

ENFOQUE, ECONÓMICO



Diciembre, 2012 • Nro 26 • Santa Cruz - Bolivia

Bs. 15

REVISTA EDITADA POR EL COLEGIO DE ECONOMISTAS DE SANTA CRUZ - BOLIVIA

**Protejamos
el medioambiente**

EL DILEMA ENTRE CRECIMIENTO Y CONSOLIDACION FISCAL EN PLENA CRISIS

Diferencias estructurales a ambos lados del Atlántico.



Recordemos que la crisis, iniciada en el segundo semestre de 2008, pasó del sector financiero al real (de bancos a empresas), y luego al sector público, o sea a los gobiernos. Y afortunadamente, cuando les llegaba a los organismos multilaterales, se ha estado procurando romper el eslabón; porque si ellos se caen ¿a quién acudiríamos luego?

La debacle económica de los últimos 4 años tiene sometido al mundo a una serie de cuestionamientos de paradigmas fundamentales de la ciencia económica; unos nuevos, otros no tanto, pero que habían sido olvidados.

Entre los nuevos, el revisar aspectos esenciales en la formulación de políticas económicas, como el divorcio que ha presidido hasta ahora la relación entre la macroeconomía y el desarrollo de los mercados financieros. Otro muy relacionado, algunos conceptos (que trataremos de no llamar básicos) de administración de las finanzas en el ámbito público.

Esta revisión se extiende al papel que han desempeñado las políticas fiscales en la gestión de la crisis; y al que aun tienen que jugar para sentar las bases de la recuperación, dado el agotamiento del espectro monetario, encontrándonos en el punto al que los economistas llamamos *"trampa de liquidez"*, mas aun considerando el imaginativo espectro heterodoxo de medidas desplegadas en su máximo esplendor por los dos principales focos de atención e impacto de la crisis: Estados Unidos(EEUU) y la Unión Europea(UE). Lo anterior, sin dejar de reconocer de alguna manera la (excesiva) prudencia y formalismo, propios de los europeos, y por otro lado, la casi total ausencia de austeridad y compromiso con la consolidación fiscal de los líderes norteamericanos.

Aquí, bien cabe recordar que EEUU le lleva ventaja a la UE en dos ámbitos en cuanto a la resolución de la crisis, ambos relacionados a la flexibilidad.

El primero está referido a la capacidad adaptativa y de respuesta que tiene la economía norteamericana a los cambios de ciclo en las fluctuaciones de la actividad económica: mayores libertades para el emprendimiento privado, menores cargas laborales y mercados financieros más profundos, entre otros, aspectos que desembocan precisamente en una mayor productividad. En tanto que la economía europea muestra mayor pesadez, una población más envejecida y que representa una demasiado onerosa (aunque obligatoria) carga para el erario de los países miembros.



El segundo ámbito se refiere al institucional o de gobernanza. Como generalización, podríamos decir que la UE, parecido a EEUU, es un sistema (cuasi)federal, con moneda única, aunque incompleto en su tránsito para unificarse. Sobre este aspecto, en la evolución de la crisis, recordaremos que muchos países europeos incumplieron el Tratado de Maastricht, en lo referido a los compromisos de déficit fiscal y deuda pública. Desafortunadamente, no existe capacidad de coerción (ni un liderazgo único) para hacer frente a estos “malos” desempeños. Es precisamente lo que sucede y temen los mercados financieros ante los nuevos compromisos (o adendas?) asumidos por los países posteriormente “rescatados”, con el caso “emblemático” de Grecia y sus protestas sociales ante los recortes del ingente gasto público que ha tenido que realizar.

Asimismo, debemos señalar la divergencia entre objetivos de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal norteamericana (Fed). El BCE, con un mandato único de preservar la estabilidad y poder adquisitivo de la moneda, básicamente controlar la inflación. En tanto que la Fed, con una dualidad de objetivos entre crecimiento e inflación, lo cual le deja un interesante margen de maniobra en sus intervenciones para regular estas dos variables, a través de la empírica y ampliamente comprobada Regla de Taylor.

Adicionalmente, no se puede pasar de lado que la Fed funciona como prestamista de última instancia del gobierno y puede financiarlo, si este así lo requiere, situación que no sucede así con el BCE, lo cual explica en EEUU los gastos, rescates e incentivos billonarios para reactivar su economía o las mejores calificaciones de deuda soberana, aun con mayores niveles de deuda proporcionales con relación a la gran mayoría de estados miembros de la UE, que se han deteriorado significativamente.

