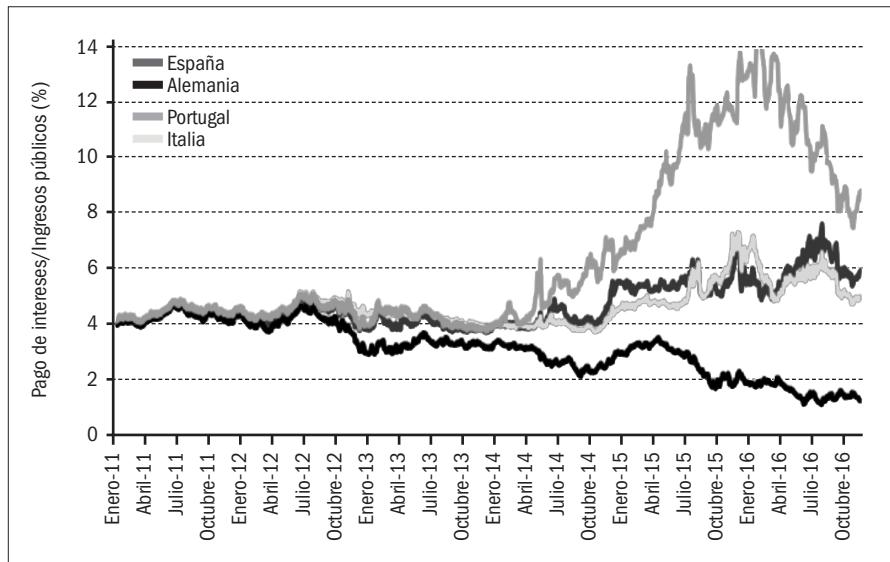
Lógicamente el mayor impacto negativo se centró en aquellos países que mostraban mayor debilidad, bien por tener menos diversificadas sus

fuentes de demanda y depender fundamentalmente de su demanda interna, mostrar mayores desequilibrios exteriores, estar más expuestos a las consecuencias económicas y financieras del estallido de burbujas de activos y/o presentar mercados de trabajo más inflexibles, o simplemente aquellos que habían llevado la teoría del estímulo hasta el paroxismo alcanzando niveles de déficit público nunca antes vistos. La semilla de la desconfianza en la continuidad a largo plazo del proyecto común de Unión Monetaria estaba sembrada y no tardó en crecer.

Las primas de riesgo –este pariente lejano ahora tan conocido por estos lares como antaño lo era solo en otras latitudes y continentes– ya no solo reflejaban la percepción sobre los fundamentales diferencialmente deteriorados de las economías, sino que empezaron a incorporar la probabilidad y el impacto de ruptura del euro. En consecuencia, el viejo riesgo del tipo de cambio, por una década olvidado y ahora llamado “riesgo de redenominación”, volvió a las economías de la Eurozona desandando en poco tiempo todo lo avanzado desde el lanzamiento del proyecto de moneda única. Con este riesgo de nuevo activado, las consecuencias sobre los mercados de capitales en Europa fueron y siguen siendo desastrosas: una práctica total renacionalización con ausencia de flujos financieros transfronterizos relevantes entre el denominado “centro” y la “periferia”. Un movimiento no solo alimentado por la percepción de riesgo de los mercados, sino azuzado por algunos reguladores y supervisores nacionales que han actuado de forma miope con respecto al interés general de la Eurozona. Para muchos países, aunque la unidad de cuenta siguiese siendo el euro, las monedas nacionales habían vuelto de facto: tipos de interés no ya distintos sino divergentes con los de otros países de la Eurozona, ausencia de flujos financieros externos, etc.

Es en este nuevo contexto de crisis económica, política e institucional de la Eurozona en el que se vuelve a revisitar la cuestión de la interacción entre crecimiento económico y disciplina fiscal una vez constatado el efecto negativo de los estímulos fiscales de 2007-2009 sobre la viabilidad del proyecto de moneda única, hasta el punto de poner en cuestión su continuidad. Y es en esta situación en la que incluso los más acérrimos defensores de los estímulos fiscales tienen que dar una respuesta muy matizada,

GRÁFICO 2
Rentabilidad bonos a 10 años



Fuente: Datastream

aclarando que aquellos países que sufren un deterioro en su credibilidad, entre otros motivos posibles, por haberse dejado llevar por la indisciplina fiscal y el “estímulo”, no tienen otra alternativa que una imprescindible consolidación fiscal. Ahora bien, la pregunta más relevante una vez llegados a este punto es: ¿qué efectos tendrá este proceso de imprescindible consolidación fiscal sobre el crecimiento?

