Do Good.
Do Better.

esade

1° semestre
2024 #34



El momento de la política fiscal

Informe económico y financiero

esade
EsadeEcPol - Center for Economic Policy

Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad

CON EL APOYO DE
Sabadell

¿Necesitas un banco?

Sabadell

esade

Aviso legal (*disclaimer*):
El contenido y opiniones expresadas en los artículos son responsabilidad exclusiva de sus autores. Esade y *Esade · Informe económico y financiero* amparan la libertad de expresión y la libertad de cátedra en el marco de garantías de la legislación vigente y de los usos y costumbres de la comunidad universitaria.

El autor debe explicitar en el artículo si tiene financiación ajena a Esade o a *Esade · Informe económico y financiero* en relación al objeto y contenido del trabajo publicado.

El autor cede a *Esade · Informe económico y financiero* la titularidad de los derechos de propiedad intelectual (copyright) para la publicación de su artículo en soporte digital (internet).

El contenido de *Esade · Informe económico y financiero* puede ser reproducido y distribuido a través de cualquier medio, citando al autor y la publicación en lugar destacado (portada o el inicio de la reproducción). Los contenidos de *Esade · Informe económico y financiero* pueden ser remitidos desde una página web externa a través de un enlace electrónico.

La publicación *Esade · Informe económico y financiero* se edita por el Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade y no puede ser objeto de transacción comercial mediante precio.

esade · Informe económico y financiero #34

Edita
Departamento de Economía, Finanzas
y Contabilidad de Esade
EsadeEcPol - Center for Economic Policy
www.esade.edu

Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 932 806 162

Av. Torre Blanca, 59
08172 Sant Cugat del Vallès
Tel. 935 543 511

C/ Mateo Inurria 25-27
28036 Madrid
Tel. 913 597 714

Director
Toni Roldán

Depósito legal
DL B 2955-2015

Realización
Alacta Comunicació, SL
Febrero 2024

Diseño
carlarossignoli.com

Fotografías
Shutterstock
P. 1 imagen creada con IA



Sumario

5
Presentación
Toni Roldán

6
Nota de coyuntura
Crecimiento que resiste, pero persisten los riesgos
Josep Mª Comajuncosa
Manuel Hidalgo

18
A debate
Recuperar espacio fiscal en las economías avanzadas
Pablo de Ramón-Laca

22
A debate
Política económica con alta volatilidad macroeconómica
Ángel Ubide

26
A debate
Repensando el marco de gobernanza de la política fiscal de la UE
Judith Arnal

30
A debate
El desafío de la dominancia fiscal en tiempos de alta inflación
Omar Rachedi

33
Book reviews
Por Antonio García Maldonado

Poder y progreso. Nuestra lucha milenaria por la tecnología y la prosperidad
Daron Acemoglu y Simon Johnson, 2023

The Trade Weapon: How Weaponizing Trade Threatens Growth, Public Health, and the Climate Transition
Ken Heydon, 2023

35
Números anteriores

38
Equipo

Toni Roldán
Director del Informe económico y financiero y director del Centro de Políticas Económicas de Esade (EsadeEcPol)



Bienvenidos a una nueva edición del Informe Económico y Financiero de Esade, que publicamos con el apoyo de Banco Sabadell. El objetivo de esta publicación, que pronto va a cumplir los veinte años de vida, es el de ofrecer una parada en el camino, más allá de lo inmediato, para ofrecer una radiografía de la coyuntura económica, tratando de adivinar las principales tendencias y centrando el foco en algún asunto importante de la agenda para los próximos meses. Como siempre, la estructura del Informe se divide en dos partes. En la primera parte, se hace un análisis en profundidad del contexto económico internacional y español, liderado por los profesores Josep Mª Comajuncosa y Manuel Hidalgo, respectivamente. En la segunda parte, se trata un tema específico, en este caso el rol de la política fiscal en el nuevo contexto económico.

El análisis que emerge del contexto económico es más favorable que el que publicábamos en el último Informe, hace ya seis meses. El peor escenario de *hardlanding*, con recesión e inflación descontrolada, queda ya descartado. Desde el pasado mes de julio, la Reserva Federal de los Estados Unidos ha dejado de subir el tipo de interés de referencia, y el Banco Central Europeo ha hecho lo propio desde septiembre. El giro en la política monetaria se ha producido tras una sustancial mejora de los datos de inflación (y de sus causas de origen). La tasa de inflación de la economía global disminuyó a menos de la mitad del 11,6% que llegó a alcanzar en el segundo trimestre de 2022, situándose a finales de 2023 en el 6,8%.

No obstante, a pesar de la resiliencia mostrada por la economía global, el escenario continúa siendo de desaceleración y fragilidad. Las economías avanzadas crecerán en 2024 a un ritmo ligeramente más lento que en 2023. La zona euro, más expuesta a la inestabilidad provocada por Rusia, crecerá en torno al 1%, lejos del mayor dinamismo de la economía norteamericana que crecerá por encima del 2% en 2024. Los riesgos geopolíticos, la situación de la economía china, los retos fiscales de los gobiernos o la potencial inestabilidad en los mercados de capitales son algunos de los riesgos a la baja que se apuntan en el Informe.

En este contexto, España se encuentra claramente en una situación más favorable que la de sus países vecinos, aunque continúa la desaceleración. En 2024 el crecimiento se mantendrá claramente por encima de la media europea, en torno al 1,5%, después de haber cerrado 2023 en el 2,5%. El desempleo se acercará al 11% –un muy buen dato para España– y la inflación se mantendrá en el entorno del 3,5%. Hay varios factores que ayudarán a sostener este escenario favorable, incluyendo el dinamismo del mercado laboral, la aceleración de los fondos europeos y los buenos datos del turismo y del sector inmobiliario. El farolillo rojo es claramente la debilidad de la inversión privada, que ocupa buena parte del foco de nuestro análisis.

La segunda parte del informe trata de ofrecer luz sobre cómo los cambios en el paradigma geoeconómico internacional están afectando a la política fiscal. Los sucesivos shocks internacionales que ha vivido la economía global, combinados con la creciente agresividad china, han acelerado un proceso de creciente desconfianza entre las principales potencias mundiales. Esto se ha traducido en un auge del proteccionismo, una creciente regionalización de los intercambios comerciales, un mayor activismo de los estados en la economía y un nuevo revivir de la política industrial, desconocido desde tiempos de la guerra fría. Quizás el ejemplo más explícito de ese giro es Estados Unidos, que ha aprobado desde finales de 2021 compromisos de gasto por valor 2,4 billones de dólares (trillones americanos), contando los fondos comprometidos en el *Bipartisan Infrastructure Bill*, el *Inflation Reduction Act* y el *Chips and Science Act*, una inversión que supera con creces el PIB anual de Francia.

Todo esto sucede en un entorno de partida de alto endeudamiento, agravado por el shock de la pandemia, y un cambio brusco en la política monetaria tras un largo periodo de tipos de interés nulos. Como respuesta a la Covid-19, los estados tuvieron que actuar como prestamista de último recurso para así evitar la ruptura de la cadena de pagos de la economía, mientras esta estaba en estado de hibernación. Eso logró evitar males mayores, pero también agravó los desequilibrios en las cuentas públicas. En España, por ejemplo, aunque el renovado crecimiento de los ingresos está ayudando a revertir esa tendencia, la deuda en relación con el PIB estaba en el 107,7% del PIB a cierre de 2023: más de 80 puntos por encima del año anterior a la crisis financiera. En un entorno de altos tipos de interés y retorno de las reglas fiscales, suspendidas por la pandemia, la dinámica de la deuda se ha vuelto más compleja. ¿Cómo debe enfocarse la política fiscal en este nuevo contexto caracterizado por altos tipos de interés, alto endeudamiento y crecientes necesidades de inversión? Esa es la pregunta central que desde diferentes ángulos tratan de responder los cuatro invitados de lujo que firman los diferentes artículos del Informe: Pablo de Ramón-Laca, Ángel Ubide, Judith Arnal y Omar Rachedi •

Crecimiento que resiste, pero persisten los riesgos

Josep Mª Comajuncosa
Profesor titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade

Manuel Hidalgo
Profesor de Economía de la Universidad Pablo de Olavide y senior fellow de EsadeEcPol

Coyuntura internacional

La economía global continúa recuperándose de la recesión provocada por la pandemia. A pesar de que este proceso se ve obstaculizado por diversos factores que examinaremos en este texto, el desempeño económico global mostró el pasado año una resiliencia mayor a la prevista, y se espera que mantenga esta tónica en 2024. Durante 2023 se observó una mejora en varios de los factores que habían mermado la actividad económica en años anteriores. El número de infecciones y hospitalizaciones por COVID-19 disminuyó de forma significativa, y las cadenas de suministro globales normalizaron su funcionamiento, con los costes de transporte y los tiempos de entrega volviendo a los niveles previos a la pandemia. Además, hay que destacar que, a pesar de que entre marzo y mayo el sector bancario sufrió las crisis de varias entidades en Estados Unidos y Suiza, las autoridades respectivas lograron estabilizar con rapidez las condiciones financieras.

Todo esto propició una recuperación de la actividad económica en la primera mitad del año que, por varias circunstancias, no se está consolidando con fuerza. El ahorro acumulado durante la pandemia, que hasta ese momento había sido un importante apoyo para los consumidores, se ha agotado, en un contexto de mayor coste de la vida y de una menor facilidad de acceso al crédito. Aunque la recuperación de la movilidad, y por tanto de la actividad en el sector turístico, ya es plena, las economías con un importante peso de este sector ya no se benefician de la fuente adicional de crecimiento que proporcionaba la recuperación de este; y la desaparición de este efecto rebote se observa también en el sector servicios en general. El sector industrial manufacturero, por su parte, evidencia una clara tendencia a la ralentización de la producción y la inversión, influenciada tanto por la reducción de la demanda debida al aumento de precios y el encarecimiento del crédito, como por la incertidumbre y la creciente fragmentación de la economía global. Por último, no podemos olvidar que las políticas monetarias contractivas puestas en marcha para luchar contra la inflación han contribuido a frenar la actividad económica.

Así, a pesar de la notable evolución dadas las circunstancias, la actividad económica se encuentra aún por debajo de los niveles proyectados antes de la pandemia. En 2023, la producción global fue un 3,4% inferior a las estimaciones que realizaba el FMI antes de la pandemia para ese año. Entre las economías desarrolladas, Estados Unidos es la que muestra una recuperación más robusta. En cambio, la zona euro está experimentando un ritmo de recuperación más lento, afectada por las repercusiones de la guerra en Ucrania, y, en especial, por el impacto adverso en los términos comerciales y el incremento en los precios de la energía. Los países con ingresos bajos son los que muestran una mayor pérdida de actividad, pues los elevados tipos de interés y la depreciación de sus monedas han llevado a que más de la mitad de los países de este grupo se hallen en zona de riesgo elevado de experimentar dificultades con su deuda. En las economías desarrolladas, los indicadores de empleo y la tasa de participación laboral superan a los de antes de la pandemia. Sin embargo, en las economías emergentes ocurre lo contrario, ya que la crisis pandémica ha causado una pérdida de producción más significativa.

El desempeño económico global mostró el pasado año una resiliencia mayor a la esperada, y se espera que mantenga esta tónica en 2024.

Como consecuencia, la divergencia entre las economías desarrolladas y las emergentes y de bajos ingresos está aumentando a nivel global. La pandemia, los conflictos bélicos en Ucrania y Oriente Próximo, junto con el impacto negativo del cambio climático, han interrumpido la tendencia global de reducción de la pobreza que se mantenía desde hace décadas. El Banco Mundial calcula que, a finales de 2022 y en comparación con los niveles previos a la pandemia, existían entre 75 y 95 millones más de personas en situación de pobreza en el mundo. Además, según la FAO, el encarecimiento de los alimentos ha incrementado considerablemente el número de personas que sufren malnutrición.

Inflación a la baja, pero persistente[1]

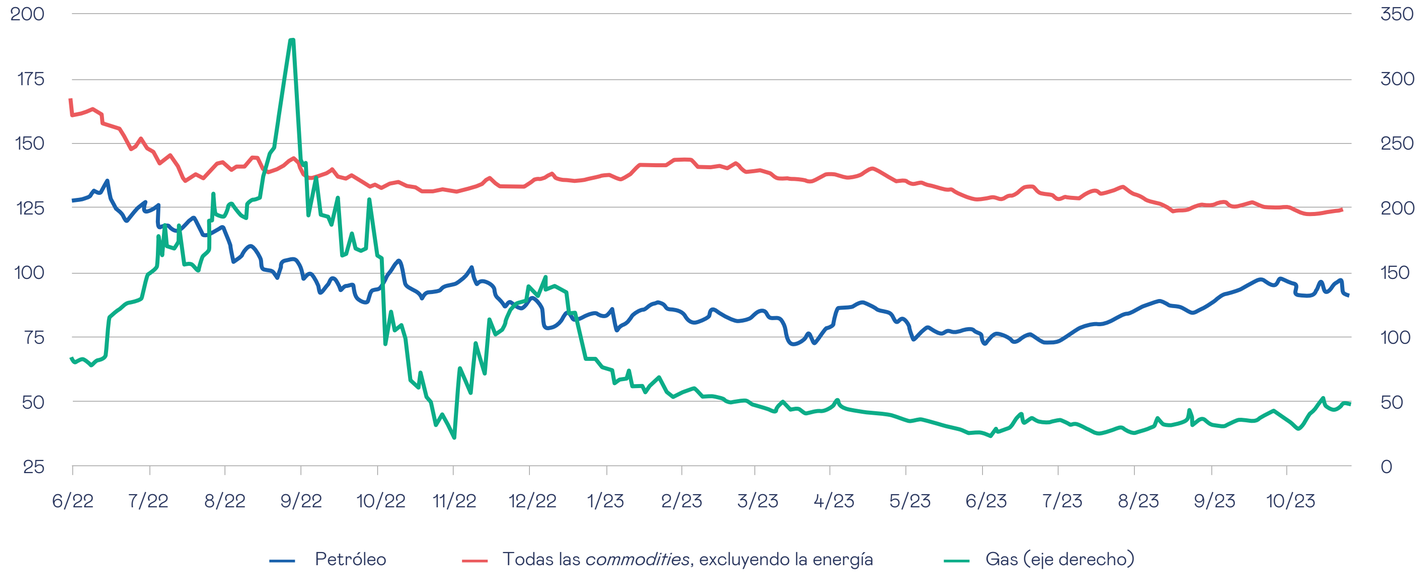
En 2023 continuó el proceso de desinflación. La tasa de inflación de la economía global disminuyó a menos de la mitad del 11,6% que llegó a alcanzar en el segundo trimestre de 2022. Para finales de 2023, esta tasa se situó en 6,8%, aproximándose a los niveles previos a la pandemia (recordemos que, tomando como referencia la tasa media entre 2017 y 2019, la inflación era de un 3,5%). Esta bajada de la inflación se ha debido en gran medida al descenso en los precios de la energía y de las materias primas alimentarias. Asimismo, la normalización en el funcionamiento en las cadenas globales de suministro ha jugado también un papel importante en esta reducción.

En particular, el precio del petróleo se redujo significativamente en 2023, situándose muy por debajo del máximo alcanzado en junio de 2022. A pesar de la reducción en la producción por parte de los países de la OPEP+, esta reducción fue casi compensada por un incremento de la oferta de otros países, especialmente Estados Unidos, resultando en una pequeña reducción de la oferta total. Además, la demanda de petróleo disminuyó a causa de la desaceleración de la actividad económica a nivel global, contribuyendo a que los precios evolucionaran a la baja. El precio del gas natural también se ha situado claramente por debajo de los picos de 2022, gracias al suministro procedente de los países del norte de África y de Noruega. Los precios de las materias primas alimentarias también bajaron en el último año, aunque este descenso fue más moderado debido a la retirada de Rusia, en julio pasado, del acuerdo sobre cereales del Mar Negro (ver figura 1).

1. Datos del World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional.

Figura 1. Evolución del precio de las *commodities*.

[eje izquierdo: dólares por barril (petróleo), índice 2020=100 (todas las *commodities*, excluyendo la energía); eje derecho: EUR/MWH (gas)]



Fuente: Refinitiv, HWWI y BCE.

Notas: gas hace referencia al precio del Dutch TTF. Las últimas observaciones son del 25 de octubre de 2023 para petróleo y gas, y del 20 de octubre de 2023 para todas las *commodities*, excluyendo la energía.

Pero esta reducción de la inflación es más evidente en las tasas generales que en las tasas subyacentes. A nivel global, la inflación subyacente alcanzó su nivel máximo, el 8,5%, en el primer trimestre de 2022, reduciéndose al 4,9% en el segundo trimestre de 2023. Esta cifra aún se encuentra por encima del nivel pre-pandémico, habiendo registrado un promedio del 2,8% entre los años 2017 y 2019. La persistencia de la inflación subyacente puede atribuirse a varios factores que han presionado la demanda al alza. En muchos países desarrollados, las ayudas fiscales a las familias puestas en marcha durante la pandemia han estado estimulando la demanda,

La persistencia de la inflación subyacente puede atribuirse a varios factores que han presionado la demanda al alza, como la puesta en marcha de ayudas fiscales a las familias durante la pandemia.

