

Riesgo de estancamiento

Huidan Lin

Los actuales problemas económicos dejan a la zona del euro vulnerable a un crecimiento bajo durante un período prolongado

DESDE el inicio de la crisis financiera mundial, el producto real en la zona del euro no logra mantenerse a la par de la población. En consecuencia, el producto per cápita está rezagado, y hoy es de solo USD 40.000 per cápita (alrededor de USD 16.000 por debajo del nivel de Estados Unidos, tras ajustar por diferencias de precios). Esta es la mayor brecha desde 1991, cuando se creó la Unión Económica y Monetaria (gráfico 1).

La zona del euro no es el único sitio donde la crisis ha dejado marcas. En las economías avanzadas en general se prevé que la tasa de crecimiento del producto potencial —monto máximo de bienes y servicios que una economía puede producir a plena capacidad— aumente solo levemente y permanezca debajo de los niveles previos a la crisis durante los próximos cinco años (FMI, 2015).

Estas moderadas perspectivas a mediano plazo son especialmente preocupantes para la zona del euro dado el alto nivel de desempleo y de deuda pública y privada en ciertos países miembros. Además, tras varios años de crecimiento económico débil, hay poco margen de maniobra mediante políticas. El elevado desempleo y deuda y las limitaciones relativas al uso de políticas dejan a la zona del euro vulnerable a shocks que podrían llevar a un período prolongado de bajo crecimiento económico (a menudo denominado “estancamiento”).

Menor crecimiento durante un período mayor

Si bien el producto potencial no es observable, es posible estimarlo con una función de la producción: un modelo económico que calcula el producto de una economía con base en insumos clave (trabajo y capital) y la eficiencia con que se los emplea. Al aplicarlo a la zona del euro, los resultados sugieren que las perspectivas de mayores insumos de trabajo y capital, así como su empleo más eficiente, continúan siendo débiles. Como resultado, se prevé que la tasa de crecimiento de la zona del euro a plena capacidad aumente solo modestamente del 0,7% en 2008–14 a alrededor del 1,1% durante 2015–20, nivel muy inferior al promedio de 1,9% observado en 1999–2007.

Además, la proporción de personas mayores en la población está en aumento, mientras que la proporción de personas en edad laboral (15–64) disminuye. Dado que la propensión a unirse a la fuerza laboral generalmente empieza a erosionarse después de los 50 años, la tasa media de actividad está disminuyendo. A la vez, se proyecta un crecimiento lento del capital. El capital aumenta cuando las nuevas inversiones superan la tasa a la que el saldo de capital se gasta (depreciación). Esto no ocurrió en la zona del euro, donde la inversión comercial se expandió moderadamente desde 2013 y alcanzó

Graffiti en una fábrica de sombreros abandonada, Porto, Portugal.



su nivel de 2008 recién en 2015 (gráfico 2). Es decir, la zona del euro sigue careciendo de trabajadores e inversión.

La zona también exhibe un débil crecimiento de la productividad (es decir, producto por hora-empleado). Según estudios empíricos el lento mejoramiento del uso eficiente del trabajo y el capital en la zona del euro, particularmente en el sector de servicios, es el principal responsable del ensanchamiento de la brecha en productividad con Estados Unidos. A su vez, las lentas mejoras en la eficiencia y el menor crecimiento de la productividad en los servicios evidencian el retraso en la adopción y difusión de las tecnologías de la información y la comunicación. A diferencia de Estados Unidos, donde el producto por empleado del sector de servicios ha superado su pico previo a la crisis, el crecimiento en la zona del euro ha sido gradual y la productividad permanece por debajo de su máximo previo a la crisis en países como Alemania e Italia.

Además, es probable que los beneficios del uso eficiente del trabajo y el capital en Estados Unidos disminuyan en el futuro, lo que probablemente afecte a otras economías avanzadas (FMI, 2015). Asimismo, adoptar y promover innovaciones requiere flexibilidad y adaptabilidad. Si no se actúa con rapidez para abordar los problemas estructurales en la zona del euro —como las dificultades para despedir empleados o reducir salarios y un clima de negocios no favorable a las empresas jóvenes e innovadoras— la difusión de nuevas tecnologías puede demorarse.

Los legados de la crisis persisten

Algunos problemas, como el elevado nivel de desempleo y de deuda pública y privada son previos a la crisis. Si bien el retorno a un crecimiento moderado debería ayudar a abordar estos problemas en cierta medida, sin políticas decididas para mejorar las perspectivas de crecimiento y revitalizar la inversión, el desempleo y la deuda seguirán siendo un lastre para el crecimiento económico. Los altos niveles de deuda y de desempleo podrían, respectivamente, limitar las nuevas inversiones y frenar el desarrollo del capital humano (retrasando la inversión en educación y salud, por ejemplo).