A largo plazo, no puede existir crecimiento estable si la deuda pública alcanza un nivel con relación al PIB que no pueda ser financiado en los mercados a un coste razonable. Existe una ley de oro de sostenibilidad de la deuda a largo plazo que establece: *si la tasa promedio de crecimiento anual de un país es inferior al tipo de interés promedio del coste anual de refinanciar su deuda, esta llegará a ser insostenible y dejarán de refinanciarla sus inversores*. Solo podrá revertirse esta situación si el país consigue mantener de forma sostenida un superávit fiscal primario anual (descontado el coste anual del servicio de la deuda) que permita ir reduciendo dicho nivel hasta conseguir que los inversores vuelvan a refinanciarla.

Ahora, mientras EEUU ha dado muestras (aunque tenues) de recuperación, Europa se hunde en la recesión. Claro, el error(o excesiva prudencia) de la política europea, dado que no tiene opción monetaria, es mostrarse inflexible (e insensible) al forzar un ajuste fiscal significativo y de shock. En términos simples, lo que se ha venido haciendo ha sido exigir a los enfermos que coman cada vez menos, pero que tengan cada vez mas fuerzas para trabajar sin comer.

En España, por ejemplo, se ha insistido en la reducción del déficit público como prioridad absoluta, cuando el problema principal es el endeudamiento externo. La primera es una magnitud de flujo, en tanto que la segunda es de stock. Es probable que esta insistencia en la reducción del déficit tenga mucho que ver con el actual nivel de desempleo que ya supera el 25% de su población económicamente activa y más de la mitad entre los jóvenes. Recientemente, el FMI ha advertido sobre las contraindicaciones de la austeridad a ultranza, cuestionando la excesiva concentración temporal de los ajustes fiscales en Europa. En esta ocasión, el argumento en que se basa su afirmación es la reciente evaluación de los multiplicadores fiscales.

El multiplicador fiscal viene expresado como el ratio de una variación de la producción a un cambio exógeno del déficit fiscal, el gasto público o los ingresos impositivos. Si bien es necesario el saneamiento

de las finanzas públicas, su distribución (y priorización) en el tiempo está siendo inadecuada: se está debilitando la demanda mucho más de lo que las autoridades anticipaban.

En el actual entorno, los multiplicadores fiscales son importantes y su magnitud ha pasado a ser un asunto relevante. Cuanto menores sean, menos costosa será la consolidación fiscal. Sin embargo, al tenor de los resultados, estaría sucediendo lo contrario, las autoridades los han subestimado.

El FMI tiene bien ganada una cierta tradición en trabajos empíricos al respecto y se han generado interesantes discusiones entre profesores tan respetados en este ámbito como Robert Barro y Christina Rommer. La estimación más reciente ha sido publicada por el *World Economic Outlook* en octubre 2012, cuyos autores son Olivierd Blanchard y Daniel Leigh. En ella, utilizando amplia evidencia internacional, se concluye que los multiplicadores utilizados en la elaboración de las previsiones realizadas desde el inicio de la crisis han sido en la mayoría de los países sistemáticamente demasiado bajos, entre 0.4 y 1.2, con el valor más probable utilizado en 0.5. Sin embargo, la evidencia sitúa el valor de los multiplicadores entre 0.9 y 1.7, bastante lejos de los supuestos con los cuales se ha intervenido fiscalmente.

Se trata de resultados consistentes con otras investigaciones que sugieren que, en el entorno actual de pronunciada contracción del PIB, políticas monetarias limitadas por un nivel excepcionalmente bajo de tipos de interés y ajustes sincrónicos en muchas economías avanzadas, el valor de los multiplicadores debe estar por encima de 1. Este análisis refuerza la sugerencia de abandonar la austeridad a ultranza como política económica de la eurozona. El estímulo a la demanda ha sido hasta ahora una expresión excluida del lenguaje de las autoridades europeas.

¿Qué más nos aporta la evidencia empírica disponible al debate actual sobre consolidación fiscal y crecimiento?