El Consejo de Gobierno del BCE ha manifestado que, manteniendo los tipos en el nivel actual durante un tiempo suficiente, se alcanzará el objetivo de inflación del 2%.

aunque en la mayoría de los casos estas ayudas ya han sido retiradas o están a punto de serlo. En este sentido, también ha jugado un papel importante la traslación del aumento de los precios energéticos a los precios en otros sectores. Cabe destacar que en los países desarrollados el aumento de los salarios ha sido moderado, evitando así ciclos inflacionarios de salarios y precios. Y aunque las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado, las expectativas a largo han mantenido su anclaje y no han contribuido al alza de la inflación subyacente.

Es de esperar que, dado que la tasa de inflación se encuentra aún por encima de los niveles objetivo en la gran mayoría de países, los bancos centrales retrasen los descensos de los tipos oficiales hasta que la inflación esté bajo control. La excepción a esta tendencia es China, donde la inflación se encuentra significativamente por debajo del objetivo, y el banco central seguirá con una política monetaria expansiva. Se prevé, por tanto, que a lo largo de este año 2024 las tasas de inflación sigan disminuyendo. Sin embargo, esta tendencia podría revertirse si se intensifican los conflictos bélicos en Ucrania o en Oriente Próximo, pues esto podría provocar un nuevo aumento en los precios de la energía o una disrupción en el comercio mundial de mercancías.

Política monetaria

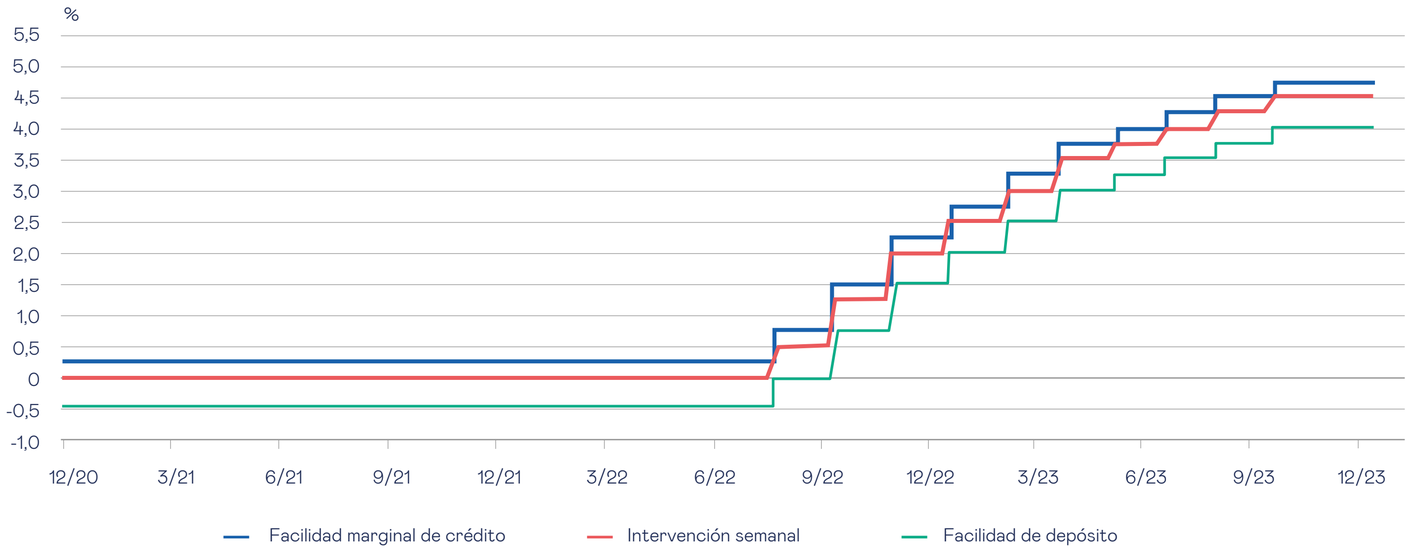
En los últimos dos años, la mayoría de los bancos centrales han implementado incrementos en los tipos de interés oficiales. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) realizó su última subida en julio de 2023, situando el rango objetivo de sus fondos entre el 5,25% y el 5,5%. Desde entonces, ha mantenido un claro mensaje, indicando que no iniciará una reducción hasta que la inflación esté plenamente controlada. La gestión cuidadosa de estas subidas por parte de la Fed parece haber prevenido el temido aterrizaje forzoso de la economía estadounidense.

Por su parte, en Banco Central Europeo (BCE) comenzó a elevar los tipos de interés en agosto de 2022, aumentando gradualmente el tipo de interés principal (*refi*) del 0,25% al 4,5% alcanzado en septiembre pasado. Desde entonces, el tipo de la facilidad de depósito se ha mantenido en el 4% (ver figura 2). El Consejo de Gobierno ha manifestado que, manteniendo los tipos en el nivel actual durante un tiempo suficiente, se alcanzará el objetivo de inflación del 2%. En consecuencia, no se contemplan aumentos adicionales en los próximos meses.

Además, en diciembre, el BCE anunció que, como parte del proceso de normalización del balance del Eurosistema, comenzará a reducir el volumen de compra de activos del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP) en la segunda mitad de 2024. Hasta entonces, continuará reinvirtiendo el principal de los valores que venzan, pero, a partir de julio, empezará a reducir este volumen a un ritmo promedio mensual de 7.500 millones de euros, con el objetivo de finalizar estas reinversiones a finales de 2024.

En varias economías emergentes, los bancos centrales ya han comenzado a recortar los tipos de interés. En la segunda mitad de 2023, el Banco Central de Brasil redujo el tipo oficial en 150 puntos básicos, mientras que en Chile la reducción fue de 250 puntos básicos en el mismo periodo.

Figura 2. Tipos de interés oficiales del BCE, 2020-2023.



Fuente: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado el 14 de diciembre de 2023.

Previsiones para 2024: crecimiento moderado[2]

La economía global, que experimentó un crecimiento del 3,1% el año pasado, mantendrá este ritmo de crecimiento moderado también este año, con una previsión del 3,1%. Estas cifras son inferiores al crecimiento medio observado en el periodo de 2000 a 2019, que fue del 3,8%. El crecimiento se sitúa por debajo de su media histórica en todas las regiones y en países de todos los niveles de ingresos. En las economías desarrolladas, la tasa de crecimiento ya fue débil en 2023, situándose en el 1,6%, y se espera que se mantenga en un nivel similar para 2024, con un 1,5%. En contraste, entre las economías emergentes y en desarrollo, el crecimiento fue del 4,1%, y también se proyecta que continué en un ritmo muy similar en 2024. Sin embargo, estas cifras esconden grandes disparidades entre países y regiones.

En particular, la economía de Estados Unidos, dentro del grupo de las economías desarrolladas, fue una de las que más creció en 2023, alcanzando un 2,5%. Sin embargo, se anticipa una ligera desaceleración para este año 2024, bajando al 2,1%. A pesar de esto, sigue mostrando un ritmo de crecimiento saludable, impulsado por el dinamismo del mercado de trabajo y la orientación expansiva de su política fiscal. La reducción en el crecimiento para este año se atribuye al agotamiento del ahorro acumulado por las familias durante la pandemia, al menor incremento en los salarios y al mantenimiento de tipos elevados por parte de la Reserva Federal. En este contexto, la economía estadounidense parece confirmar el escenario de aterrizaje suave.

Por su parte, la economía de la zona euro experimentó un crecimiento modesto en 2023, alcanzando apenas un 0,5%, pero se espera una ligera mejora para este año 2024, con una proyección de crecimiento del 0,9%. Sin embargo, dentro de la zona, existen grandes diferencias entre los países. Alemania, por ejemplo, entró en recesión en la segunda mitad de 2023, culminando el año con una contracción del -0,3%. Para 2024, se prevé que su economía se mantenga prácticamente estancada, con un crecimiento de solo el 0,5%. En Francia, gracias a la recuperación de la producción industrial, el crecimiento fue algo más robusto, alcanzando el 0,8% en 2003, y se espera que llegue al 1% en 2024. Italia, por otro lado, enfrentó un 2023 de crecimiento muy débil, con un 0,7%, y una previsión similar para 2024, del 0,7%. Pero, aunque la tendencia general de la zona euro es de crecimiento débil, algunas economías como los Países Bajos e Irlanda esperan mejorar sus cifras en 2024, mientras que otras, como Portugal y Grecia, podrían experimentar una desaceleración.

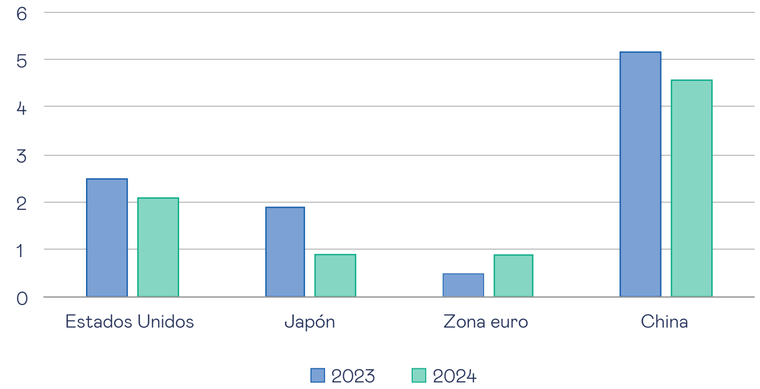
En el Reino Unido, el crecimiento se estancó en 2023, con un magro 0,5%, y se anticipa una situación similar para este año, con un 0,6%. Suecia dejará atrás la recesión de 2023, de un -0,7%, pero mostrará aún un crecimiento muy débil este 2024, del 0,6%. En Japón, el crecimiento se fortaleció el pasado año hasta alcanzar el 1,9%, impulsado por la recuperación de la demanda interna, el aumento de las exportaciones de automóviles tras solventarse los problemas en la cadena global de suministros, el incremento de la llegada de turistas y las políticas expansivas del gobierno y el banco central. Sin embargo, para 2024 se prevé una moderación en el crecimiento hasta un 0,9%.

Durante 2023 las economías de la región de Asia Pacífico lideraron el crecimiento económico global, y se espera que mantengan esta tendencia positiva en 2024. En India, el crecimiento se mantuvo robusto, con un 6,7% en 2003, y se prevé una cifra muy similar, aproximadamente un 6,5%, para 2024. Los países del Sudeste Asiático también exhibieron un buen desempeño, destacando Indonesia, Filipinas y Malasia, con una cierta tendencia a la mejora, especialmente en Tailandia. En cambio, la situación de la economía China contrasta con esta tendencia. Este año 2024, la actividad económica mantendrá su tendencia a la desaceleración. Tras crecer un 5,2% en 2023, se espera que el crecimiento disminuya a un 4,6% en 2024. Los problemas en el sector inmobiliario y la consiguiente reducción en la inversión son las principales causas de esta desaceleración, y existe el riesgo de que la economía china entre en una espiral deflacionaria.

En Latinoamérica, el crecimiento económico fue más moderado. En 2023, la región creció un 2,5% y se espera que mantenga un crecimiento del 1,9% en 2024. El crecimiento ha sido limitado en parte por las políticas económicas contractivas necesarias para controlar la inflación y por el descenso en los precios de las materias primas. Argentina y Chile experimentaron recesiones en 2023, mientras que Perú y Colombia mostraron un crecimiento débil, ambos con un 1,4%. Brasil y México, en cambio, registraron tasas de crecimiento más altas, del 3,1% y 3,4% respectivamente. Para 2024, se espera que Argentina y Chile vuelvan a cifras positivas, con un 2,8% y 1,6% respectivamente, mientras que México y Brasil probablemente moderarán su crecimiento hasta un 1,7% y 2,7% (ver figuras 3 y 4).

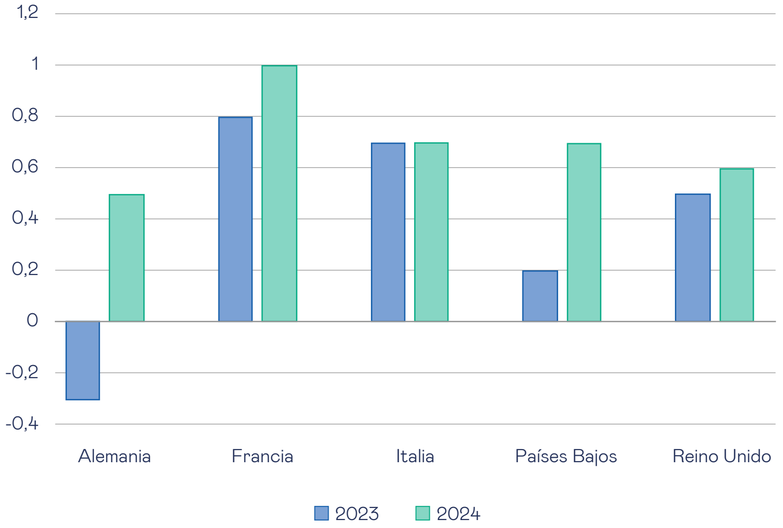
2. Datos del World Economic Outlook, Fondo Monetario Internacional.

Figura 3. Crecimiento en Estados Unidos, eurozona, Japón y China, 2023-2024.



Fuente: FMI

Figura 4. Crecimiento en algunos países europeos, 2023-2024.



Fuente: FMI

En detalle

Problemas de crecimiento en China: el peligro de la deflación

La economía china, que creció en 2023 un 5,2% y se espera que lo haga un 4,6% en 2024, se enfrenta a un año clave para recuperar la senda de crecimiento previa a la pandemia y evitar una espiral de deuda y deflación. Aunque este crecimiento es más alto que el de las economías desarrolladas, es bajo para la idiosincrasia de la economía China. Además, no hay que olvidar que para alcanzar esta cifra el pasado año fue necesario un fuerte apoyo fiscal por parte del gobierno, y el Banco Popular de China tuvo que inyectar en el sector bancario una cantidad equivalente a 50 mil millones de dólares.

Diversos factores están dificultando retomar el ritmo de crecimiento chino. Por un lado, la crisis del mercado inmobiliario, tras tres años de caídas de precios y ventas de viviendas, se ha extendido a un número importante de empresas, que están experimentando problemas de liquidez y de financiación, obstaculizando la finalización de obras que en algunos casos ya estaban vendidas a las familias. Esto está erosionando la confianza de las familias, reduciendo adicionalmente la demanda de vivienda e intensificando la crisis del sector. A esto se suma el alto desempleo juvenil y, en general, la incertidumbre laboral, que también presionan a la baja el consumo. La producción industrial, la inversión empresarial y las exportaciones también evolucionan negativamente, provocando una clara presión deflacionista.

Aunque a principios de 2024 varios gobiernos locales han lanzado programas de estímulos para ayudar a recuperar la actividad en el sector de la construcción, para alejar definitivamente la economía de la trampa deflacionaria será necesario un programa de estímulos que vaya más allá y que incluya además un importante paquete de reformas. Por lo anunciado recientemente, los próximos estímulos fiscales seguirán priorizando la inversión, tanto pública como privada, si bien alejándose de los sectores más tradicionales para dar más peso a las tecnologías de la información de nueva generación, la inteligencia artificial o las energías verdes, entre otros. Esto muestra la voluntad de las autoridades chinas de encontrar nuevos motores de crecimiento económico. También se incluyen proyectos para mejorar el bienestar público, como la construcción de hospitales y escuelas, y otros de carácter medioambiental, áreas en las cuales China está por detrás de los países desarrollados.

China busca así evitar una crisis similar a la del Japón en la década de 1990, cuando una economía endeudada y con problemas de envejecimiento demográfico condujo a un largo período de recesión y deflación. Para China, que está acumulando deuda a un ritmo más rápido del que lo hacía Japón antes de la crisis de los 90 y que tiene una tasa de inflación muy próxima a cero, resulta del todo imprescindible que tanto el gobierno como el banco central se muevan pronto y de forma decidida.



Kunming, China. Vista aérea de viviendas en construcción.



Mejor clima en el sector financiero (a excepción de China)

En la segunda mitad de 2023, los países desarrollados experimentaron una mejora en las condiciones financieras, especialmente en lo referente a los costes de financiación en el mercado de capitales. Los problemas acaecidos entre marzo y mayo de 2023, que afectaron a algunos bancos regionales norteamericanos y a Credit Suisse, banco de importancia sistémica, no se extendieron al resto del sector financiero gracias a la rápida intervención de las autoridades pertinentes.

La disminución en las primas de riesgo de los bonos corporativos y el aumento en las cotizaciones bursátiles de los últimos meses parecen indicar que los inversores anticipan que los bancos centrales están consiguiendo controlar el episodio inflacionario de los últimos dos años sin provocar una larga recesión. Estos indicadores también sugieren la expectativa de una futura reducción en los tipos de interés en un futuro no muy lejano. Pero el efecto contractivo del aumento de los tipos de interés sobre la economía se espera que se prolongue hasta entrado el año 2025. En Estados Unidos y Europa, esto se refleja en una reducción del flujo de crédito y afecta a la baja la evolución de la actividad económica. En respuesta, muchas empresas han iniciado un proceso de reducción de su deuda, reduciendo así la demanda de crédito. Para la mayoría de las economías emergentes, aunque las condiciones financieras también han mejorado, el coste de la financiación externa continúa siendo demasiado elevado.

Las tensiones en el sector financiero chino se han reflejado en una marcada caída de la bolsa y en la depreciación del renminbi.