Aquí de nuevo las posturas teóricas de la academia y el análisis de la evidencia empírica disponible son discrepantes en cuanto a los efectos a corto plazo sobre el crecimiento. Pero en todo caso, lo más importante a efectos políticos es que las respuestas teóricas y empíricas sobre los beneficios a largo plazo de la consolidación fiscal son bastante inequívocas. En cuanto a los efectos a corto plazo, las posturas varían entre aquellos que consideran que, bajo determinadas circunstancias, una consolidación fiscal puede tener y ha tenido en el pasado efectos expansivos sobre el crecimiento, y aquellos que por el contrario consideran que, en general, las consolidacio-

nes fiscales tienen a corto plazo un coste en términos de crecimiento. Pero creo que es conveniente insistir que tanto en uno como otro caso la generalidad del pensamiento económico reconoce el efecto expansivo a largo plazo de la disciplina fiscal. Este punto es de esencial importancia.

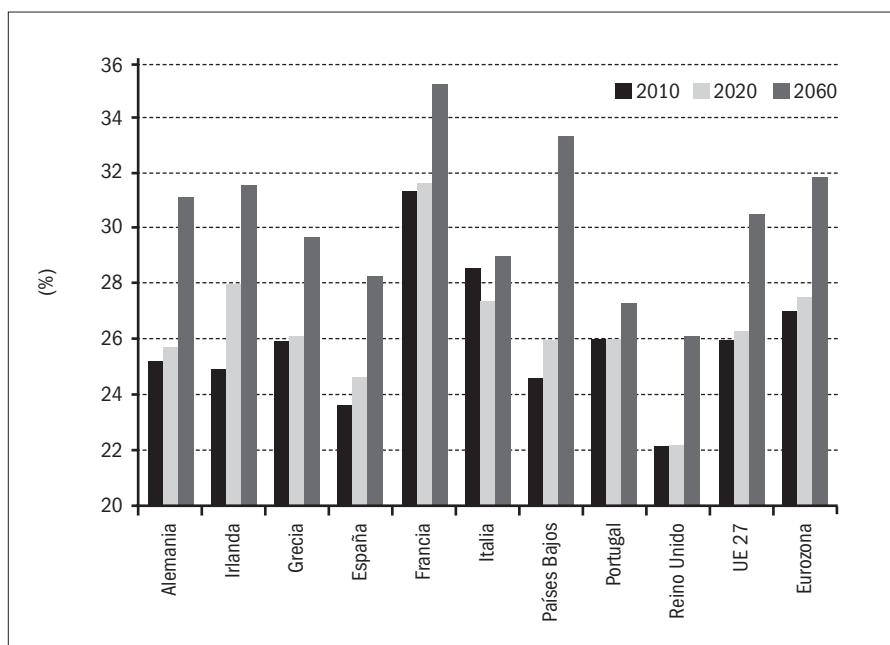
Si Europa desea encontrar un papel atractivo y creador de oportunidades para sus ciudadanos en el mundo que se está conformando en la globalización, entonces no puede pasar por alto la necesidad de poner las cuentas públicas en orden y, por supuesto, propiciar reformas estructurales que fomenten la flexibilidad, el emprendimiento, la innovación y la creatividad. Poner ahora las cuentas en orden será, en todo caso, más fácil que cuando lo tengan que hacer también los EE. UU. o Japón –porque lo tendrán que hacer y en mucha mayor magnitud–. A medio plazo este es el camino para que Europa mejore su posición competitiva en el mundo.