Existe otra regla fiscal que establece: cuando los efectos multiplicadores de la política fiscal sobre el crecimiento son muy elevados, lo que tiende a ocurrir en las recesiones (es decir, si por cada punto porcentual del PIB se reducen los gastos o se aumentan los ingresos fiscales, la tasa de crecimiento anual cae un punto porcentual o más), aplicar una fuerte contracción fiscal para reducir el déficit y la deuda suele reducir el crecimiento o aumentar la recesión, reduciendo a su vez los ingresos netos fiscales y logrando, paradójicamente, que el déficit y la deuda crezcan en porcentaje del PIB, motivo por el cual los ratios Deuda/Pib siguen elevados. Los inversores (y la gente) suelen comprender que, a corto plazo y siempre que exista espacio fiscal de maniobra, el crecimiento puede ser más eficaz para pagar la deuda que una excesiva y rápida contracción fiscal y prefieren que la consolidación fiscal se haga más lentamente, sin perjuicio de la *equivalencia Ricardiana*.

Algunos matices:

- ✚ Las contracciones fiscales basadas en reducciones del gasto público, especialmente el corriente, suelen reducir menos el crecimiento o ser menos recesivas que las basadas en aumentos de impuestos, ya que suelen producir una reducción de los tipos de interés a largo plazo por ser las que realmente permiten una consolidación permanente del presupuesto, generando una mayor confianza entre los inversores. Las basadas en subidas de impuestos, por el contrario, suelen generar caídas de la confianza y del crecimiento, especialmente en aquellos Estados miembros del área euro cuyos ingresos fiscales totales son ya muy elevados.
- ✚ Si las contracciones fiscales del gasto van acompañadas de importantes reformas estructurales que aumentan el crecimiento potencial a medio plazo, liberalizando los mercados laborales y los de bienes y servicios, su credibilidad será mayor y sus efectos negativos sobre el crecimiento serán

mucho menores. Por eso la imperiosa necesidad también de llevar a cabo reformas estructurales necesarias para mejorar la competitividad e incentivar la investigación y la innovación.

- ✚ Algunas contracciones fiscales han logrado aumentar la tasa de crecimiento, especialmente en países pequeños muy abiertos al exterior cuando realizan simultáneamente reformas y cuando su efecto negativo sobre el crecimiento es compensado por una expansión monetaria por parte de su banco central, produciendo una depreciación de su tipo de cambio frente al resto del mundo y estimulando su crecimiento a través de mayores exportaciones y menores importaciones.
- ✚ El Reino Unido, mientras hace su contracción fiscal, el Banco de Inglaterra mantiene una política monetaria expansiva, aumentando su demanda interna y depreciando la libra frente al euro, ayudando así a aumentar sus exportaciones y su crecimiento. En el área euro, el BCE sigue sin bajar tipos hacia 0%, a pesar de que las expectativas de inflación están muy debajo del 2%, dado que no se tiene objetivo pleno empleo(crecimiento), como en EE UU.
- ✚ El euro continúa apreciado frente al dólar y mucho más frente a las monedas de los países emergentes, no ayudando a exportar a aquellos Estados que no crecen, ya que la moneda única solo cae cuando los inversores estiman mayores probabilidades de que desaparezca. Hasta ahora, aquellos inversores que vendían deuda soberana de España e Italia se han mantenido en euros, al ser un seguro natural de cambio frente al dólar, invirtiendo en bonos alemanes.

De todos modos, no debemos dejar de resaltar la valía de las medidas de consolidación fiscal europeas a largo plazo, como también el atacar los frentes de brotes sistémicos en el sistema financiero, como la creación de una agencia de supervisión bancaria y de alguna forma también los pasos para sentar una agencia de control fiscal europeo. Todo lo anterior, sabiendo que las consecuencias de destruir el euro y la Unión serían nefastas para el bloque y para la mayor parte de la economía global.

Asimismo, la reciente asunción al poder de tecnócratas y figuras académicas, en lugar de políticos en varios de los países europeos, dada la crisis política y desconfianza en estos últimos por parte de los mercados es destacable, aunque es improbable su sostenibilidad en el tiempo.

Finalmente, en esta especie de Latinoamericanización de Europa, esta última debe aprender de los aciertos y errores de América Latina, la región que más sabe de crisis.

Como refiere Paul Krugman, *“lo que la economía necesita tras una crisis financiera es un aumento temporal del gasto público”*, aunque el reto en el escenario actual de elevado endeudamiento es, dentro de una delgada línea de prudencia, lograr equilibrarlo con una selectiva consolidación fiscal, reformas estructurales y también esperar que los Estados que crecen no sean tan austeros para jalar positivamente a los que están en problemas.



Walter Morales Carrasco
NETCO Analysis Group

Investigador de la Universidad Autónoma de Madrid