La excepción más importante a este mejor clima financiero se encuentra en China. El sector financiero del país se enfrenta a desafíos como la ralentización de la actividad económica, la crisis del mercado inmobiliario, el elevado nivel de endeudamiento de las empresas y las dificultades de financiación de los gobiernos locales. Estos factores han revelado vulnerabilidades en el sector bancario, como los problemas de calidad de algunos de sus activos, la caída de su volumen de beneficios o las interconexiones entre el sistema bancario y el sector financiero no bancario. Estas tensiones en el sector financiero chino se han reflejado en una marcada caída de la bolsa y en la depreciación del renminbi. Además, a mediados de 2023 un importante fondo de inversión chino se vio obligado a suspender pagos, encendiendo las alarmas de un sector que mueve unos 21 mil millones de yuan al año. De momento, las inyecciones de liquidez del banco central han evitado mayores tensiones en el mercado monetario y de deuda corporativa, pero no puede descartarse que, de extenderse las dificultades a otros fondos, las tensiones se contagien al resto del sector financiero.

Otra fuente de preocupación financiera es la sostenibilidad de los Vehículos de Inversión de Gobiernos Locales (LGFV). La deuda total de estos vehículos de inversión equivale al 45% del PIB de China, y el 80% de esta deuda la han adquirido con bancos del país. Al estar estos vehículos ya muy endeudados, el pago de intereses de la deuda emitida depende de la posibilidad de los gobiernos locales de recurrir a recursos procedentes de los ingresos fiscales, que evolucionan a la baja por la menor actividad del sector de la construcción[4]. Encontrar una solución al problema de los LGFV y, en general, a los problemas financieros de los gobiernos locales, constituye un considerable reto para el Gobierno chino, que les está rescatando directamente o forzando a la banca pública a que les apoye a nivel financiero. Esto implica que en último término el coste del ajuste del sector inmobiliario lo está asumiendo el Gobierno, generando más deuda pública oficial, y los bancos, a través de menores márgenes.

4. Para más información ver el cuadro “En detalle | Problemas de crecimiento en China: el peligro de la deflación”.

En detalle

Zona euro: el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento

Después de un tercer trimestre en el que el PIB se contrajo un 0,1%, la economía de la eurozona terminó 2023 con un crecimiento nulo (0,0% para el cuarto trimestre), evitando así entrar en recesión técnica, lo que habría ocurrido si se hubiesen enlazado dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo. Solo algunas de las economías periféricas (como España o Irlanda) experimentaron tasas de crecimiento superiores, si bien se espera que a lo largo de 2024 sus cifras se vayan asemejando progresivamente a la media. Este débil crecimiento contribuirá a reducir adicionalmente la inflación, que de momento no ha alcanzado aún el nivel objetivo del BCE, el 2%. Solo cuando esto se consiga iniciará el BCE un descenso de los tipos de interés, algo que no se prevé hasta entrado el año 2025. Pese a esto, muy posiblemente llegará antes un impulso desde la política monetaria que desde el ámbito fiscal, pues el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento, acordado provisionalmente por las instituciones de la Unión Europea el 10 de febrero de 2024 y de aplicación a partir de 2025, condicionará a esta de forma estricta.

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento llevaba en suspenso desde 2020 para permitir a los Estados miembros aumentar el gasto público para luchar contra las consecuencias de la pandemia y, más recientemente, para tomar medidas que mitigaran los efectos del rápido aumento de la inflación sobre familias y empresas. Como consecuencia, desde finales de 2019 hasta finales de 2023 la deuda pública ha aumentado de forma sustancial en muchos países de la zona: en 13 puntos en Francia (del 97% al 110% del PIB), en 9 puntos en Italia y España (del 134% al 143,7% y del 98% al 107% del PIB, respectivamente) y en más de 8 puntos en Bélgica, Austria y Finlandia. En Alemania ha aumentado en más de 6 puntos (del 59,5% al 65,8% del PIB). Grecia y Portugal han hecho un esfuerzo para reducir su deuda pública, pero siguen con un nivel muy elevado, un 168% y un 108% del PIB, respectivamente, en 2023. Además, el presupuesto público sigue presentando importantes desequilibrios en muchos países, siendo en 2023 equivalente al -5% del PIB en Italia, el -4,9% del PIB en Francia, el -4,8% en Bélgica, y acercándose al -4% en España y Eslovenia (ver figura 5).

Con estas cifras, y en un contexto en el que el acceso a la financiación se ha encarecido por el aumento de los tipos de interés, la consolidación fiscal resulta particularmente urgente. Pero también porque es necesario crear espacio fiscal para el futuro, ya sea para hacer frente a dificultades imprevistas como para contribuir a los cambios productivos que necesita la economía europea para poder competir con las potencias estadounidense y china.

Figura 5. Deuda pública en países europeos como porcentaje del PIB, 2019 y 2023.



Fuente: FMI

Con el nuevo pacto recientemente acordado[3], se vuelven a introducir límites y controles sobre el déficit público de los estados y sobre su deuda pública acumulada, si bien se reconoce un cierto grado de flexibilidad para evitar los errores cometidos en el pasado, especialmente durante la crisis financiera de 2008 y la crisis de la deuda pública de 2010-2012. En este nuevo formato, el pacto toma un enfoque individualizado, y tiene en cuenta el punto de partida de cada país, sus perspectivas de crecimiento y la naturaleza del gasto público que está realizando, con el objetivo primordial de colocar el volumen de deuda pública en una trayectoria descendente, después de un período de ajuste. A requerimiento de los países "frugales", se introducen también algunas medidas de salvaguarda para garantizar que las pautas de reducción del gasto público no sean excesivamente laxas.

Pero los cambios más importantes se dan en el ámbito institucional. Los países deberán preparar planes fiscales multianuales y las negociaciones y acuerdos con las autoridades europeas se harán en función de estos planes y no sobre el presupuesto de cada año. La idea es permitir un clima de negociación más fácil entre los estados y las autoridades europeas, evitando tensiones pasadas e imposiciones repentinas que puedan generar el rechazo de la opinión pública. Así, el nuevo Pacto no va a suponer un recorte repentino del gasto público, pero sí implica un cambio de orientación en la política fiscal: después de más de tres años de política fiscal expansiva, en 2024 una política fiscal más contractiva podrá sustraer algunas décimas al crecimiento de las economías europeas, en un momento en que la política monetaria implementada por el BCE también tiene esta orientación.

3. Para más información sobre el nuevo marco de gobernanza fiscal de la UE, ver el artículo de Judith Arnal en esta misma publicación.

Riesgos a la baja

Los riesgos principales a los que se enfrenta la economía global son predominantemente a la baja y su materialización podría ralentizar el crecimiento a nivel global.

En particular, fenómenos relacionados con el cambio climático o la extensión de los conflictos bélicos podrían elevar los precios de las materias primas. Un ejemplo específico es el precio del petróleo, que podría incrementarse si los países productores optan por restringir su producción. Estas perturbaciones negativas en la oferta podrían frenar la actividad económica global y generar una nueva presión alcista en los índices de precios. Un aumento de la fragmentación económica global podría además limitar el flujo comercial de materias primas, incrementando así la volatilidad de sus precios, ya por naturaleza muy vulnerables a las restricciones comerciales. Además, tras dos años de tasas de inflación más elevadas de lo esperado, es probable que surjan presiones para el aumento de los salarios. Si bien incrementos moderados y alineados con la evolución de la productividad pueden ser beneficiosos para reactivar el consumo de los hogares y el crecimiento económico, existe el riesgo de alzas descontroladas que presionen excesivamente la inflación subyacente.

Si, por cualquiera de estas razones, la inflación vuelve a sorprender al alza, los bancos centrales se verían forzados a retomar la senda de aumento en los tipos de interés oficiales. Tal situación volvería a ralentizar la actividad económica y, potencialmente, desencadenar un periodo de estanflación, caracterizado por una inflación creciente y una recesión económica extendida. Además, estos aumentos adicionales en los tipos de interés, contrarios a lo que anticipan los inversores actualmente, podrían provocar una caída en los precios de los activos financieros. Esto dificultaría las condiciones de financiación y tensaría la situación de los balances de las instituciones financieras de forma parecida a lo observado en el primer semestre de 2023. La consiguiente restricción del crédito y el deterioro de las expectativas afectaría negativamente la actividad económica.

Las perturbaciones negativas en la oferta podrían frenar la actividad económica global y generar una nueva presión alcista en los índices de precios.

Aumentos adicionales en los tipos de interés, contrarios a lo que anticipan los inversores actualmente, podrían provocar una caída en los precios de los activos financieros.

Subidas adicionales de los tipos de interés también aumentarían la probabilidad de que las economías emergentes y en desarrollo presentasen problemas de deuda. En este sentido, hay que destacar que en la mayoría de los países emergentes con grado de inversión (*investment grade*) la resiliencia ha sido notable y las primas de riesgo se han mantenido ampliamente contenidas. Sin embargo, el diferencial entre estos con los países de grado especulativo (*high yield*) se ha ampliado, y es en estos últimos donde pueden surgir mayores problemas. En la segunda mitad de 2023 el 24% de los países emergentes y en desarrollo enfrentaban una prima de riesgo de su deuda pública superior a los mil puntos básicos, sustancialmente superior al 9,3% registrado dos años antes. Actualmente, el 56% de los países de bajos ingresos y el 25% de los países emergentes presentan problemas de deuda o se encuentran en riesgo de enfrentarlos.

No obstante, tampoco se debe descartar la posibilidad de que en 2024 se materialice un escenario más favorable. Si la inflación disminuye más rápido de lo esperado, los bancos centrales podrían reducir los tipos de interés con mayor celeridad, lo cual afectaría positivamente la evolución de la actividad económica. Una mejora en el clima internacional, combinada con el buen comportamiento del mercado de trabajo que se observa en un buen número de economías, podría fortalecer el consumo de las familias y la tasa de crecimiento. Sin embargo, los acontecimientos en las primeras semanas de 2024 hacen pensar que este escenario más optimista es menos probable.



Buque y la plataforma petrolera cerca de la costa del Golfo Pérsico en un puerto de Arabia Saudita.

Coyuntura nacional

La economía española inicia 2024 con un crecimiento esperado para el primer trimestre principalmente motivado por el efecto arrastre del pasado año. De hecho, en el momento de escribirse estas líneas el RealTimeTracker de EsadeEcPol[5] ofrece para el primer trimestre de 2024 una previsión de crecimiento en el entorno del 0,6%, similar a la pronosticada para el último trimestre de 2023. Sin embargo, diversos factores, como la ralentización del consumo privado a finales de 2023, que aun así mantiene una resiliencia destacable; la preocupante debilidad de la inversión; y la incertidumbre asociada a la evolución de las exportaciones, que salvo al cierre del año han estado muy afectadas por el ciclo económico europeo, hacen prever que el crecimiento para el conjunto de 2024 será inferior al de 2023. Así, nuestro modelo pronostica una tasa de crecimiento para la economía española en 2024 entre el 1,7 y el 1,8%, siete décimas por debajo de las estimadas para el pasado año.

Crecimiento impulsado (no solo) por el mercado laboral

El año 2023 concluyó con logros económicos que invitan al optimismo. El crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) alcanzó el 2,5%, mientras que la tasa de desempleo disminuyó hasta el 11,8%. Los registros de empleo y afiliaciones alcanzaron niveles históricos, y la tasa de temporalidad se redujo excepcionalmente hasta el 16,5% de los asalariados. Estos resultados, en su conjunto, han hecho que 2023 acabara siendo un año positivo en lo económico, especialmente considerando la relativamente rápida disminución de la inflación y la consecuente recuperación (todavía parcial) del poder adquisitivo. Esta evolución nos permite afirmar que durante el último año la economía española se recuperó completamente con respecto a los impactos derivados de la pandemia.



Calle comercial. Málaga

En detalle, el PIB español experimentó un crecimiento sostenido durante el último ejercicio, superando el promedio de la zona euro. Uno de los motores de este crecimiento diferencial fue el consumo privado, impulsado en gran medida por las dinámicas positivas observadas en el mercado laboral. Mientras el consumo de los hogares aumentaba en 2023 un 2,8%, el consumo de bienes duraderos lo hacía en un 7,8%, triplicando la tasa de crecimiento del PIB. Estas cifras muestran que, a pesar de un debilitamiento en la segunda mitad del año, la continua reducción del desempleo y la creación de empleo, especialmente en sectores de alto valor añadido vinculados a la digitalización y nuevas tecnologías, han fortalecido la capacidad de gasto de las familias. Este fenómeno no solo ha sostenido el consumo, sino que también ha favorecido una percepción optimista del futuro económico, incentivando la adquisición de bienes duraderos que a menudo implican decisiones de planificación y endeudamiento.

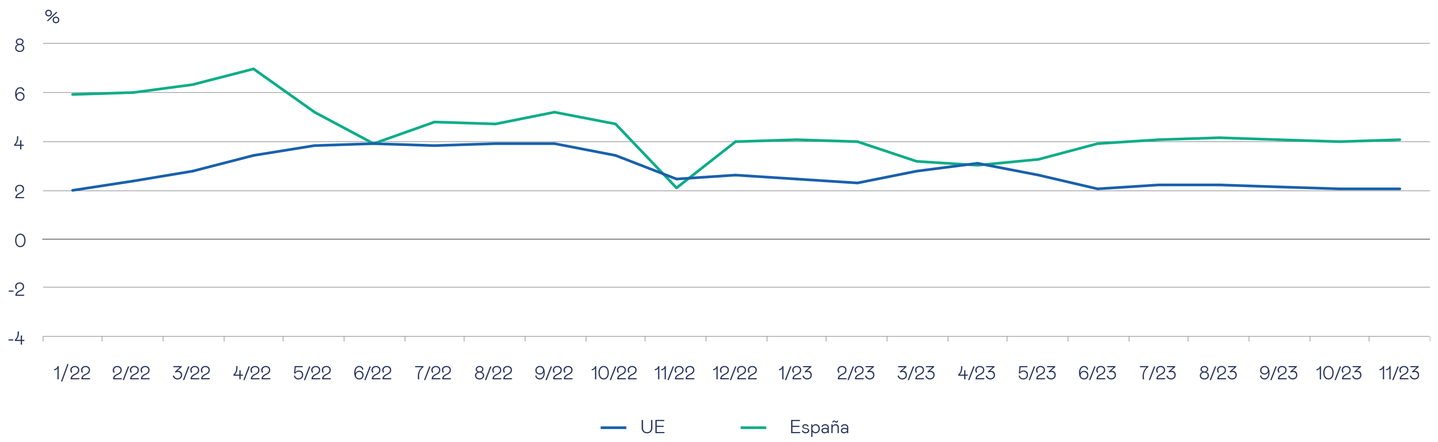
5. El RealTimeTracker de EsadeEcPol parte de un modelo dinámico factorial de carácter experimental de *nowcasting* destinado a estimar en tiempo real el crecimiento de la economía española: el aumento o disminución del PIB del trimestre o del año en curso en comparación con el anterior. El modelo trabaja a partir de 20+ indicadores, corregidos de estacionalidad y efecto calendario. El modelo genera un prior sobre el valor que tomará cada uno de estos indicadores hasta que el nuevo indicador es conocido, incorporándolo. Se actualiza periódicamente alimentado con nuevos datos y pronósticos.

A pesar del incremento en los tipos de interés, las cifras de crédito al consumo reflejaron un notable aumento a lo largo del último ejercicio. Parte de este crédito podría haberse utilizado para compensar la pérdida de poder adquisitivo derivada del aumento de los precios en los últimos dos años.

El buen desempeño del mercado laboral ha sido respaldado por la moderación de la inflación a lo largo del año. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) interanual comenzó el año en un 5,9%, finalizando en un 3,1%, con un mínimo del 1,9% en junio. Mientras, el aumento salarial acordado en los convenios colectivos registrados hasta octubre de 2023, con un dato provisional del 3,5%, reflejó un incremento de 0,8 puntos porcentuales en comparación con el mismo período del año anterior. Incluyendo los aumentos derivados de nuevas contrataciones, la remuneración por hora trabajada habría crecido a ritmos superiores a la inflación. Así, según los datos de la Contabilidad Trimestral del INE, el crecimiento de la remuneración por asalariado superó el 4,7% durante los tres primeros trimestres de 2023. Estas cifras confirman, por lo tanto, que se ha logrado recuperar parte del poder adquisitivo perdido y, por ende, mejorar la posición de las familias frente al gasto.

Sin embargo, el aumento del gasto privado no solo se explica por estas mejoras del mercado laboral y la remuneración de los trabajadores. A pesar del incremento en los tipos de interés, las cifras de crédito al consumo reflejaron un notable aumento a lo largo del último ejercicio, tal y como se observa en la figura 6, si bien es posible que este aumento se haya moderado hacia finales de año, como parece indicar la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España[6].

Figura 6. Tasa de variación interanual del saldo de crédito bancario (créditos al consumo).



Fuente: Banco de España y Banco Central Europeo

Parte de este crédito podría haberse utilizado para compensar la pérdida de poder adquisitivo derivada del aumento de los precios en los últimos dos años, especialmente en el caso de los hogares de menores ingresos. Según los datos del último boletín económico del Banco de España[7], este recurso al crédito habría ayudado a impulsar el consumo, lo que finalmente habría contribuido al crecimiento de la economía durante gran parte de 2023.

Aunque es cierto que esta tendencia positiva observada a lo largo de los últimos trimestres es más débil que la desarrollada en los años inmediatamente anteriores, la resiliencia que ha mostrado el consumo de las familias españolas no deja de ser destacable. Esta resiliencia se refleja, más concretamente y como se ha adelantado, en la evolución del consumo de bienes duraderos, que indica, en cierto modo, que la confianza de las familias se mantiene en positivo. Sin embargo, los indicadores coyunturales muestran un cierto debilitamiento desde la segunda mitad de 2023, lo que podría verse confirmado con los datos del índice de Comercio al por Menor del cuarto trimestre. Y es que el aumento de los costes de financiación podría estar finalmente contrarrestando los factores de cola antes desarrollados.