Sin ánimo de ser exhaustivos, resulta conveniente repasar las condiciones bajo las que, conforme a cierta corriente de pensamiento económico, una consolidación fiscal resultaría expansiva incluso en el corto plazo. En primer lugar, la consolidación no solo tiene que observarse, es decir, no vale su mero anuncio, sino que tiene que ser de una magnitud muy importante con el fin de que pueda alterar expansivamente las expectativas y se produzca una rebaja de la prima de riesgo. En este punto hay que resaltar la intersección entre política fiscal y el tono expansivo o contractivo del conjunto de la política económica, que no solo está marcado por la política fiscal sino por esta en conjunción con la política monetaria. En segundo lugar, el esfuerzo de consolidación tiene que focalizarse esencialmente en la vía de la reducción del gasto público. En tercer lugar, y de forma implícita, la evidencia empírica sugiere que para que este círculo virtuoso pueda operar en el muy corto plazo es necesario que los países del entorno de aquel que está realizando el esfuerzo de consolidación no se encuentren en una situación cíclica recesiva.

En el caso de los países de la Eurozona, tanto aquellos que se encuentran más directamente afectados por una pérdida de credibilidad o incluso aquellos que transitoriamente están actuando a modo de refugio para la inversión, todos ellos tienen un factor subyacente común que les empuja hacia la necesidad de consolidación a medio plazo: el envejecimiento de la población.

En la medida en que este factor demográfico aumenta a largo plazo los gastos públicos en aproximadamente cinco puntos del PIB, sanear las cuentas públicas para acomodar este gasto es una necesidad ineludible.

GRÁFICO 3
Gasto público en Europa asociado al envejecimiento (2010-2060)



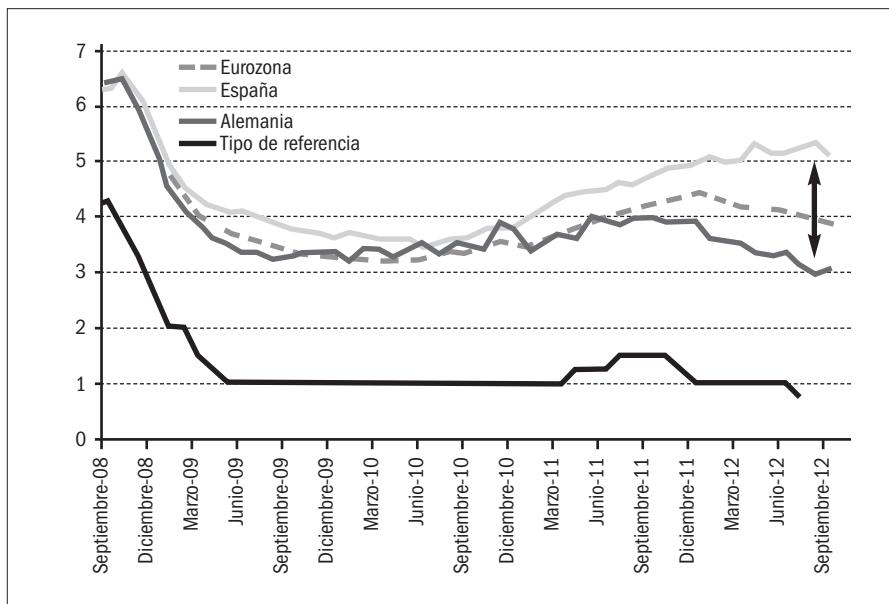
Fuente: Comisión Europea (2012)

Por todo lo anterior, bien podría decirse que en la zona euro la cuestión no es consolidación fiscal sí o no –la respuesta es un sí muy claro–, sino dónde, cuándo, cuánto y, sobre todo, cómo. La Eurozona necesita plantearse una estrategia definida sobre cómo va a llevar a cabo una estrategia exitosa de consolidación fiscal promotora del crecimiento y comunicarla con claridad al resto del mundo. No es el objeto de este artículo detallar un plan completo, pero sí al menos plantear algunas de las condiciones que debe cumplir.

Una primera condición es que la arquitectura institucional del euro debe conseguir transmitir a los inversores, tanto de dentro como de fuera de la Eurozona, la eliminación del riesgo de redenominación o de salida de algunos países de la moneda única. La percepción de este riesgo por parte de los inversores ha sido especialmente aguda durante los meses centrales de 2012 y solo los anuncios de actuaciones más decisivas por parte del BCE han conseguido reducirlo. Pero Europa debe avanzar de forma mucho más decisiva para eliminar definitivamente del horizonte este “riesgo de cola”, el cual, dado su tremendo impacto potencial –incluso aunque se le asigne una baja probabilidad de ocurrencia–, no solo ha segmentado los mercados financieros sino que impide una adecuada transmisión de la política monetaria. Así, además de actuaciones de “gestión de crisis” por parte del BCE como el SMP (Securities Market Program), LTRO (Longer Term Refinancing Operations) y últimamente OMT (Outright Monetary Transactions) que amenazan con agotar la panoplia de acrónimos, la Eurozona debería dar pasos institucionales claros e irreversibles para asegurar la continuidad del proyecto de moneda única.