La tasa de desempleo de la zona del euro sigue siendo elevada, especialmente entre los jóvenes y desempleados a largo plazo, lo que incrementa el riesgo de erosión de las capacidades y el afianzamiento del alto desempleo. Pese a mejoras recientes, la tasa de desempleo continúa por encima del 10% en la zona del euro y es mucho más elevada en ciertos países (cerca del 25% en Grecia). De los desempleados en la zona del euro, más de la mitad ha estado desocupada más de 12 meses (proporción que va desde un nivel bajo de alrededor de un cuarto en Finlandia a casi tres cuartos en Grecia). El elevado desempleo juvenil también podría dar lugar a una “generación perdida” de trabajadores.

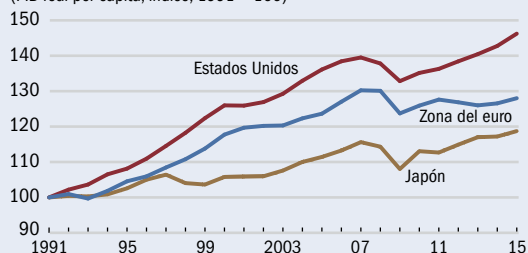
A mediano plazo, se proyecta que la tasa natural de desempleo —la tasa en la que la demanda y la oferta de trabajadores se encuentran en equilibrio y con la que la evolución del empleo y el salario no crean presión inflacionaria— continúe siendo más elevada en Italia que durante la crisis y que disminuya muy lentamente en Francia. Si bien se prevé que la tasa natural caiga en España, incluso entonces se proyecta que permanezca por encima del 15% durante los próximos cinco años. En un escenario para la zona del euro como un todo, con base en las relaciones

Gráfico 1

Se está quedando atrás

La brecha entre el producto per cápita en la zona del euro y en Estados Unidos es la mayor desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria de Europa en 1991.

(PIB real per cápita, índice, 1991 = 100)



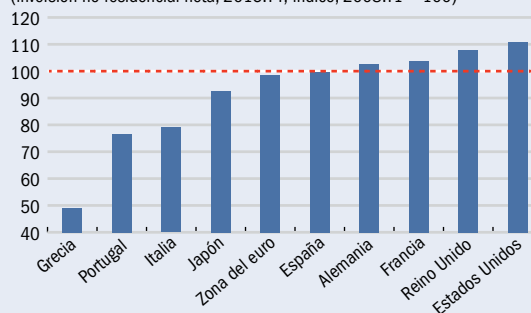
Fuentes: *Perspectivas de la economía mundial* (FMI) y cálculos de la autora.
Nota: El PIB real es el PIB nominal ajustado por la inflación.

Gráfico 2

Lenta recuperación

La inversión no residencial en la zona del euro no regresó a los niveles previos a la crisis hasta fines de 2015.

(inversión no residencial neta, 2015:T4; índice, 2008:T1 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos de la autora.

históricas entre producto y desempleo, podría llevar alrededor de cuatro años reducir la tasa de desempleo al nivel medio de 2001–07 sin un repunte persistente en el crecimiento. Requeriría incluso más tiempo en países con mayor desempleo y/o menor crecimiento (como España, Grecia, Italia y Portugal). La ejecución eficaz de las reformas estructurales en curso podría reducir ese período elevando el crecimiento potencial y/o haciendo que las contrataciones respondan más al crecimiento.

Además de la alta deuda pública, que dificulta a los países el uso de la política de gasto y tributaria para estimular la economía, la deuda del sector privado debe reducirse aún más para permitir nuevas inversiones. La relación deuda corporativa no financiera/capital ha caído en la mayoría de los países de la zona del euro a medida que las empresas han disminuido su endeudamiento. Sin embargo, la reducción de la deuda en muchos casos estuvo acompañada por un recorte en la inversión, un pronunciado aumento del ahorro y mayor desempleo. En episodios anteriores de gran reducción de la deuda corporativa, investigaciones del FMI observaron que, en promedio, dos tercios del aumento de la deuda durante los auges de crédito posteriormente se reducen (FMI, 2013). Si la reducción de deuda en la zona del euro sigue

una trayectoria similar, las empresas tienen un largo camino por delante de amortización de sus deudas, lo que podría retrasar significativamente la recuperación de la inversión. En ciertos países de la zona del euro los hogares también presentan elevados niveles de deuda. Si bien la relación entre la deuda de los hogares y el PIB ha caído de 10 a 20 puntos porcentuales en países con un elevado nivel de deuda, continúa muy por encima de sus niveles previos al auge, lo que plantea la perspectiva de que la deuda inhibirá el gasto de los hogares por algún tiempo.

Protegerse de los shocks

La proyección de referencia para la zona del euro aún prevé un crecimiento e inflación débiles a mediano plazo. Esto guarda relación con el impacto del elevado desempleo, la gran carga de la deuda y balances flojos que sofocan la demanda, y con debilidades estructurales de larga data —como mercados laborales rígidos y mercados de productos sobreprotegidos— que deprimen el crecimiento potencial. Además, estos factores están interconectados: un crecimiento potencial más bajo dificulta la reducción de la deuda, en tanto que un alto desempleo y la baja inversión perjudican la acumulación de capital y reducen el crecimiento potencial.