Para 2024, la evolución del consumo de las familias dependerá tanto de la dinámica del mercado laboral como de las tendencias de los tipos de interés. Respecto a lo primero, se espera que el mercado laboral mantenga una dinámica de crecimiento similar a la de la segunda mitad de 2023, con aumentos de ocupación y afiliación moderados. En cuanto a las condiciones financieras, parece que el endurecimiento observado en las condiciones de concesión de crédito habría alcanzado su máximo a finales de 2023, lo que sin duda podría aliviar algunas restricciones al consumo a medida que avance 2024 si se confirma un relajamiento de la política monetaria para dicho año.

6. Banco de España. (2023). *Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2023*. Boletín Económico 2023/T1. Artículo 11 (31 de enero de 2023).

7. Información que se deriva de la explotación del *Consumer Expectations Survey* (Banco Central Europeo) y del Banco de España.

En otros países europeos no se ha observado un comportamiento tan débil de la inversión como en el nuestro, lo que plantea la posibilidad de que, o bien han incidido más profundamente en nuestro país, o bien existen otras razones idiosincrásicas que complementan o refuerzan a las anteriores.



La deficiente evolución de la inversión

Frente al relativo buen desempeño del consumo privado, la evolución de la inversión, tanto privada como pública, sigue siendo desde el final de la pandemia deficiente. Desde entonces, varios factores compartidos con el resto de Europa han dificultado esta recuperación, al afectar a la capacidad de las empresas para iniciar proyectos y a su confianza en el futuro económico. Entre estos factores, cabe destacar la propia irrupción de la pandemia y la posterior aparición de los cuellos de botella durante 2020 y buena parte de 2021. Sin embargo, en otros países europeos no se ha observado un comportamiento tan débil de la inversión como en el nuestro, lo que plantea la posibilidad de que, o bien han incidido más profundamente en nuestro país, o bien existen otras razones idiosincrásicas que complementan o refuerzan a las anteriores.

Un factor diferencial es la estructura del tejido productivo español. Por un lado, buena parte de las grandes empresas españolas con capacidad inversora pertenecen a sectores muy dependientes de las cadenas de valor internacionales, como la automoción, afectados extraordinariamente por los cuellos de botellas. Por otro lado, nuestro tejido productivo también se caracteriza por una sobrerrepresentación de empresas de escaso tamaño, hecho que provoca que factores externos comunes, como el endurecimiento de la política monetaria, pudieran tener un efecto mayor. Y es que, a pesar del buen posicionamiento de las empresas españolas en cuanto a su endeudamiento, el recurso al crédito sigue siendo particularmente importante para las empresas de escaso tamaño, y la subida de tipos de los últimos años no han ayudado a mejorar las expectativas de estos pequeños empresarios ante posibles proyectos de inversión.

Pero a este posible efecto diferencial de factores exógenos y comunes respecto a Europa, habría que sumar otros factores endógenos que pueden estar alejándonos de la tendencia inversora del continente europeo. Aunque su efecto se puede considerar a muy largo plazo, no podemos ignorar que a la incertidumbre económica y política internacional se suma un entorno político interno que no genera el mejor contexto para el desarrollo de proyectos de inversión. No es casualidad que empresas relevantes del panorama económico español hayan manifestado una cierta incomodidad ante la incertidumbre generada para la toma de decisiones empresariales por algunas de las medidas propuestas por el gobierno, como los impuestos extraordinarios.

Por otro lado, la evolución de la inversión privada en España podría explicarse también por la propia evolución de la inversión pública, entre las que existe una cierta complementariedad. Así, muchos proyectos privados están irremediablemente sujetos a la realización de inversiones públicas, más dado el contexto actual en el que los fondos europeos Next Generation EU (NGEU) adquieren especial relevancia. Según datos del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), a pesar del impulso relativo de los fondos NGEU, la inversión pública en España se mantuvo considerablemente baja en 2022, pasando a experimentar una cierta recuperación en 2023. Sin embargo, esta evolución no es muy diferente a la observada durante la década anterior, durante la cual el esfuerzo inversor de las administraciones públicas españolas se mantuvo muy por debajo del realizado antes de 2009. Detrás de esta tendencia, nos encontramos con los recortes aplicados a principios de la década pasada para reducir el déficit público, no comparables con los realizados en el resto de las economías europeas, que habrían afectado negativamente sobre todo a las inversiones en infraestructuras y servicios públicos.

Según estimaciones del Observatorio de Fondos NextGenEU EsadeEcPol-EY, para finales de 2023 se habrían movilizado unos 55 mil millones de euros de los más de 70 mil previstos. No obstante, de esos, entre licitaciones adjudicadas y subvenciones concedidas la ejecución se situaba aún por debajo de los 30 mil millones. Considerando además que la adjudicación y concesión no implican el desembolso inmediato, las cantidades efectivamente ejecutadas serían incluso inferiores. Es evidente que, para un plan que ya entra en 2024 en su tercer año, un ritmo de ejecución inferior a 10 mil millones de euros anuales genera un efecto arrastre menor al deseado. Sin embargo, para 2024 se espera un mayor impulso de los fondos europeos, provocado por la propia dinámica de la gestión presupuestaria a través de licitaciones y convocatorias de subvenciones. Esto, junto con una continuación en la moderación de la inflación y una cada vez más probable flexibilización de la política monetaria podría mejorar las expectativas sobre esta partida de la demanda interna.

De los fondos NGEU, para finales de 2023 se habrían movilizado unos 55 mil millones de euros de los más de 70 mil previstos.

En cuanto al sector inmobiliario, la evolución de los tipos ha influido claramente en la disponibilidad de nuevas hipotecas, anticipando una contracción o, cuando menos, un menor crecimiento en el sector en 2024 y, con ello, en la inversión residencial. A pesar de esto, hay que señalar que el sector inmobiliario español ha mostrado una notable resiliencia en 2023 a pesar del endurecimiento de las condiciones financieras globales y la subida de los tipos de interés, muy posiblemente por la tipología de la hipoteca viva (asociada en buena parte a tipos fijos) y por la mejor salud financiera de familias y empresas.

Más allá de 2024: visión a largo plazo de la economía española

A pesar de la evolución relativamente positiva de la economía española en el corto plazo, las tendencias a largo plazo reflejan una incertidumbre mucho más acentuada, ya que la insuficiente inversión empresarial, agravada por la deficiente inversión pública, condiciona la competitividad y el crecimiento potencial de España.

Desafíos estructurales como el cambio climático afectarán sin duda a sectores clave para la economía española, como el turismo, la agricultura y la ganadería, que requerirán inversiones significativas y un cambio profundo en el modelo productivo. En este sentido, la transición ecológica, aunque genera numerosas incertidumbres que pueden estar también condicionando la inversión, nos sitúa también ante una oportunidad que España no debería dejar escapar. Los fondos asignados a esta transición son ingentes, pero no dejan de ser recursos escasos con alternativas de uso. Definir muy bien las opciones y conseguir arrastrar al sector privado en este esfuerzo es del todo indispensable para que nuestro país se sume al carro de las naciones líderes en la nueva economía verde.

No obstante, algunas de las decisiones que se tomen en el transcurso de esta transición podrían dañar las perspectivas de rentabilidad y competitividad de los diferentes sectores españoles, como parece estar sucediendo en las últimas semanas. El marco de la transición europea, con diseños regulatorios que son percibidos como exigentes y que pueden suponer para algunos sectores una pérdida en su capacidad de competir con el resto del mundo, puede conllevar costes mayores a los inicialmente esperados. Es por eso por lo que, aunque la necesidad de esta transición no deja lugar a dudas, tanto el Gobierno español como la Comisión Europea deben ponderar con extrema precaución los siguientes pasos a tomar y su ritmo de implementación.

Por otro lado, la otra transformación que también definirá nuestro bienestar futuro, la demográfica, exige gestionar de forma óptima los flujos migratorios, cuya integración laboral podría ayudar a contrarrestar el impacto del envejecimiento demográfico. Después de una disminución en la llegada de inmigrantes debida a la pandemia, desde 2022 este flujo se ha reactivado con fuerza. Esto ha tenido un impacto positivo en las dinámicas laborales del país, al contribuir al aumento la población activa y al sostener significativamente el crecimiento de la ocupación. Queda por ver si este cambio de tendencia se mantiene en el tiempo o si, por el contrario, responde a factores coyunturales.

Para el final, la que es probablemente la principal asignatura pendiente de la economía española: la necesidad de romper con la dinámica secular que viene mostrando la evolución de nuestra productividad. Esta deficiente evolución pone de manifiesto que las reformas necesarias para mejorar el bienestar futuro de nuestra sociedad deberían ser mucho más ambiciosas que las que recoge el propio Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Ante estos bajos niveles de productividad, y teniendo en cuenta los deficientes resultados que nuestro país, salvo excepciones, muestra en los informes PISA elaborados por la OCDE, serán clave en los próximos años inversiones en el ámbito educativo y en la formación profesional para crear un entorno que fomente el desarrollo de un tejido productivo competitivo, moderno y de alto valor añadido en sectores emergentes. Finalmente, y por su posicionamiento en el centro de las interrelaciones económicas y productivas, la modernización de las administraciones públicas representa otro reto fundamental que debe ser abordado convenientemente y sin más dilación.

Estas grandes reformas serán fundamentales para enfrentar los desafíos actuales y venideros y para preparar a la población para las demandas de un contexto económico en constante evolución •

> La transición ecológica, aunque genera numerosas incertidumbres que pueden estar también condicionando la inversión, nos sitúa también ante una oportunidad que España no debería dejar escapar.



Ourense, España. 8 de febrero de 2024. Huelga de protesta de sindicatos de agricultores contra la política gubernamental en España y Europa. Los tractores bloquean el tráfico de la ciudad.

Recuperar espacio fiscal en las economías avanzadas

Pablo de Ramón-Laca
Director ejecutivo alterno por España en el Fondo Monetario Internacional[1]

1. Las opiniones expresadas en este documento son las del autor y no deben atribuirse al FMI, a su directorio ejecutivo ni a su dirección.

En los últimos años los países avanzados han aflojado los frenos de la política fiscal para suavizar, con notable éxito, el impacto transitorio de una pandemia global y el de la creciente fragmentación geopolítica. Ante un shock global extraordinario e inesperado, en un entorno ya de por sí de baja inflación y tipos de interés nulos, una expansión fiscal está más que justificada. Pero superada la COVID-19 y tras una subida estructural de tipos, en un mundo cada vez más propenso a sufrir shocks globales y en el que se mira cada vez más a la política fiscal para resolver los problemas, se vuelve necesario reconciliarse con la restricción presupuestaria y con el concepto de 'espacio fiscal', definido como el margen de maniobra que tienen los gobiernos para proporcionar recursos públicos adicionales sin poner en riesgo la estabilidad o la sostenibilidad. Las sociedades deben replantear qué esperan de la política fiscal en la época postpandemia, y si sus instrumentos son eficaces para cumplir esas expectativas.

El recurso a la política fiscal en el último lustro ha sido un éxito sin paliativos. Ha aumentado la provisión de vacunas, instrumentos médicos, servicios de urgencias y cuidados, y ha corregido ineficiencias palmarias en el mercado de la energía. Ha contribuido a reducir la desigualdad, variable de relevancia macroeconómica en la medida en que condiciona la posibilidad de éxito de cualquier paquete de reformas, y a facilitar que las transiciones económicas sean justas y se perciban como tales. Y logró suplir la demanda agregada,

Es necesario reconciliarse con la restricción presupuestaria y con el concepto de 'espacio fiscal', definido como el margen de maniobra que tienen los gobiernos para proporcionar recursos públicos adicionales sin poner en riesgo la estabilidad o la sostenibilidad.

potenciando la inversión pública y permitiendo que el presente mantuviera empleos y empresas durante el apagón económico global pidiendo prestada capacidad de pago a un futuro más próspero.

Este éxito deja, no obstante, una herencia a gestionar: la deuda pública mundial supera ya el 92% del PIB y la de economías avanzadas, el 112%. Para estas últimas, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un incremento anual de un punto porcentual, a pesar de la mayor inflación, con un déficit estructural medio superior al 4%, durante los próximos cinco años[2].

2. FMI (2023).

Crecientes compromisos del gasto público

Como suele ocurrir, la recompensa al trabajo bien hecho es más trabajo. Por ello, en los últimos cinco años han aumentado los compromisos, explícitos o implícitos, que se espera que los gobiernos sepan atender.

A corto plazo, el sector público ha asumido un papel de protector de rentas, o más bien de "asegurador de primera instancia", en función del espacio fiscal del que disponía. El apoyo público en pandemia superó el 23% del PIB en las economías avanzadas, frente a un 4% en los países de bajos ingresos[3], apoyos que se están retirando gradualmente en función de los equilibrios políticos de cada jurisdicción. Adicionalmente, el soporte en la Unión Europea (UE) a hogares y empresas para paliar el impacto de la invasión rusa de Ucrania en los precios de la energía se estima en 540.000 millones de euros, más del 2% del PIB[4]. Sin embargo, dos años después de la invasión queda claro que los precios no volverán a niveles de 2019, por lo que seguir neutralizando las señales de precios de las energías fósiles dificultará la transición energética. A su vez, las tensiones geopolíticas y la ruptura de las cadenas de suministro alientan el proteccionismo comercial en la búsqueda de una "resiliencia industrial" que solo se puede asegurar subvencionando la producción, si no local, en países cercanos geográfica o ideológicamente. Así, la *Inflation Reduction Act* estadounidense, y su respuesta europea, comprometen gasto público para proteger empleos e industrias estratégicas. Por último, se pide que el presupuesto público ayude a la política monetaria, o al menos no la contrarreste, más allá de la gestión tradicional de la demanda agregada, mediante la intervención directa en bienes y servicios clave para la cesta de consumo.

3. FMI (2021).

4. Sgaravatti et al (2021).

Los estados deberían dedicar espacio fiscal a la creación de colchones para los (cada vez más frecuentes) shocks inesperados relacionados con el clima.

Aumentan también los gastos estructurales a medio y largo plazo. En primer lugar, las presiones demográficas comprometen buena parte del presupuesto público durante las próximas décadas. Además de la conocida dinámica en los sistemas de pensiones de reparto –cada vez hay más jubilados por cotizante, y la pensión media es cada vez mayor con respecto al salario medio– hemos de ser conscientes de la fuerte relación entre gasto sanitario y esperanza de vida: nuestros mayores necesitan proporcionalmente más cuidados según cumplen años y aumentan su dependencia física y, especialmente, la incidencia de demencia senil. En segundo lugar, se necesita una mayor inversión en proyectos bajos en carbono, quintuplicarla según el FMI[5], para cumplir los objetivos medioambientales de los Acuerdos de Paris de 2015. Es obvio que este esfuerzo tendrá que venir principalmente del sector privado, y que la contribución pública más eficaz provendrá de la mejora del entorno regulatorio, pero queda igualmente claro que será necesario aumentar la inversión pública para catalizar la entrada de fondos privados. En tercer lugar, la invasión rusa de Ucrania y las tensiones diplomáticas en Asia oriental han recordado a Europa que, treinta años después del desmembramiento de la URSS, no existe ya un "dividendo de paz" y tiene que aumentar su gasto en defensa. En cuarto lugar, y tras disfrutar de algunos años de tregua generados por una buena gestión de alargamiento de vida media de las carteras de deuda soberana, los estados empiezan a incorporar la reciente subida de tipos a su carga de intereses anual: los emisores soberanos de la UE refinanciarán, de media en los próximos doce meses, el 14% de sus carteras a medio y largo plazo, y casi el 50% en el próximo lustro[6]. En Europa la subida no es alarmante –es gradual, previsible y por tanto gestionable– pero nos recuerda que la subida de tipos aumenta el gasto en función del nivel de endeudamiento.

Además de estos gastos adicionales que los estados tendrán que afrontar, convendría dedicar espacio fiscal a la creación de colchones para los cada vez más frecuentes shocks inesperados. En las últimas décadas están aumentando significativamente tanto la incidencia de desastres naturales relacionados con el clima, tales como sequías o inundaciones, como su impacto económico. Además, la inestabilidad macroeconómica y el comportamiento de las autoridades monetarias también agrava la fragilidad financiera y aumentan el riesgo de crisis incluso en centros financieros muy desarrollados, como nos avisan las recientes quiebras de las

5. Black et al (2023).

6. Comité Económico y Financiero del Consejo de la UE (2023).

Endeudarse indefinidamente tiende a elevar el coste de financiación y, eventualmente, reduce la inversión privada y el crecimiento real.

entidades Silicon Valley Bank y Credit Suisse. Finalmente, las tensiones geopolíticas actuales generan situaciones de riesgo de mayor fragmentación geoeconómica que, según el FMI, en el extremo puede reducir el PIB mundial a medio plazo en hasta un 7%[7].