Afortunadamente en estos momentos, aunque con mucho retraso desde el inicio de la crisis, Europa tiene en su agenda un proyecto que ataca la raíz de muchos de sus problemas financieros, la Unión Bancaria, que de forma ideal debería contemplar los tres elementos imprescindibles para garantizar un mercado financiero europeo integrado y resistente: regulación, supervisión y resolución bancaria integrada con el corolario de un Fondo de Garantía de Depósitos paneuropeo, que señalizase a toda la ciudadanía que un euro es un euro a todos los efectos con independencia de en qué banco de Europa se deposite. Solo así se podrá señalizar la irreversibilidad del proceso de moneda única. Desgraciadamente, la hoja de ruta no está todavía clara y el proceso de toma (o no toma) de decisiones es todo menos previsible. De ahí que, a pesar de las actuaciones del BCE, parezca que subsistan en las valoraciones de la deuda soberana de algunos países consideraciones sobre la no irreversibilidad del euro.

GRÁFICO 4

Tipos de interés: Nuevos préstamos a empresas, hasta un año y 1M€

Fuente: Datastream

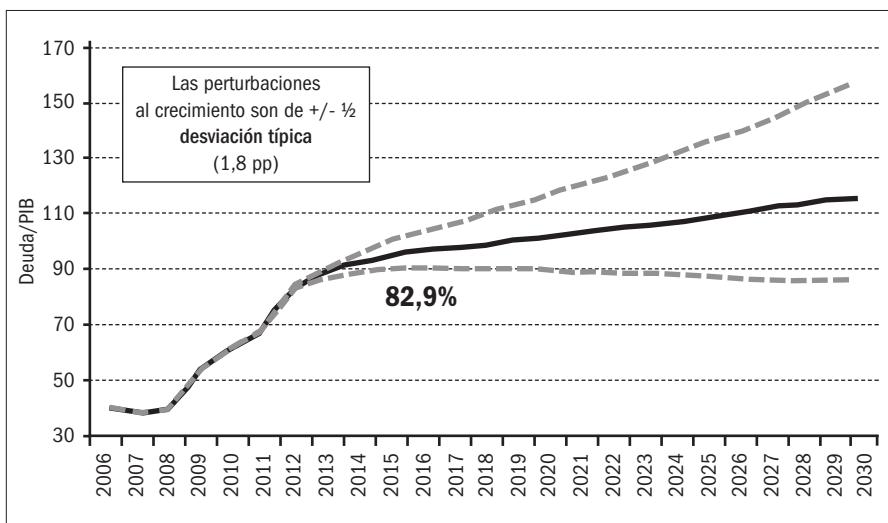
En estas condiciones institucionales y de mercado no resulta extraño que el BCE lleve meses hablando de la inadecuada transmisión de su política monetaria ya que, como se observa en el Gráfico 4, las condiciones de financiación de las distintas economías dentro de la Eurozona no es ya que presenten distintos niveles, sino que, lo que es más grave, son divergentes y, en el caso de España, no responden a las señales de expansión monetaria del Banco Central.

Como ya apuntamos previamente, la interacción entre política monetaria y fiscal resulta esencial para poder alcanzar un proceso exitoso de consolidación fiscal sin efectos recesivos o, al menos, con los menores efectos negativos a corto plazo y poder así aprovechar al máximo sus beneficios de largo plazo. Por tanto, en la Europa de hoy resulta crucial que el BCE encuentre la forma para que su política monetaria expansiva consiga transmitirse de forma efectiva precisamente en aquellos países que están inmersos en ambiciosos

procesos de consolidación fiscal, como España, que es justo donde actualmente sus señales monetarias no se traducen en unas condiciones crediticias más expansivas. A nadie se le escapa la dificultad añadida de alcanzar los objetivos de consolidación fiscal en unas condiciones crediticias adversas que no hacen sino reducir las probabilidades de éxito de los esfuerzos desplegados.