Las flojas perspectivas a mediano plazo dejan a la zona del euro vulnerable a shocks negativos —como otra desaceleración mundial— que podrían llevar a las economías al estancamiento dado que están paralizadas por su incapacidad para responder mediante políticas macroeconómicas (recorte de impuestos y/o aumento del gasto). Asimismo, los problemas no abordados de la crisis podrían intensificar estos shocks. Por ejemplo, los mercados podrían reevaluar la sostenibilidad de países con un elevado nivel de deuda; a su vez, los más elevados costos del endeudamiento incrementarían el riesgo de una espiral deuda-deflación.

Un modelo económico empleado para simular el efecto de shocks sobre la zona del euro aplica ciertos supuestos: con tasas de interés de cero, la política monetaria no puede hacer mucho más para estimular la economía, y la alta deuda limita el uso de la política fiscal más allá del funcionamiento de estabilizadores automáticos como las prestaciones por desempleo.

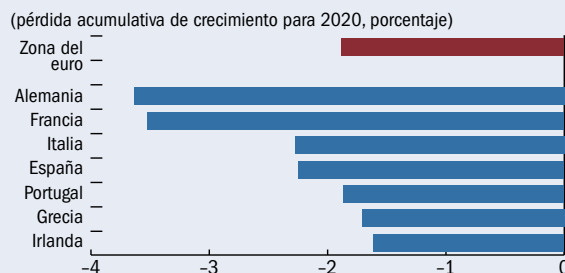
Con este marco hipotético, varios acontecimientos —como un aumento de la tensión geopolítica, una crisis política dentro de la Unión Europea o una reducción de las expectativas de crecimiento— podrían desencadenar una caída repentina en la confianza de los inversionistas. Luego habría una reducción en el precio de las acciones, junto con una disminución del 25% en el crecimiento de la inversión (de alrededor del 2% al 1,5% anual) con relación a la proyección de referencia. Esto aumentaría la relación deuda pública/PIB de distinto modo a lo largo de la zona del euro, dependiendo del nivel de deuda de las distintas economías. Las inquietudes del mercado sobre la sostenibilidad de la deuda también aumentarían más en el caso de los países endeudados. Las tasas de interés soberanas y corporativas aumentarían en un punto porcentual completo en Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (similar al aumento en el rendimiento de los bonos soberanos españoles a 10 años durante fines de junio y julio de 2012).

Estos resultados ponen de relieve la vulnerabilidad de la zona del euro a un menor crecimiento. Para 2020, el nivel del producto de la zona del euro sería casi un 2% menor a la proyección de referencia. En consecuencia, llevaría tres a cuatro años adicionales

Gráfico 3

A la zaga

Un shock de inversión en la zona del euro hace que las economías crezcan mucho más lentamente que en las proyecciones de referencia.



Fuente: Estimaciones de la autora.

Nota: Los resultados se basan en un modelo económico empleado para simular los efectos de shocks —como un aumento en la tensión geopolítica, una crisis política o menores expectativas de crecimiento— en la zona del euro. El modelo supone menos efectos adicionales de la política monetaria y limitaciones a la política fiscal más allá de estabilizadores automáticos como las prestaciones por desempleo. La referencia es la trayectoria proyectada de crecimiento económico en las condiciones actuales.

(con relación a la proyección de referencia) para que el producto económico alcance su pleno potencial. Los costos del endeudamiento aumentarían, especialmente en Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. La tasa de desempleo y la relación deuda pública/PIB también aumentarían. Los índices de inflación serían más bajos, acercando la zona del euro a la deflación en el corto plazo (gráfico 3).

Reducir la vulnerabilidad

Las débiles perspectivas a mediano plazo y las limitadas posibilidades de emplear la política económica para estimular sus economías dejan a la zona del euro vulnerable a shocks que podrían llevar a un período prolongado de bajo crecimiento y baja inflación. Protegerse de tales riesgos requeriría un conjunto amplio y equilibrado de políticas. Tales políticas deben ir más allá de la aplicación de una política monetaria más expansiva, que ha sido la principal herramienta para estimular las economías de la zona. Los bancos, baluartes del sistema financiero europeo, deben someterse a una supervisión más estricta y eliminar más rápidamente las deudas incobrables de sus libros para poder prestar más. Los formuladores de políticas deben facilitar la reestructuración de empresas en dificultades pero viables para reducir la deuda y permitirles volver a invertir. Las autoridades también deben emprender reformas estructurales para mejorar la productividad y elevar el crecimiento potencial y, cuando sea factible, aumentar el gasto para impulsar la demanda, lo que promoverá el crecimiento económico. ■

Huidan Lin es Economista en el Departamento de Europa del FMI.

Este artículo se basa en el documento de trabajo No. 16/9 del FMI, "Risks of Stagnation in the Euro Area", preparado por la autora.

Referencias:

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2013, "Indebtedness and Deleveraging in the Euro Area", *Euro Area Policies, 2013 Article IV Consultation— Selected Issues Paper, IMF Country Report 13/232* (Washington).

—, 2015, "¿Hacia dónde nos encaminamos? Perspectivas del producto potencial", *Perspectivas de la economía mundial, capítulo 3* (Washington, abril).