El riesgo de no reaccionar a tiempo

Intentar cumplir con estos compromisos financieros cada vez mayores sin aumentar los recursos lleva por el camino del sobreendeudamiento, la inflación, el estancamiento, las crisis y el desencanto político. En teoría, un país puede presentar déficit todos los años sin que su endeudamiento se vuelva insostenible en la medida en que su economía crezca a tasas reales superiores al coste de financiación –la desigualdad aritmética "$r - g < 0$", recientemente popularizada por Olivier Blanchard[8]. Ahora bien, endeudarse indefinidamente tiende a elevar el coste de financiación y, eventualmente, reduce la inversión privada y el crecimiento real. Ante la dificultad política de subir impuestos, el recurso a la monetización como fuente de financiación permanente es muy tentador. Sin embargo, la financiación monetaria tiene rendimientos decrecientes en actividad económica y crecientes en inflación. La independencia de los bancos centrales es uno de los principales logros de la política económica en el último medio siglo: la experiencia latinoamericana –con ejemplos para bien y para mal– muestra una relación muy estrecha entre el control de la inflación y la independencia con la que se ejecuta la política monetaria.

7. Gopinath (2023).

8. Blanchard (2023).

La escasez, la inflación y la percepción de impotencia institucional ponen coto a la solidaridad y tensionan los acuerdos sociales, intergeneracionales e interregionales, que nuestros antecesores cerraron para alcanzar la prosperidad y la paz social. Hemos visto episodios recientes en los que, ante un Estado que decepciona recurrentemente las expectativas que él mismo genera, cunden la desafección política y la búsqueda de respuestas en ideologías y partidos políticos poco convencionales que apelan a la rabia y a la atribución de culpa. Estos riesgos son reales y no se circunscriben a las economías emergentes y en desarrollo: recordemos que en septiembre de 2022 el Reino Unido, sexta economía mundial, con un Banco Central independiente y con soberanía monetaria, sufrió una crisis de confianza inversora cuando planteó a sus inversores un paquete de medidas (rebaja de impuestos, aumento de gastos) a todas luces insostenible. Como decía Ernest Hemingway, las bancarrotas ocurren primero de forma gradual y luego repentinamente.



Cómo liberar espacio fiscal

Si bien no hay muchas "balas de plata" universales para generar el espacio fiscal que se necesita, la mejor apuesta es combinar distintas iniciativas para tolerar mejor el endeudamiento, adaptar los recursos, disciplinar el gasto y replantear las expectativas.

En primer lugar, emitir deuda mutualizada en mercados más líquidos suele conllevar un importante ahorro de costes, mejora el acceso al mercado y, *ceteris paribus*, aumenta el máximo endeudamiento tolerable. El plan europeo de inversiones Next Generation EU, financiado por la Comisión Europea mediante la emisión conjunta de bonos, reduce el coste con respecto a la emisión individual por parte de los países miembros y, salvando las distancias, evoca el ejercicio de mutualización llevado a cabo en Estados Unidos en 1789. Convertir NGEU en un programa permanente para financiar bienes públicos europeos, reforzando la gobernanza de la Unión para alinear incentivos, crearía espacio fiscal que en la actualidad tiene Estados Unidos y Europa no.

Para generar el espacio fiscal que se necesita, la mejor apuesta es combinar distintas iniciativas para tolerar mejor el endeudamiento, adaptar los recursos, disciplinar el gasto y replantear las expectativas.

En segundo lugar, cualquier esfuerzo de consolidación fiscal en países avanzados pasará obligatoriamente por una adecuación de los recursos tributarios. Sin duda, la vía más eficaz es mediante el crecimiento de la base imponible, que se logra acumulando factores de producción (horas trabajadas, capital) y mejorando la productividad (formación de trabajadores, innovación productiva). Pero las economías avanzadas tienden a crecer menos que las emergentes, y conviene ser realistas a la hora de proyectar estas variables. Aumentar la recaudación efectiva de los instrumentos actuales es parte de la solución. Los recientes avances en cooperación internacional para garantizar una imposición mínima a las grandes empresas multinacionales dan cabida a la esperanza, especialmente para economías avanzadas. Los impuestos extraordinarios a ciertos sectores económicos también ayudan en momentos específicos, pero su abuso podría generar contraproducentes distorsiones económicas y fomentaría la elusión fiscal.

La imposición medioambiental y, en concreto, la tarificación del carbono (impuestos por unidad de carbón, o sistema de comercio de emisiones, SCE) es para muchos la gran esperanza para abordar la transición energética, y ya hay más de setenta mecanismos en cincuenta países, que cubren un 25% de las emisiones globales[9]. Estos sistemas utilizan el mecanismo de precios para reducir eficazmente las emisiones (por ejemplo, las emisiones cubiertas por el SCE europeo han caído un 37% desde su instauración), generando además recursos suficientes para compensar a hogares de renta baja y un excedente que, según estimaciones del FMI, podría emplearse para complementar el gasto en inversiones medioambientales. Dicho esto, para encauzar las emisiones hacia la senda de los Acuerdos de Paris el precio medio del carbón tendría que subir de los cinco dólares por tonelada actuales a los 85 dólares; cualquier senda de transición hacia estos niveles será políticamente difícil y es más realista pensar que su adopción será gradual.

En tercer lugar, es ineludible contener el gasto público manteniendo un equilibrio realista y responsable entre gastos y transferencias corrientes, por un lado, e inversiones a largo plazo, por otro. Conviene aumentar el peso de la inversión pública frente al gasto corriente para aumentar el efecto multiplicador del gasto, y así recuperar parte de la inversión mediante ingresos públicos, y

9. Georgieva *et al.* (2023).

Conviene aumentar el peso de la inversión pública frente al gasto corriente para aumentar el efecto multiplicador del gasto.

para impulsar el crecimiento potencial y asegurar mayores bases imponibles en el futuro. Para lograrlo, el primer paso es reforzar un marco legal de disciplina fiscal basado en reglas fiscales bien diseñadas que incorporen una cierta flexibilidad, ya que las reglas inamovibles no funcionan igual de bien en todas las jurisdicciones. El reciente acuerdo europeo mejora el marco actual porque incorpora planes de ajuste a medio y largo plazo creíbles (sin menoscabar, como en la anterior crisis, la inversión), mecanismos de coordinación entre administraciones eficaces, y autoridades de responsabilidad fiscal más independientes[10]. El segundo paso es evaluar constantemente el gasto público (y reaccionar con agilidad y autocrítica a esas evaluaciones) para contener el llamado "gasto superfluo". Aunque esta medida es necesaria, en un buen número de economías avanzadas no deja de ser insuficiente.

El paso más importante –y el más difícil– es analizar y decidir como sociedad qué cabe esperar de la política fiscal. El uso que se dio al sector público como asegurador de primera instancia se hizo en un contexto de emergencia sanitaria. Los organismos internacionales pidieron que las medidas fueran "*timely, targeted and temporary*" (oportunas, enfocadas y temporales) precisamente para evitar que, por pura inercia política y sin deliberación, nacieran nuevos derechos adquiridos que abrieran brechas de financiación del Estado. Los costes asociados al envejecimiento de la población comenzarán a ascender a partir del comienzo de la próxima década. Para priorizar el gasto es necesario renunciar a lo no prioritario, y para esto necesitamos en las instituciones nacionales altas dosis de generosidad y disposición política para llegar a acuerdos.

Hay tiempo para corregir el rumbo, pero hacer virar los grandes buques lleva tiempo y requiere pericia. Tenemos la obligación moral de comenzar cuanto antes •

10. Para más información sobre el nuevo marco de gobernanza fiscal de la UE, ver el artículo de Judith Arnal en esta misma publicación.

Referencias

Black, S., Jaumotte, F., & Ananthakrishnan, P. (2023). *World Needs More Policy Ambition, Private Funds, and Innovation to Meet Climate Goals*. Blog del FMI, 27 de noviembre de 2023.

Blanchard, O. (2023). *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. The MIT Press. Enero de 2023.

Comité Económico y Financiero del Consejo de la UE. (2023). *ESDM Risk metrics – dataset as of Q3 2023*. Octubre de 2023.

FMI (2021). *Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the Covid-19 pandemic*. Departamento de Asuntos Fiscales del FMI. Octubre de 2021.

FMI (2023). *IMF Fiscal Monitor*. Octubre de 2023.

Georgieva, K., von der Leyen, U., & Okonjo-Iweala, N. (2023). *No more business as usual: the case for carbon pricing*. Artículo de opinión en *Financial Times*. 3 de diciembre de 2023.

Gopinath, G. (2023). *Europe in a Fragmented World*. Discurso para el Premio Bernhard Harms, 30 de noviembre de 2023.

Sgaravatti, G., Tagliapietra, S., Trasi, C., & Zachmann, G. (2021). *National policies to shield consumers from rising energy prices*. Bruegel Datasets. Última Actualización en junio de 2023.

El paso más importante –y el más difícil– es analizar y decidir como sociedad qué cabe esperar de la política fiscal.

Política económica con alta volatilidad macroeconómica

Ángel Ubide
Director ejecutivo en Citadel LLC

La volatilidad macroeconómica ha aumentado, debido a shocks tanto de oferta como de demanda a nivel nacional –los cambios inducidos por la pandemia– e internacional –las transformaciones geopolíticas–, y esto ha afectado al diseño y a la gestión de la política económica. El reciente susto inflacionista puso en alerta a la política monetaria, y las rápidas subidas de tipos de interés a largo plazo de la segunda mitad de 2023 fueron también una llamada de atención para la política fiscal. Tanto que Olivier Blanchard, uno de los principales defensores del principio de que a la deuda pública hay que tenerle respeto pero no miedo (principio que este autor ha defendido durante la última década, apoyando la idea de que la política fiscal debería jugar un papel mucho más activo en la política económica[1]) alertaba ante la complacencia e indicaba que si esos niveles de tipos de interés persistieran sería necesario un ajuste fiscal más acusado y urgente en países con altos ratios de deuda/PIB[2].

Justo cuando el nivel de preocupación alcanzaba su pico, los tipos de interés a largo plazo bajaron tan rápido como habían subido. Lo cual no implica que no vayan a volver a subir, sino que la volatilidad macroeconómica es mucho mayor de lo normal, y hay que entender las razones para poder diseñar políticas económicas que sean robustas a la misma.

El reciente susto inflacionista puso en alerta a la política monetaria, y las rápidas subidas de tipos de interés a largo plazo de la segunda mitad de 2023 fueron también una llamada de atención para la política fiscal.

1. Véase, entre otros, Ubide (2016) y Blanchard y Ubide (2019).
2. Blanchard (2023).

El cierre del periodo deflacionista: tipos e inflación más altos y volátiles

La rápida subida de tipos de interés a largo plazo observada en la segunda mitad de 2023 y los argumentos que se usaron para explicarla indicaban que los mercados habían regresado al periodo anterior a la crisis financiera del 2007. Y, recordemos, en aquel periodo anterior a 2007, los mercados descontaban que la inflación estaba bien anclada en el 2%, asignando una probabilidad ínfima a todo lo que pasó durante las décadas posteriores: que los bancos centrales bajaran los tipos a cero, se comprometieran a mantenerlos a cero todo el tiempo que fuera necesario, o compraran bonos del Tesoro durante años. Es cierto que Japón llevaba ya tiempo sumido en la deflación, con tipos de interés cero, y comprando, de manera muy tímida comparado con lo que los banqueros centrales hicieron después, bonos del Tesoro. Pero nadie creía entonces que eso fuera posible en Occidente; se consideraba que era un caso exótico derivado de la mala gestión económica de las autoridades japonesas.

En aquel periodo también se creía que el tipo de interés de equilibrio era alto. Se calculaba en Estados Unidos que el tipo de interés que situaba a la economía en su senda potencial, y la inflación en su objetivo, estaba en torno al 4-4,25%, lo cual generaba espacio suficiente para bajar los tipos de interés en caso de necesidad –pero también creaba un rango esperado futuro para los tipos de interés en torno a esa cifra. Pero los mercados tienen memoria, y en el 2000 la Fed había subido los tipos hasta el 6,5%. Por eso no es de extrañar que, en el año 2006, los mercados descontaran que, cinco años más tarde (es decir, en 2011), el tipo de interés a corto plazo estaría en torno al 5%.

> En el futuro los shocks de oferta serán dominantes y la inflación más volátil, debido, entre otros factores, al cambio climático y a la incertidumbre geopolítica, lo que hace que los bonos sean menos útiles como instrumento de protección.

Como decíamos, el cuadro de tipos de interés a largo plazo que se dibujaba en octubre del 2023, en el pico de la subida de tipos de interés a largo, implicaba un retorno a ese periodo anterior a la crisis del 2007: inflación bien anclada en el 2%, tipo de interés de equilibrio positivo, y escasa probabilidad de que los bancos centrales volvieran a bajar los tipos a cero o comprar bonos. Por ejemplo, los mercados descontaban que, en cinco años (es decir, en 2028), el tipo de interés a corto plazo en Estados Unidos estaría en el 4,5%. Los mercados habían dado por concluido el periodo deflacionista.

Las razones de este cambio de régimen son varias. Por un lado, un aumento de la prima de riesgo temporal, derivada de tres razones principales. La primera, la elevada deuda pública en el mundo desarrollado, que ha aumentado 20-30 puntos del PIB tras la pandemia. Y se espera que persista en el tiempo: el ejemplo más palpable es Estados Unidos, donde la Oficina Presupuestaria del Congreso proyecta déficits por encima del 5% durante las próximas tres décadas. La segunda, porque se considera que en el futuro los shocks de oferta serán dominantes y la inflación más volátil, debido, entre otros factores, al cambio climático y a la incertidumbre geopolítica, lo que hace que los bonos sean menos útiles como instrumento de protección de las carteras de inversión. La tercera, la expectativa de que Japón abandone el régimen de tipos de interés cero tras casi cuatro décadas (con un brevísimo intervalo en 2005-2006 cuando los tipos subieron al 0,5%). Los inversores japoneses son importantes compradores de deuda pública a nivel mundial, y si los tipos de interés en Japón se estabilizan en valores positivos cambiará la estructura de precios de los bonos del Tesoro a nivel global.

Por otro lado, nos encontramos con un aumento del tipo de interés de equilibrio, al menos a corto plazo. Es cada vez más evidente que la economía mundial es más resistente a los tipos de interés de lo que se pensaba. Tras una subida de tipos de interés muy agresiva, y a pesar de un shock energético sin precedentes, los mercados bursátiles han seguido apreciándose, y la economía mundial muestra el mercado de trabajo más sólido de las últimas décadas: según los datos de la OCDE, la tasa de empleo de los países de G7 es la más alta de la historia. Unido al desarrollo de la inteligencia artificial y los cambios de prácticas empresariales provocados por la pandemia, es posible que el crecimiento potencial esté aumentando. Además, independientemente de lo que suceda con el crecimiento potencial, es probable que el crecimiento efectivo de las próximas décadas sea más sólido que el de las dos décadas anteriores: la respuesta

> Es cada vez más evidente que la economía mundial es más resistente a los tipos de interés de lo que se pensaba.





Río Támesis, Kent, Reino Unido - 29 de enero de 2024. Contenedor del buque Grande Brasil amarrado en los muelles de Tilbury mientras las entregas se retrasan debido a ataques del Mar Rojo.

a la pandemia sugiere que la política económica es más eficaz de cara a minimizar el impacto de las recesiones y los shocks negativos –por ejemplo, la rapidez y eficacia con que se resolvió la crisis de los bancos regionales en Estados Unidos. Se podría afirmar que el efecto acumulado de las reformas y las políticas desarrolladas en respuesta a la crisis financiera del 2007, a la crisis del euro, a la pandemia, y a los rápidos aumentos de precios energéticos, habrían servido para cerrar el ciclo deflacionista iniciado en 2007. Y un mundo con tipos de interés e inflación positivos es más favorable al crecimiento que un mundo con tipos de interés e inflación cero.

Todos estos factores siguen presentes al inicio de 2024. Aunque los tipos de interés a largo plazo han retornado a los niveles de mitad de 2023, siguen siendo superiores a los niveles prepandemia. Lo único que ha cambiado en los últimos meses es la perspectiva de bajadas de tipos, y eso no debería afectar a los tipos de interés a largo plazo. La inflación parece estar cayendo también tan rápido como aumentó, contribuyendo a la caída de tipos de interés. Pero no se puede cantar victoria. La inflación aun está lejana del objetivo del 2%, y el riesgo de perturbaciones de oferta –como evidencian, por ejemplo, los recientes cambios de ruta del comercio internacional para evitar el Mar Rojo– sigue muy presente. La conclusión es que tanto los tipos de interés como la inflación probablemente serán más altos y más volátiles que antes de la pandemia.

Ante este panorama macroeconómico más volátil, ¿cómo debe plantearse la política fiscal?

La nueva política económica

La política fiscal debería contribuir de una manera activa a los objetivos de política económica, incluyendo la estabilización cíclica y los componentes de la "nueva política económica", que incluyen la lucha contra el cambio climático, la independencia energética, y la seguridad nacional[3]. Todo ello, por supuesto, garantizando la sostenibilidad de la deuda.

Desde un punto de vista cíclico, la experiencia de la pandemia muestra que una política fiscal bien diseñada es eficaz –a priori, y abstrayéndose de las complicaciones de la economía política que analizaremos más adelante– a la hora de gestionar las fluctuaciones económicas. Teóricamente tiene buenos instrumentos para enfrentarse a las consecuencias cíclicas y redistributivas de las perturbaciones económicas, con efectos intra e intertemporales de renta y de sustitución, con menos limitaciones que la política monetaria, que afecta sobre todo a los agentes económicos con alta elasticidad frente al tipo de interés. De manera quizás contraintuitiva, la política fiscal activa ha incluso contribuido, en momentos muy puntuales, a anclar las expectativas de inflación. Por ejemplo, los límites a los precios energéticos que se implementaron para contrarrestar la fuerte subida de precios de las materias primas tras la invasión rusa de Ucrania limitaron la subida de la inflación y contribuyeron de manera muy eficaz a evitar un desanclaje de las expectativas de inflación[4]. De manera similar, los subsidios y medidas de ayuda para las familias redujeron los incentivos para demandar aumentos de salarios excesivos que pudieran degenerar en lo que hubiera podido ser una muy nociva espiral precios-salarios, evitando así los efectos de segunda ronda.