Pero para poder acomodar un esfuerzo de consolidación fiscal importante y asegurar su éxito, no basta solo con una política monetaria expansiva; resulta necesario un esfuerzo más profundo de reforma económica a nivel nacional que, por la vía de las expectativas, permita a corto plazo reducir las primas de riesgo y, a medio plazo, elevar el potencial de crecimiento de la economía. Entre estas reformas destaca por su relevancia transversal para toda la economía la flexibilización del mercado de trabajo. Y en especial aquellas medidas dirigidas a que el imprescindible e inevitable ajuste en los costes laborales, necesario para la recuperación de la competitividad internacional, se realice fundamentalmente por la vía de los precios y los salarios, y no por el mecanismo ineficiente y socialmente injusto del despido de los últimos entrantes en el mercado de trabajo (jóvenes, contratados temporales, etc.).

GRÁFICO 5
Sostenibilidad de la deuda y perturbaciones al crecimiento potencial



Fuente: FMI y cálculos propios

Si bien en el debate económico diario cuando se habla de sostenibilidad de la deuda los términos del debate suelen girar en torno a variables como la prima de riesgo, el déficit público o el nivel de deuda acumulada, lo cierto es que el parámetro con mayor impacto sobre la dinámica de la deuda es, precisamente, el crecimiento a largo plazo de la economía. En el Gráfico 5 puede verse cómo para unos mismos niveles dados de tipos de interés, nivel de partida de deuda y senda de ajuste del déficit público, que son los que el FMI estima para la economía española, la deuda entra en una senda insostenible simplemente reduciendo en media desviación típica el nivel de crecimiento nominal de la economía a largo plazo y, por el contrario, resulta totalmente controlada variando ese mismo parámetro media desviación típica al alza. Así las cosas, si los inversores piensan que los actuales niveles de endeudamiento y de déficit público son compatibles con la sostenibilidad a largo plazo de la deuda, entonces no exigirán mayores primas de riesgo lo que, a su vez, facilitará el propio control de la deuda en un círculo virtuoso autocomplido que se inicia con el convencimiento de que la estructura económica y la flexibilidad de los mercados permitirán impulsar a largo plazo mayores niveles de crecimiento.

Finalmente, en lo relativo a las distintas estrategias de implantación de un programa de consolidación fiscal, la evidencia empírica internacional disponible muestra cómo concentrar los esfuerzos en la reducción estructural del gasto público no solo provoca mejores resultados tanto a corto como a largo plazo, aunque especialmente a corto plazo, frente a la estrategia alternativa de incrementar los tipos impositivos, sino que además incrementa las probabilidades de éxito del proceso de consolidación fiscal. Este resultado, que a algunos pudiera parecer contraintuitivo, en realidad no debiera sorprender tanto habida cuenta del fuerte impacto que hemos visto con anterioridad que el crecimiento económico tiene sobre la percepción de sostenibilidad de los niveles de deuda pública.

En la medida en que concentrar el esfuerzo de consolidación en el gasto público reduce los desincentivos que generan los impuestos sobre los agentes económicos, y permite en consecuencia un mejor comportamiento del crecimiento económico, no es de extrañar que esta estrategia no solo sea más respetuosa con el crecimiento sino que, al permitir sostener en el

tiempo el esfuerzo de consolidación, otorgue mayores probabilidades de éxito al propio proceso de consolidación. Por tanto, el esfuerzo de reducción estructural del gasto público y la reforma tributaria con el objetivo de reducir las distorsiones asociadas a tipos marginales muy elevados debieran ser ingredientes necesarios de una consolidación fiscal exitosa y compatible con el impulso del crecimiento.

A modo de conclusión y resumen, se puede afirmar que para aquellos países que carecen de “espacio fiscal” por sufrir una pérdida de credibilidad derivada de la percepción de riesgo de insostenibilidad de las cuentas públicas, conseguir completar con éxito un ambicioso proceso de consolidación fiscal no solo es compatible con el crecimiento sino que es, en sí mismo, un factor impulsor del mismo, siempre que se cumplan algunas condiciones (necesarias) tanto internas como de contexto que son especialmente relevantes en el marco de la Unión Monetaria Europea. Entre las condiciones relativas al diseño y funcionamiento de la moneda única con mayor impacto sobre la consolidación fiscal destacan: (i) la eliminación del “riesgo de redenominación” o de salida del euro, que impulsaría al alza los costes de financiación de los países inmersos en ambiciosos procesos de consolidación fiscal más allá de sus fundamentales; (ii) que el Banco Central Europeo sea capaz de transmitir precisamente en estos países su impulso monetario general, de tal forma que la consolidación fiscal no se realice en el contexto de unas condiciones crediticias y monetarias cada vez más contractivas.

En cuanto a las condiciones principalmente de carácter nacional destacarían: (i) que el proceso de consolidación se realizase en paralelo con un ambicioso programa de reformas estructurales que facilitase la re-signación eficiente de factores productivos, incrementase la competencia y favoreciese la competitividad; y (ii) que el peso de las medidas de ajuste fiscal recayese principalmente sobre la reducción estructural del gasto público.

En todo caso, las condiciones económicas que permiten hablar de la factibilidad teórica y empírica de un proceso de ajuste presupuestario impulsor del crecimiento económico no resultan suficientes para su plena

puesta en marcha, ya que factores políticos y sociales como la legitimidad política, la narrativa y la cohesión social resultan esenciales para sostener unas medidas que necesariamente deberán prolongarse en el tiempo.

PALABRAS CLAVE

Unión Europea • Economía • Unión monetaria • Fiscalidad europea • Pacto de estabilidad y crecimiento

RESUMEN

Desde la llegada de la Gran Recesión en el año 2007, existe en la Eurozona un debate entre las diferentes formas de afrontar la disciplina fiscal y el crecimiento económico. Es necesario que Europa lleve a cabo una serie de reformas económicas para continuar siendo una zona dinámica y atractiva, y ser un referente en el mundo globalizado. Únicamente con la suma de una adecuada política monetaria y fiscal podremos reducir las situaciones negativas del presente y poner las bases para éxitos futuros.

ABSTRACT

Since the advent of the Great Recession in 2007, there is a debate in the euro zone between the different ways of dealing with fiscal discipline and economic growth. Europe needs to carry out a series of economic reforms to continue being a dynamic and attractive area, and an example in the global world. Only by combining the appropriate monetary and fiscal policy will we be capable of reducing this negative situations and lay the foundation for future success.

Nº 141
¡YA A LA VENTA!

Nueva Revista

DE POLÍTICA, CULTURA Y ARTE

El valor añadido de la Unión Europea: Educación, Innovación, Investigación PILAR DEL CASTILLO Y JOSÉ M. DE AREILZA • Hacia una política educativa común para la Unión Europea FRANCISCO LÓPEZ RUPÉREZ • La evaluación en un régimen de libertad educativa JOSÉ LUIS GAVIRIA • La formación inicial del profesorado según la Unión Europea JAVIER M. VALLE • La enseñanza bilingüe, un camino hacia la excelencia XAVIER GISBERT DA CRUZ • movilidad y Mercado LUIS MIRA • El papel en un contexto GONZÁLEZ QUIRÓS espacio europeo de M. DE AREILZA como disculpa JULIO DARIA MOTTAREALE en la evaluación de las JOSÉ CANEL • En las humanidades pueden Mª MONTAÑO ALCÓN • de I+D e innovación en las • El Programa Europeo de 2020 y el valor añadido de la GUTIÉRREZ CORTINES europeos para la innovación y empresas MARIA DA GRAÇA educación y el emprendimiento JOSÉ MANUEL LECETA GARCÍA • Chris Anderson, *Makers* y José Antonio Marina, *La inteligencia ejecutiva* (CARLOS MAGRO) • Julio Crespo Maclenna, *Imperios* (JOSÉ MARÍA CARABANTE) • Robert y Edward Skidelsky, *¿Cuánto es suficiente?* (FELIPE SANTOS) • Ignacio Sánchez Cámara, *Europa y sus bárbaros* (RAFAEL GÓMEZ LÓPEZ-EGEA) • María Elósegui, *El derecho a la identidad cultural en la Europa del siglo XXI* (MARTÍN SANTIVÁÑEZ)



SUSCRIPCIONES:

Tlf. 91 189 23 70
www.nuevarevista.net

UNA PUBLICACIÓN DE

UNIVERSIDAD
INTERNACIONAL
DE LA RIOJA

unir