3. El concepto de la "nueva política económica" se desarrolla en Ubide (2023).

4. Dao *et al.* (2024).

De manera quizás contraintuitiva, la política fiscal activa ha incluso contribuido, en momentos muy puntuales, a anclar las expectativas de inflación.

El uso activo de la política fiscal se enfrenta a los incentivos políticos, a menudo disociados de la eficiencia económica, y a dificultades de gestión de la economía política.

Desde un punto de vista estructural, es evidente que la "nueva política económica" requerirá abundantes subsidios e inversión pública, tanto en energías renovables como en seguridad nacional. La incertidumbre geoestratégica también demanda fuertes inversiones, que tanto Estados Unidos como China (y otros países, como Japón) están poniendo en marcha –y que la Unión Europea no va a poder evitar si quiere seguir siendo un participante determinante en el tablero geoestratégico mundial.

Por supuesto, el uso activo de la política fiscal se enfrenta a los incentivos políticos, a menudo disociados de la eficiencia económica, y a dificultades de gestión de la economía política, que requerirá un mayor nivel de supervisión y transparencia. Y lleva aparejada además la consecuencia negativa de un aumento del déficit y deuda pública: por ejemplo, el FMI calcula que las medidas adoptadas en la Unión Europea para contener la inflación energética aumentaron el déficit en un 3,3% PIB durante 2022-2023[5]. Este efecto, por supuesto, hay que valorarlo ante la alternativa de inacción, que podría generar aumentos similares del déficit a través de una mayor caída de la actividad. Imagínense, por ejemplo, la depresión económica y el efecto sobre el déficit que se habría producido de no haber usado la política fiscal para compensar el efecto de la pandemia. Este escenario alternativo hay que valorarlo no solo a nivel cíclico, sino también a nivel estructural: las catástrofes naturales que se podrían derivar si la falta de subsidios e inversiones públicas resultara en un fracaso en la lucha contra el cambio climático producirían reducciones del PIB de elevada magnitud que empeorarían la sostenibilidad de la deuda pública.

5. Dao *et al.* (2024).

La conclusión es que tanto el contexto macroeconómico como las necesidades de actuación de la política fiscal van a requerir una fuerte mejora de la calidad de la política fiscal y de su integración en el conjunto de la política económica. Y aquí es donde es clave compaginar dos tendencias contrapuestas: por un lado, que el déficit y la deuda son instrumentos, no objetivos, de la política económica, y que garantizar la sostenibilidad de la deuda no es lo mismo que reducirla a toda costa. Por otro lado, que el margen de error de la política económica se ha reducido a raíz del aumento de la volatilidad macroeconómica y del nivel de deuda pública.

En este contexto, la gestión de la política fiscal se deberá enfocar en proyectos con retornos de crecimiento superiores al coste de financiación, mejorando la eficiencia y la transparencia de los procesos de decisión. Esto debería incluir tres conceptos:

- La cuantificación obligatoria por parte de la autoridad fiscal independiente, previa a su debate en el parlamento, del impacto fiscal a medio plazo de cada propuesta legislativa, como hace la Oficina Presupuestaria del Congreso en los Estados Unidos.

- La generalización de análisis estocásticos de sostenibilidad de la deuda y la evaluación de escenarios alternativos, instrumentos mucho mejores que el nivel de deuda para analizar el espacio fiscal disponible.

- Afianzar el concepto de que, a lo largo del ciclo, la inversión pública se financie con deuda y los gastos corrientes con impuestos, mejorando el diseño de los estabilizadores automáticos y reforzando el principio de reducción oportunista de la deuda pública, aprovechando shocks positivos tanto de inflación como de crecimiento. No olvidemos que la evidencia empírica muestra la dificultad de reducir la deuda tan solo con ajustes fiscales –de hecho, menos de la mitad de los episodios de consolidación fiscal de países de la OCDE en los últimos 60 años redujeron la deuda[6].

En el contexto de la Unión Europea, la articulación específica de estos principios dependerá de las decisiones que se adopten en términos de política fiscal europea. Cuanto mayor sea la contribución de los bienes públicos europeos, financiados al menos en parte por eurobonos, mayor será el espacio fiscal agregado de la Unión, mayor la capacidad de los gobiernos nacionales de gestionar las fluctuaciones cíclicas, y también mayor será la capacidad de reducir la deuda pública nacional.

En este sentido, la nueva versión de las reglas fiscales europeas es una mejora marginal respecto a las reglas anteriores, pero es innecesariamente compleja, insiste demasiado en objetivos específicos de medio plazo –las salvaguardias de deuda y déficit que, aunque sean útiles desde un punto de vista de economía política, tienen una probabilidad muy remota de cumplirse– y su eficacia dependerá, últimamente, de las decisiones sobre el futuro de Next Generation EU[7] •

6. Ver presentación de Silvia Ardagna en la conferencia bianual de política fiscal del BCE de diciembre de 2023.

7. Para más información sobre el nuevo marco de gobernanza fiscal de la UE, ver el artículo de Judith Arnal en esta misma publicación, o Zettelmeyer (2023), entre otros.

Referencias

Ardagna, S. (2023). *Presentación en la Sexta Conferencia Bianual del BCE sobre "Política Fiscal y Gobernanza de la UEM"*. Banco Central Europeo.

Blanchard, O. (2023). *If markets are right about long real rates, public debt ratios will increase for some time. We must make sure that they do not explode.* Peterson Institute for International Economics (PIIE).

Blanchard, O., y Ubide, A. (2019). *Why Critics of a More Relaxed Attitude on Public Debt Are Wrong*. Peterson Institute for International Economics (PIIE).

Dao, M., Dizioli, A., Jackson, C., Gourinchas, P.-O., y Leigh, D. (2024). Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation. En Bill, K., Forbes, K., & Ubide, A. (Eds.), *Monetary Policy Responses to the Post Pandemic Inflation*. Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Ubide, A. (2016). *The case for an active fiscal policy*. VOXEU.

Ubide, A. (2023, 22 de enero). *La nueva política económica*. El País.

Zettelmeyer, J. (2023). *Assessing the Ecofin compromise on fiscal rules reform*. Bruegel.

Repensando el marco de gobernanza de la política fiscal de la UE

Judith Arnal
Investigadora sénior en CEPS y Real Instituto Elcano

Veinte políticas fiscales, en manos de los gobiernos nacionales –a las que se suman, en ciertos casos, las regionales– y una única política monetaria, decidida por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. Esta asimetría en la gobernanza de las dos palancas más importantes de la política económica es uno de los principales retos para el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria Europea y la principal razón por la que a finales de los años 90, coincidiendo con el lanzamiento del euro, se puso en marcha el denominado Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Aunque el Pacto resulta de aplicación a todos los países de la Unión Europea (UE), sus implicaciones son más relevantes para los miembros del euro. Ya en el propio nombre del Pacto quedaron claras las tensiones entre dos bloques de países: por un lado, los países preocupados por el estado de las cuentas públicas, encabezados por Alemania, que apostaron por el término 'estabilidad'; y por el otro, aquellos que, con Francia al frente, consideraron que la disciplina fiscal tenía que ser ponderada y no constreñir las inversiones públicas, introduciendo así el término 'crecimiento'.

> El estallido de la crisis de deuda soberana puso de manifiesto nuevamente la incapacidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento para prevenir fuertes desequilibrios presupuestarios.

Evolución del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El diseño inicial del Pacto de Estabilidad y Crecimiento era muy simple: la deuda pública tenía que permanecer por debajo del 60% del PIB y el déficit público en un nivel inferior al 3% del PIB. Sin embargo, pronto surgieron comportamientos procíclicos por parte de algunos Estados miembros. Así, en 2003, a pesar de que los déficits públicos de Alemania y Francia superaron la cifra del 3% del PIB, el Consejo de la UE decidió suspender el Procedimiento de Déficit Excesivo en contra del criterio de la Comisión Europea. Esto llevó a la primera reforma de las reglas fiscales en 2005, que, con el objetivo de reforzar la racionalidad económica del sistema, dio lugar a la introducción de objetivos presupuestarios específicos para cada país, en lugar de generales, y definidos sobre la base de saldos estructurales, es decir, de indicadores no observables, por tanto, sujetos a estimaciones.

Sin embargo, el estallido de la crisis de deuda soberana puso de manifiesto nuevamente la incapacidad del Pacto para prevenir fuertes desequilibrios presupuestarios, por lo que entre 2011 y 2013 se produjeron una serie de retoques a las normas. Estos supusieron la introducción del indicador de referencia del gasto en el brazo preventivo y, en el brazo correctivo, de la regla de 1/20 en la reducción de la deuda pública. Además, se aprobó el reforzamiento del control y la supervisión en la zona euro y el anclaje de las reglas fiscales en los ordenamientos jurídicos nacionales. En marzo de 2020, como forma de hacer frente al impacto económico derivado de la pandemia, el Consejo de la UE activó la denominada cláusula

Figura 1. Ratios de deuda pública sobre PIB en 2019 y 2022 y diferencial

País	2019	2022	Diferencial 2022-2019
Francia	97,4	111,8	14,4
España	98,2	111,6	13,4
Malta	40	52,3	12,3
Estonia	8,5	18,5	10
Eslovaquia	48	57,8	9,8
Finlandia	64,9	73,3	8,4
Austria	70,6	78,4	7,8
Italia	134,2	141,7	7,5
Eslovenia	65,4	72,3	6,9
Zona euro	84,1	90,9	6,8
Bélgica	97,6	104,3	6,7
Alemania	59,6	66,1	6,5
Letonia	36,7	41	4,3
Lituania	35,8	38,1	2,3
Luxemburgo	22,4	24,7	2,3
Países Bajos	48,6	50,1	1,5
Croacia	70,9	68,2	-2,7
Portugal	116,6	112,4	-4,2
Chipre	93	85,6	-7,4
Grecia	180,6	172,6	-8
Irlanda	57,1	44,4	-12,7

Fuente: Eurostat. Elaboración propia.

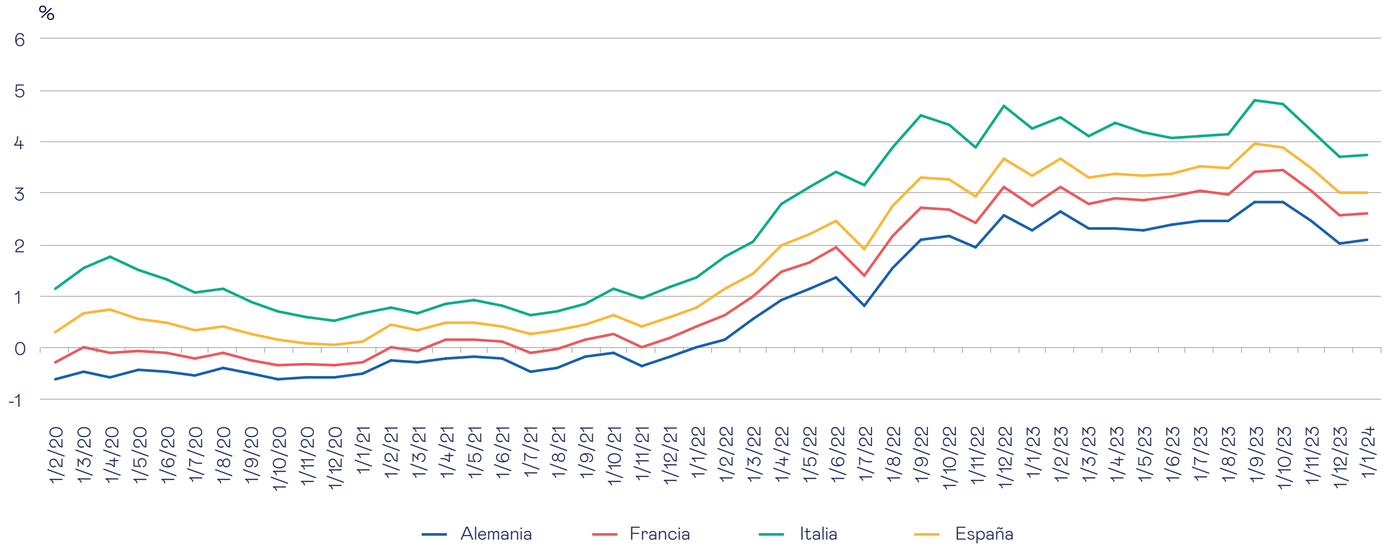
general de escape, que de facto ha supuesto la inaplicación de las reglas fiscales durante casi cuatro años, en concreto, hasta el 31 de diciembre de 2023.

Las circunstancias macrofinancieras y geopolíticas generadas a partir de la pandemia llevaron a las instituciones europeas al convencimiento de que las reglas fiscales existentes no eran aptas para los nuevos tiempos que se avecinaban. Como se muestra en la Figura 1, los niveles de deuda pública sobre PIB acabaron el año 2022 por encima de los niveles de 2019 en quince de los veinte Estados miembros de la zona euro. En el contexto de una política monetaria restrictiva, estos mayores niveles de deuda pública se han visto acompañados a su vez, como se percibe en la Figura 2, de un notable incremento de las rentabilidades de la deuda pública, que en último término se traduce en unos mayores costes de financiación de los Tesoros públicos.

En este contexto, y sobre la base de los distintos análisis de la Comisión Europea, la UE tiene además que acometer en los próximos años inversiones, tanto públicas como privadas, por importe superior a los 700.000 millones de euros anuales en materia de transición ecológica, transformación digital, seguridad y defensa. Estas inversiones son urgentes e importantes, sobre todo teniendo en cuenta las crecientes tensiones geopolíticas. Aunque muchas de estas inversiones han de proceder del sector privado, el sector público tendrá que invertir también con el fin de estimular la inversión privada.

Figura 2. Rentabilidades de la deuda a 10 años

Datos mensuales entre enero de 2020 y de 2024



Fuente: Investing.com. Elaboración propia.

Los principales elementos de las nuevas reglas fiscales

Ante unas cuentas públicas debilitadas y unas necesidades de inversión crecientes, la Comisión Europea presentó su propuesta de reforma de las reglas fiscales el 26 de abril de 2023, y el 20 de diciembre de 2023, el Consejo ECOFIN de la UE llegó a un acuerdo para la reforma de las mismas. Posteriormente, comenzaron las negociaciones con el Parlamento Europeo, con quien era necesario acordar la reforma del Reglamento del denominado brazo preventivo del Pacto y consultar la reforma del Reglamento del brazo correctivo y de la Directiva de Marcos Fiscales Nacionales. Finalmente, las instituciones de la Unión Europea llegaron a un acuerdo provisional para la reforma de las reglas fiscales el 9 de febrero de 2024. Este nuevo marco regulatorio se aplicará a partir de 2025, sobre la base de los planes que los Estados miembros deberán presentar a partir de 2024. Mientras tanto, en 2024 la supervisión presupuestaria se basará en las recomendaciones específicas por país formuladas en la primavera de 2023. A continuación, se explican los principales elementos del marco presupuestario que resultará de aplicación a partir de 2025.

En primer lugar, se mantienen las sacrosantas cifras de referencia de una deuda pública del 60% del PIB y un déficit público máximo del 3% del PIB. Este punto no ha sido en absoluto controvertido: la Comisión Europea propuso el mantenimiento de estas cifras y ni el Consejo de la UE ni el Parlamento Europeo mostraron especial resistencia al respecto.

En segundo lugar, el acuerdo respeta los principios básicos de la propuesta de la Comisión Europea de apropiación nacional y de facilitar un enfoque diferenciado por país para tener en cuenta las distintas posiciones fiscales de partida. De este modo, el nuevo marco permite trayectorias fiscales plurianuales específicas por país, que quedarán recogidas en los planes fiscales estructurales a medio plazo que elaborará cada Estado miembro. Estos planes fiscales estructurales se extenderán a un periodo de cuatro años y cubrirán la trayectoria fiscal a la que se compromete el país, así como las reformas e inversiones planeadas. Con el objeto de dotar al nuevo marco de mayor flexibilidad y proteger las inversiones, se prevé la posibilidad de que el ajuste fiscal previsto se pueda llevar a cabo a lo largo de siete años, en lugar de cuatro, siempre y cuando el Estado miembro demuestre que va a llevar a cabo reformas e inversiones que garanticen las transiciones verde y digital, refuercen la resiliencia económica y social y aumenten las capacidades de defensa de la UE, en línea con las recomendaciones específicas por país emitidas en el marco del Semestre Europeo. A efectos de una posible ampliación, las reformas e inversiones bajo el programa Next Generation EU se tendrán en cuenta en la primera ronda de planes. Tras negociaciones con el Parlamento Europeo, se ha conseguido incorporar el Pilar Social Europeo en los planes nacionales, también en el proceso de negociación para expandir los planes a 7 años teniendo en cuenta la inversión social.

> El nuevo marco permite trayectorias fiscales plurianuales específicas por país, que quedarán recogidas en los planes fiscales estructurales a medio plazo.

En tercer lugar, en aras de simplificar el sistema, se introduce un único indicador operativo: la senda de gasto primario neto, es decir, el gasto público sin tener en cuenta los intereses de la deuda pública ni otros componentes como las medidas discrecionales, el gasto con fondos europeos y el gasto cíclico en desempleo. La Comisión Europea creará una cuenta de control en la que se registrarán las eventuales desviaciones del Estado miembro con respecto a la senda de este gasto primario neto y que se pondrá a cero con la presentación de cada nuevo plan. Además, para garantizar los esfuerzos de consolidación fiscal, para aquellos países cuya deuda pública sobre PIB supere el 60% o el déficit público sobre PIB el 3%, la Comisión Europea transmitirá al Estado miembro una trayectoria de referencia (llamada trayectoria técnica antes del acuerdo con el Parlamento Europeo) expresada en términos de gasto público primario neto. Esta trayectoria se transmitirá al Estado miembro a tiempo para que la tenga en cuenta a efectos de la elaboración de su plan fiscal estructural y se asegurará que al final del periodo de ajuste la deuda pública esté en una trayectoria decreciente plausible, o que se mantenga a medio plazo a niveles prudentes por debajo del 60% del PIB, con el déficit público sobre PIB se mantenga por debajo del 3%. El Estado miembro tendrá la posibilidad de tener un intercambio bilateral con la Comisión Europea antes de que le transmita la trayectoria de referencia, con el fin de transmitir los últimos desarrollos económicos y presupuestarios. Para elaborar estas trayectorias de referencia, la Comisión Europea preparará los Análisis de Sostenibilidad de la Deuda Pública (DSA, por sus siglas en inglés), que serán aprobados por el Consejo de la UE, tras lo cual



serán publicados, pudiendo así ser replicados. La Comisión Europea también proporcionará información técnica para garantizar que el déficit público sobre el PIB se mantiene por debajo del 3% en el medio plazo en los Estados miembros con unas ratios de deuda y déficit públicos sobre el PIB inferiores al 60% y al 3%, respectivamente, siempre y cuando el respectivo Estado miembro lo solicite.

En cuarto lugar, a petición fundamentalmente de Alemania y otros países aliados, se incorporan un conjunto de salvaguardas, que a su vez son mitigadas siguiendo la presión del otro bloque de países. Primero, el Estado miembro deberá llevar a cabo un ajuste medio anual del déficit estructural del 0,4% del PIB o del 0,25% del PIB en caso de que el plan fiscal estructural tenga una duración a 7 años. Cuando el Estado miembro se encuentre en Procedimiento de Déficit Excesivo por razón del déficit, se exigirá un ajuste del 0,5% del PIB. Como forma de mitigar el impacto de esta salvaguarda en el actual contexto de tipos de interés elevados, hasta 2027 se permitirá deducir el incremento en el pago de intereses del cálculo del ajuste mínimo estructural anual. Además, gracias al Parlamento Europeo, se deducirán también los gastos nacionales de co-financiación de los fondos europeos. Segundo, la deuda pública deberá reducirse un punto porcentual del PIB de media anual cuando esté por encima del 90% del PIB o 0,5 puntos porcentuales cuando esté por debajo.

Por muchos guiños que se hayan introducido a las inversiones, sigue faltando el verdadero elemento que garantizaría el impulso inversor que la UE requiere si desea mantener su posición como potencia económica: una capacidad fiscal centralizada.

Tercero, cuando se alcance un déficit público sobre PIB observable por debajo del 3%, el esfuerzo deberá continuar hasta un déficit estructural del 1,5% del PIB, con el fin de acumular un colchón preventivo para poder hacer frente a eventuales shocks. Hay que hacer notar que, a pesar de tratarse de una salvaguarda, supone una flexibilización con respecto al objetivo de las anteriores reglas fiscales de un déficit estructural del 0,5% del PIB.

En quinto lugar, se pretende dotar de mayor operatividad al Procedimiento de Déficit Excesivo por razón de la deuda. Aunque parezca extraño, esto es jerga europea en estado puro: el procedimiento de déficit excesivo se le puede abrir a un país por incumplir los criterios de déficit o de la deuda. Para su activación, además de que la deuda pública sobre PIB esté por encima del valor de referencia y de que el déficit público no esté equilibrado o en superávit, se tendrá en cuenta una desviación con respecto a la senda de gasto primario neto del 0,3% del PIB anualmente o del 0,6% de manera cumulativa.

En sexto lugar, la Comisión Europea mantiene un importante grado de discrecionalidad al poder tener en cuenta una serie de factores relevantes a la hora de determinar si existe déficit excesivo. Algunos factores que serían considerados relevantes son el incremento del gasto en defensa, la situación económica y presupuestaria del Estado miembro, así como la implementación de reformas e inversiones.

Por último, para evitar la no aplicación de sanciones como en el pasado, se reduce el importe de las sanciones financieras hasta el 0,05% del PIB, que serán acumulativas cada seis meses hasta que se corrija la desviación.

Fortalezas y limitaciones del nuevo marco fiscal

Las nuevas reglas fiscales suponen una mejora con respecto a las anteriores: se adaptan más a las circunstancias específicas de cada país, con una senda específica de ajuste, a la vez que se establecen requisitos más exigentes para los países con mayores niveles de endeudamiento; se basan en un indicador observable, el gasto público neto primario; se favorece la apropiación nacional, a través de la presentación de los planes fiscales de ajuste por el propio Estado miembro; prevén la posibilidad de ampliar el periodo de ajuste hasta los siete años, así como un régimen transitorio hasta 2027 para tener en cuenta el contexto actual de tipos de interés más elevados; y rebajan el importe de las sanciones financieras, para permitir su aplicación sin generar efectos macroeconómicos perversos sobre el Estado miembro.

Pero también incorporan otros elementos que son sin duda mejorables. Para empezar, aunque en la superficie el sistema es sencillo y está anclado en un único indicador operativo, en la práctica se introducen un buen número de salvaguardas (algunas de ellas obligando a una reducción del déficit estructural, magnitud no directamente observable) y se conservan las cláusulas de escape y los poderes discrecionales de la Comisión Europea. Todo esto complica la aplicación efectiva de las reglas y abre la puerta a nuevas excepciones para evitar su aplicación. Esta suma de salvaguardas (unas para asegurar la consolidación fiscal y otras para favorecer la inversión), de cláusulas de escape y margen para la discrecionalidad son el resultado de las sensibilidades que siempre han existido en torno a los elementos de 'estabilidad' y 'crecimiento' del Pacto y que citábamos al principio de este texto.

Para seguir, la importancia otorgada a los DSA, basados en proyecciones a muy largo plazo sobre distintas variables económicas y, por tanto, potencialmente alterables, genera dudas con respecto a la implementación efectiva de las reglas e incluso al trato equivalente entre países. ¿Es realmente creíble que la Comisión Europea y el ECOFIN vayan a publicar un DSA que muestre que la trayectoria de la deuda pública de un país es insostenible? ¿Es creíble que esto vaya a tener lugar con países grandes, que pueden arrastrar a la zona euro a una situación de fuertes tensiones financieras, como se vio durante la crisis de deuda soberana de la zona euro?

Además, el papel otorgado a las Autoridades Fiscales Independientes (IFI, por sus siglas en inglés) no es todo lo relevante que habría cabido esperar. En efecto, el acuerdo del ECOFIN rebajó sustancialmente la ambición con respecto a la propuesta de la Comisión Europea, al establecer simplemente que los gobiernos nacionales "podrán requerir" a las IFI que valoren el cumplimiento nacional con la senda de gasto público primario neto acordada en el Consejo de la UE. No obstante, tras las negociaciones con el Parlamento Europeo, se ha reforzado la independencia del Consejo Fiscal Europeo (EFB, por sus siglas en inglés), haciendo además que el Parlamento tenga que ser consultado en los nombramientos de los miembros del EFB.

Y por muchos guiños que se hayan introducido a las inversiones, sigue faltando el verdadero elemento que garantizaría el impulso inversor que la UE requiere si desea mantener su posición como potencia económica: una capacidad fiscal centralizada. Reconociendo la dificultad política de plantear un sistema de financiación conjunta de los efectos de shocks asimétricos o de inversiones nacionales, parece indudable que los bienes públicos europeos han de financiarse por medios mutualizados. Pero ese debate no está sobre la mesa ni se le espera.

En definitiva, las nuevas reglas fiscales constituyen una mejora con respecto a las previas. Pero el sistema dista mucho de ser perfecto. Fruto claro de una suma compleja de intereses contrapuestos y en ausencia de una capacidad fiscal centralizada es poco probable que permita la combinación de sostenibilidad fiscal e inversiones orientadas al crecimiento económico. Haciendo un ejercicio de *realpolitik* y sabiendo que estas son las cartas con las que tendremos que jugar a partir de ahora, lo fundamental es que estas reglas fiscales se apliquen en su integridad, evitando salidas de emergencia por razones políticas. De lo contrario, la disciplina fiscal la acabarán imponiendo los mercados financieros •

Fruto claro de una suma compleja de intereses contrapuestos y en ausencia de una capacidad fiscal centralizada es poco probable que permita la combinación de sostenibilidad fiscal e inversiones orientadas al crecimiento económico.

El desafío de la dominancia fiscal en tiempos de alta inflación

Omar Rachedi
Profesor titular en el Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad en Esade

En 2020, cuando me incorporé a Esade procedente del Banco de España, mi primer año como docente estuvo dominado por el desafío de explicar en profundidad a mis estudiantes qué es la inflación. Durante dos décadas en las que los precios se mantuvieron estables, mis alumnos, con justa razón, relegaban la inflación a un segundo plano en su lista de desafíos económicos fundamentales. Sin embargo, hoy, apenas cuatro años más tarde, los debates en las aulas se centran en las consecuencias negativas de elevadas tasas inflacionarias. Ahora me enfrento al reto de explicar la posibilidad de que los tipos de interés nominales permanezcan en su límite inferior durante un prolongado periodo. Este cambio en la dinámica inflacionaria ha ocurrido en un lapso sorprendentemente corto.

En este artículo, subrayaré cómo es imposible comprender plenamente la actual dinámica inflacionaria sin tener en cuenta el papel crucial que desempeña la interacción entre la política monetaria y la fiscal. Este aspecto, largamente ignorado, ha cobrado relevancia recientemente, como demuestran las políticas del nuevo presidente argentino Milei, cuyas propuestas de recortar drásticamente el gasto público con el “Plan Motosierra”, clausurar el banco central y dolarizar la economía se alinean con la idea de evitar que la política fiscal interfiera con la política monetaria, y así, vencer la batalla contra la inflación.

Es imposible comprender plenamente la actual dinámica inflacionaria sin tener en cuenta el papel crucial que desempeña la interacción entre la política monetaria y la fiscal.

La naturaleza monetaria de la inflación

Tradicionalmente, la inflación se considera un fenómeno monetario, donde la oferta de dinero y los tipos de interés deben ajustarse según el estado de la economía. La premisa básica se centra en la relación directa entre el coste del crédito y la demanda de consumo e inversión. Por ejemplo, un incremento en los tipos de interés reduce la demanda, controlando así la inflación. En este contexto, lo esencial para la toma de decisiones por parte del banco central son la demanda pasada y la actual, en relación con la base monetaria y los tipos de interés pasados y actuales.

En la década de 1960, con el trabajo pionero de economistas como Edmund Phelps, se comprendió que un aspecto crucial de esta relación ocurre paradójicamente "en el futuro", o, más precisamente, en las expectativas de empresas y hogares sobre el futuro. Este reconocimiento llevó a una reconfiguración del paradigma, en el que los bancos centrales debían establecer la oferta de dinero y los tipos de interés para controlar las expectativas sobre la inflación futura. Para lograrlo, era imprescindible la independencia del banco central, demostrando compromiso con sus políticas. El trabajo de Phelps fue decisivo en este cambio de enfoque, argumentando que las expectativas inflacionarias desempeñan un rol fundamental en las decisiones económicas, tanto para consumidores como para inversores. Esto representó un giro en la política monetaria, pasando de reaccionar a indicadores económicos concretos a enfocarse en la gestión de las expectativas futuras. Así, el rol de los bancos centrales se amplió, asumiendo no solo la tarea de ajustar las variables monetarias, sino la de influir en la percepción pública y en las expectativas del mercado. Un banco central autónomo y creíble es crucial para gestionar eficazmente estas expectativas y, en última instancia, controlar la inflación efectiva. En este marco, estabilizar los precios se considera principalmente una tarea para los banqueros centrales.

Un artículo de Bianchi, Kind y Kung concluye que los tweets de Trump redujeron los tipos de fondos federales esperados y también provocaron un aumento en los precios de las acciones.

Influencias fiscales en la dinámica inflacionaria

No obstante, como mencioné al inicio, la dinámica inflacionaria no depende únicamente de la política monetaria, sino también de la fiscal. Una forma en la que se manifiesta esta relación es a través de la interferencia directa del gobierno en las decisiones de los banqueros centrales, limitando su independencia y utilizando los tipos de interés como herramienta para objetivos políticos. Un ejemplo es la presión ejercida por el presidente Nixon sobre el presidente de la Reserva Federal, Burns, en 1971. Un reciente artículo de Thomas Drechsel[1] informa cómo Burns escribió en su diario que Nixon haría cualquier cosa para ser reelegido y le instó a "expandir la oferta de dinero y prever un desastre si no sucedía". Aunque las interacciones entre el presidente de Estados Unidos y el de la Fed fueron más frecuentes en la era Nixon, este comportamiento no fue exclusivo de su administración. Drechsel demuestra que la interferencia política puede tener una importancia crucial, ya que aumentar la presión política en un 50%, como lo hizo Nixon durante seis meses, incrementó los precios en Estados Unidos en más del 8%.

Patrones similares se observan en los ataques del presidente Trump a través de Twitter (o, mejor dicho, X) hacia el presidente de la Fed, Jerome Powell, en 2018, pidiéndole que redujera los tipos de interés. Un artículo de Francesco Bianchi, Thilo Kind y Howard Kung[2] concluye que los tweets de Trump redujeron los tipos de fondos federales esperados y también provocaron un aumento en los precios de las acciones. No hay que ir mucho más atrás en el tiempo para encontrar otro ejemplo: en 2021 Erdogan destituyó al gobernador del banco central, quien se oponía a reducir los tipos de interés a pesar de un aumento en la inflación, un movimiento que Erdogan consideraba esencial para facilitar el acceso al crédito y reforzar su apoyo de cara a las elecciones generales de 2023. Erdogan nombró a un nuevo gobernador que redujo los tipos de interés, disparando la inflación del 20% a más del 80%.

Pero la política fiscal puede influir en la monetaria incluso si el banco central es completamente independiente y el gobierno no intenta interferir. Consideremos el siguiente ejemplo. Ante una alta tasa de inflación, el banco central aumenta los tipos de interés para



frenar el crecimiento de los precios, provocando una crisis en el coste de la vida. En respuesta, el gobierno implementa una política fiscal expansiva, apoyando a familias y empresas. Estos grupos pueden usar los recursos adicionales para sostener sus gastos, estimulando la demanda e incrementando la presión inflacionaria. Así, el banco central se ve obligado a aumentar aún más los tipos de interés. Si este círculo vicioso entre aumentos de tipos de interés y apoyo fiscal continúa, nos enfrentamos a una situación de alta inflación persistente, una autoridad monetaria que pierde credibilidad en mantener una inflación baja y estable, y un margen de maniobra limitado para el gobierno, cuya política fiscal expansiva probablemente haya aumentado el déficit y la deuda. De alguna manera, esto refleja lo sucedido en los últimos dos años. No abogo en absoluto por retirar el apoyo a los más vulnerables durante periodos de alta inflación, sino que enfatizo que lograr un aterrizaje suave desde una inflación elevada a una baja y estable, con mínimas pérdidas para la actividad económica, es una tarea muy complicada que requiere un esfuerzo conjunto tanto de la autoridad monetaria como de la fiscal. Lograr una tasa de inflación baja y estable rápidamente y con mínimas secuelas en la actividad económica no solo beneficia la credibilidad del banco central, sino también genera un dividendo político para los gobiernos.

1. Drechsel (2023).

2. Bianchi *et al.* (2022).

Cuando un banco central se ve constreñido por las presiones fiscales, a menudo se ve obligado a mantener tasas de interés artificialmente bajas, alimentando así la espiral inflacionaria.

La dominancia fiscal

Otro escenario en que las políticas fiscales del gobierno limitan de manera indirecta las opciones de un banco central independiente es la situación de dominancia fiscal. Este fenómeno ocurre cuando la deuda y el déficit de un país son tan elevados que la política monetaria pierde eficacia en controlar la inflación. Altos tipos de interés en un entorno de déficits crónicos pueden agravar la inflación o desatar una crisis de deuda soberana, llevando a una inflación descontrolada, ya sea hacia una hiperinflación o deflación. En este contexto, un elevado nivel de deuda pública obliga al banco central a adoptar políticas más moderadas de lo ideal, impidiendo una estabilización efectiva de la inflación.

En el panorama económico global actual, caracterizado por una deuda pública que representa el 92% del PIB mundial según el FMI, nos enfrentamos a una situación crítica. Este nivel de endeudamiento, que ha triplicado sus cifras desde mediados de los años 70, se desenvuelve además en un contexto de polarización política aguda, limitando severamente el margen para políticas de austeridad fiscal. En este escenario, surge un desafío fundamental: la dominancia fiscal y su impacto en el delicado equilibrio entre la política fiscal y monetaria. Cuando un banco central se ve constreñido por las presiones fiscales, a menudo se ve obligado a mantener tasas de interés artificialmente bajas, alimentando así la espiral inflacionaria. Esta situación no solo amenaza la estabilidad económica, sino que también pone en peligro la credibilidad del banco central, especialmente si los mercados financieros interpretan que este se ha subordinado a las necesidades fiscales del gobierno, erosionando la confianza en su capacidad para controlar la inflación.

¿Cuál es la evidencia empírica sobre el papel del dominio fiscal? Un trabajo de Francesco Bianchi y Comin Ilut[3] sugiere que la Gran Inflación de los años 70 en Estados Unidos fue resultado de una interacción disfuncional entre las autoridades monetaria y fiscal. Durante los años 60 y 70, la política monetaria se adaptó a las exigencias fiscales, desembocando en altos niveles de inflación. El cambio de rumbo con Paul Volcker en la Reserva Federal fue crucial, pero la inflación solo comenzó a disminuir cuando la política fiscal adoptó un enfoque más sostenible. Este análisis subraya por qué intentos previos para controlar la inflación fracasaron y destaca que cualquier estrategia exitosa para conseguirlo requiere un respaldo fiscal sólido. En un estudio relacionado, Roberto Barro y Francesco Bianchi[4] amplían esta visión examinando países de la OCDE, y concluyen que la expansión fiscal a partir de 2019 ha sido un factor determinante en el reciente aumento de la inflación. Estos hallazgos respaldan la afirmación del premio Nobel Tom Sargent, que sostiene que "la inflación alta y persistente es, en todas partes y siempre, un fenómeno fiscal, con el banco central como cómplice monetario".

Por estas razones, la dominancia fiscal es un reto significativo para la estabilidad económica, requiere una coordinación cuidadosa entre las autoridades fiscal y monetaria, y subraya la importancia de mantener unas finanzas públicas sostenibles para asegurar la eficacia de la política monetaria en el control de la inflación. Sin embargo, existe una manera de controlar los efectos nefastos del dominio fiscal incluso en tiempos de choques excepcionales como la pandemia de COVID-19, a través de una estrategia fiscal y monetaria coordinada destinada a crear un aumento controlado de la inflación para erosionar una fracción específica de la deuda. Bajo esta estrategia coordinada, la autoridad fiscal introduce un presupuesto de emergencia sin disposiciones sobre cómo se equilibrará, mientras que la autoridad monetaria anuncia un aumento temporal en el objetivo de inflación para acomodar este presupuesto de emergencia. Esta estrategia coordinada aumenta la eficacia del estímulo fiscal planeado en respuesta a la pandemia y permite al banco central corregir un período prolongado de inflación por debajo del objetivo. La estrategia resulta en niveles solo moderados de inflación al separar la sostenibilidad fiscal a largo plazo de una intervención política a corto.

3. Bianchi y Ilut (2017).

4. Barro y Bianchi (2023).

En la zona del euro implementar una estrategia fiscal y monetaria coordinada es aún más desafiante, ya que un único banco central necesita interactuar con múltiples autoridades fiscales.

Sin embargo, la implementación de esta propuesta en la zona del euro es aún más desafiante, ya que un único banco central necesita interactuar con múltiples autoridades fiscales. Una solución sería retomar el control de las finanzas públicas a nivel nacional (el nuevo pacto fiscal europeo, con todas sus –muchas– limitaciones, es un paso en la dirección correcta), y finalmente definir una autoridad fiscal común que emita sistemáticamente eurobonos en respuesta a choques grandes e inesperados, como una pandemia, una guerra o un colapso en los mercados financieros, en apoyo a las decisiones fiscales autónomas de cada Estado miembro. Esta estrategia coordinada podría lograr separar las políticas de estabilización a corto plazo de la sostenibilidad fiscal a largo plazo, armonizar la política fiscal dentro de la zona del euro, evitar los peligros del dominio fiscal y permitir que el Banco Central Europeo se comprometa de manera creíble y alcance efectivamente una tasa de inflación estable •

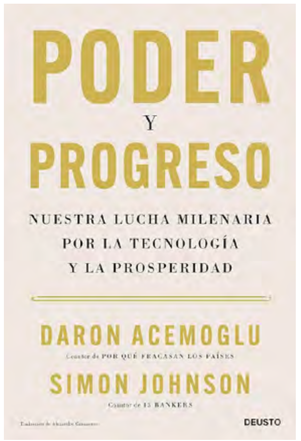
Referencias

Barro, R. J., & Bianchi, F. (2023). *Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2022*. NBER Working Paper No. 31838.

Bianchi, F., & Ilut, C. (2017). *Monetary/Fiscal Policy Mix and Agents' Beliefs*. Review of Economic Dynamics, 26, 113-139.

Bianchi, F., Kind, T., & Kung, H. *et al.* (2022). *Threats to Central Bank Independence: High-Frequency Identification with Twitter*. NBER Working Paper No. 26308.

Drechsel, T. (2023). *Estimating the Effects of Political Pressure on the Fed: A Narrative Approach with New Data*. Mimeo.



Poder y progreso

Nuestra lucha milenaria por la tecnología y la prosperidad

Autores: Daron Acemoglu y Simon Johnson | Deusto, 2023

Por Antonio García Maldonado

Mucho se habla en estos años de la relación tensa entre tecnología, poder y democracia, más aún con los avances recientes de la Inteligencia Artificial. Y sobre esa tensión gira *Poder y Progreso*, de los renombrados economistas Daron Acemoglu (*Por qué fracasan los países*, *El pasillo estrecho*, ambos en Deusto, entre otros) y Simon Johnson. Los autores presentan un análisis profundo y provocador sobre la intersección entre el poder corporativo, la tecnología y la historia, desafiando las narrativas establecidas por las grandes corporaciones. Esta obra examina críticamente la relación entre la tecnología, el progreso y la distribución de la prosperidad. No es progreso todo lo que reluce tecnológicamente, podríamos resumir.

La obra comienza con la cita del filósofo estadounidense George Santayana, quien advirtió que aquellos que olvidan el pasado están condenados a repetirlo. Acemoglu y Johnson retoman esta premisa, señalando que vivimos en un mundo donde un puñado de gigantes corporativos promueve la narrativa de que lo que es beneficioso para ellos también lo es para el mundo. Esta narrativa, según los autores, es inherentemente egoísta, abogando por que se les permita llevar a cabo su "destrucción creativa" sin la molestia de la regulación gubernamental. Argumentan que cualquier gobierno que intente limitar el poder corporativo se interpone en el camino del "progreso", ya que la tecnología impulsa la historia y cualquier obstáculo está destinado a ser ignorado.

Uno de los aspectos destacados de este voluminoso tomo es su demolición de la cómoda equiparación de la tecnología con el "progreso". A pesar de que nuestras vidas son significativamente más ricas y cómodas gracias a los avances tecnológicos, Acemoglu y Johnson argumentan que la prosperidad pasada no fue el resultado automático del progreso tecnológico, sino más bien de la lucha de ciudadanos y trabajadores en sociedades industriales anteriores. La obra realiza un exhaustivo recorrido por los últimos mil años de desarrollo humano, desafiando la idea de que los beneficios de la tecnología son inevitables y subrayando la importancia de la organización social en la equitativa distribución de estos beneficios. En definitiva: es la política, la sociedad organizada, la que, tras analizar y deliberar, puede generar un progreso compartido sostenido en la tecnología y la ciencia, y no subsumido en ellas. Frente a esa falta de fines, los refinados medios tecnológicos imponen la inercia y los intereses de las grandes empresas.

El libro examina cómo las narrativas dominantes, especialmente aquellas que vinculan el desarrollo tecnológico con el progreso, son establecidas por aquellos que poseen el poder. La evolución de las tecnologías agrícolas desde la Edad Neolítica hasta las eras Medieval y Moderna sirve como un ejemplo convincente de cómo las innovaciones favorecieron a pequeñas élites en detrimento de los trabajadores agrícolas. Y pone algunos ejemplos, como los cajeros sin personal, que no mejoran la experiencia del usuario y destruyen empleo, pero benefician económicamente a la empresa.

Uno de los aspectos destacados del libro es su demolición de la cómoda equiparación de la tecnología con el "progreso".

La reinterpretación de la Revolución Industrial por parte de los autores revela la emergencia de una clase media de empresarios y hombres de negocios, cuya visión rara vez incluía ideas de inclusión social y estaba obsesionada con las posibilidades de la automatización impulsada por vapor para aumentar las ganancias y reducir costes.

El libro aborda el breve período de interrupción de la tendencia de desarrollo tecnológico continuo durante y después de la Segunda Guerra Mundial, marcado por regímenes socialdemócratas que se centraron en la economía keynesiana, estados de bienestar y prosperidad compartida. Sin embargo, en la década de 1970, con el giro neoliberal, las democracias evolucionaron hacia un sistema en el cual los gobiernos debilitados rinden homenaje a corporaciones más poderosas y rentables que nunca, generando riqueza asombrosa para una élite minúscula, mientras que los ingresos reales de las personas comunes se estancan y la precariedad y la desigualdad vuelven a niveles pre-1914.

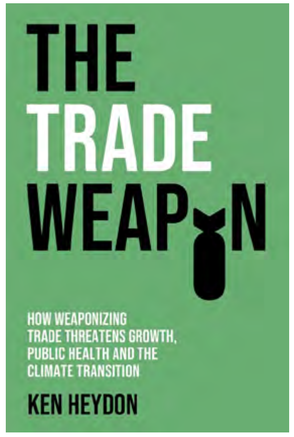
La obra llega en un momento oportuno, cuando la tecnología digital, en medio de un exceso irracional sobre la Inteligencia Artificial, está experimentando un auge, mientras que la idea de prosperidad compartida parece un sueño lejano. Los autores concluyen con una llamada a la acción, ofreciendo en su último capítulo una lista de pasos críticos que las democracias deben seguir para asegurar que los beneficios de la próxima ola tecnológica se compartan más equitativamente. Estas propuestas, algunas con raíces en el movimiento progresista del siglo xx, incluyen desafiar y exponer la narrativa de que la tecnología es sinónimo de progreso, cultivar poderes contrapuestos como organizaciones de la sociedad civil y sindicatos, y proponer políticas progresistas y basadas en la evidencia. Devolver, en definitiva, el peso que le corresponde a las decisiones democráticas en el impresionante avance científico-técnico.

En resumen, *Poder y Progreso* no solo cuestiona las narrativas establecidas, sino que también ofrece un posible camino para las sociedades democráticas. Su mensaje esencial es claro: es necesario desafiar las nociones simplistas que nos persuaden de que el progreso tecnológico es intrínsecamente beneficioso ●

The Trade Weapon: How Weaponizing Trade Threatens Growth, Public Health, and the Climate Transition

Autor: Ken Heydon | Polity Press, 2023

Por Antonio García Maldonado



En *The Trade Weapon* (uno de los libros del año 2023 para el *Financial Times*), el ex alto funcionario de comercio australiano Ken Heydon ofrece un análisis contundente y, al mismo tiempo, lleno de matices, sobre la creciente tendencia de politizar y utilizar como arma (*weaponizar*, como se ha traducido libremente en distintos ámbitos entre analistas y periodistas) las políticas comerciales.

Heydon argumenta en contra de tendencias proteccionistas y de venganza comercial, tan habituales en la retórica de tantos líderes y movimientos políticos en los últimos años. También propone alternativas y destaca la necesidad de abordar las preocupaciones subyacentes en lugar de recurrir a medidas impulsadas por la peor política. El comercio ha sido el chivo expiatorio de muchos líderes, y Heydon muestra cómo ese señalamiento afecta a la economía y el bienestar en su conjunto.

La obra comienza contextualizando la *weaponización* del comercio, vinculándola con eventos clave en la arena global, como la guerra en Ucrania, la pandemia de COVID-19 y la urgencia de la transición climática. Y, antes, la crisis financiera de 2008. Heydon advierte sobre los peligros de esta tendencia, señalando que la politización del comercio no solo es perjudicial para el crecimiento económico, sino que también afecta negativamente al bienestar y obstaculiza la lucha contra el cambio climático.

El autor destaca la necesidad de adoptar un enfoque diplomático más equilibrado en lugar de depender exclusivamente de sanciones comerciales. Propone la implementación de "zanahorias diplomáticas" que acompañen al "palo de sanciones", buscando un equilibrio que promueva la resolución pacífica de disputas y la cooperación internacional, y aboga por la construcción de cadenas de suministro resilientes, en lugar de la autosuficiencia a través de decisiones mal concebidas de reubicación y concentración de amigos.

Uno de los puntos clave del libro es la defensa de remedios multilaterales proporcionados por la Organización Mundial del Comercio (OMC) en lugar de sanciones unilaterales en nombre de la soberanía nacional. Heydon argumenta que la cooperación multilateral y el respeto a las reglas establecidas son fundamentales para preservar un sistema comercial equitativo y evitar una espiral de retaliación que perjudicaría a todas las partes involucradas.

El autor también aborda la intersección entre el comercio y los objetivos de la transición ecológica y el bienestar, elementos que ya están necesariamente vinculados. Propone la adopción de acciones directas para abordar estos objetivos en lugar de recurrir a la restricción comercial como una herramienta contundente pero poco precisa. Esa es una idea fuerza del libro: culpar al comercio quizá sea políticamente rentable –y hemos visto que lo es–, pero es económicamente perjudicial.

A lo largo del libro, Heydon enfatiza la importancia de abordar las preocupaciones subyacentes y descontentos relacionados con el comercio. Señala que, para evitar la subordinación perjudicial de la política comercial a otros objetivos, los gobiernos deben mejorar el apoyo a aquellos que resultan perjudicados por los cambios tecnológicos y deben abogar de manera más efectiva por los beneficios de los mercados abiertos. La obra destaca que en juego se encuentran tres décadas de ganancias de ingresos a través de la globalización y la capacidad de enfrentar eficazmente la transición climática y la próxima pandemia. Esta es otra idea fuerza del libro: de alguna forma, el comercio tiene que hacerse cargo de sus externalidades para no dar excusas a sus enemigos.

En el cierre, Heydon ofrece una lista de pasos críticos que los gobiernos deben dar para asegurarse de que los beneficios de la próxima ola tecnológica se compartan de manera más generalizada entre los ciudadanos. Entre ellos, desafiar y exponer la narrativa simplista de que la tecnología es sinónimo de progreso (como Acemoglu y Johnson en *Poder y progreso*), crear contrapoderes, como organizaciones de la sociedad civil y sindicatos, y proponer políticas basadas en la evidencia para repensar cómo la tecnología puede ser redirigida para el florecimiento humano en lugar de beneficiar exclusivamente a intereses privados. La clave es dejar de señalar al comercio por culpas ajenas.

En resumen, *The Trade Weapon* no solo identifica los peligros de la politización del comercio, sino que también ofrece alternativas y soluciones pragmáticas. Para Heydon es importante aprender de la historia y adoptar medidas para evitar el crecimiento de una desigualdad insostenible, preservar los beneficios de la globalización y enfrentar los desafíos críticos de nuestro tiempo: el bienestar público y la transición climática. Un libro muy recomendable para clarificar el debate sobre las virtudes y las externalidades del comercio, y para deshacer malentendidos que conducen a señalar a falsos culpables y a tomar malas decisiones de política económica •

El autor ofrece un análisis contundente y, al mismo tiempo, lleno de matices, sobre la creciente tendencia de politizar y utilizar como arma las políticas comerciales.

Números anteriores

Informe económico 01
Mayo 2005
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La crisis de la economía alemana
- La crisis de los noventa en Japón: recesión y deflación
- La economía mexicana y las elecciones presidenciales de 2006
- La Estrategia de Lisboa cinco años después

Informe económico 02
Noviembre 2005
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- El fenómeno de la temporalidad en el mercado laboral español
- La corrupción y las perspectivas económicas de Brasil
- Informe FEMISE sobre la Asociación Euro-Mediterránea

Informe económico 03
Mayo 2006
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La crisis financiera argentina (2001-2002): Una visión institucional
- El creciente deterioro del déficit exterior, ¿cuestiona la sostenibilidad de nuestro crecimiento?
- Proyecto de Ley de Dependencia

Informe económico 04
Noviembre 2006
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Atlas mundial del petróleo y de la energía fósil primaria
- Una política común para la energía en la Unión Europea
- Cambios en el mundo del trabajo

Informe económico 05
Mayo 2007
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Renta Nacional e inmigración: ¿causa o efecto?
- La Ronda de Doha, ¿un fracaso de la OMC?
- El Informe Económico de la Presidencia del Gobierno del año 2007

Informe económico 06
Diciembre 2007
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Marruecos: tan cerca, tan lejos
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007)
- El Informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático

Informe económico 07
1er semestre 2008
- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La intervención económica de China en África
- Las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007
- La productividad y los resultados de la Agenda de Lisboa: una medición necesaria y rigurosa

Informe económico 08
2º semestre 2008
- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- La reforma de la política agrícola de la Unión Europea

Informe económico 09
Abril 2010
- Análisis y previsión de la coyuntura económica

Informe económico 10
Enero 2011
- Análisis y previsión de la coyuntura económica

Informe económico 11
Mayo 2011
- Temas de economía española

Informe económico 12
Enero 2012
- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- ¿Qué significa rescatar un país?
- Estímulo fiscal en Estados Unidos
- Radiografía del paro en España
- ¿Cuántas empresas se ha llevado la crisis?
- La crisis del euro. ¿En qué consiste y cómo se puede solucionar?

Informe económico 13
Mayo 2012
- Nota de coyuntura económica
- Radiografía del gasto público en España
- La inflación en España desde la adopción del euro
- Supervivencia empresarial en época de crisis

Informe económico 14
Enero 2013
- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- Una vuelta de tuerca a la Encuesta de Presupuestos Familiares
- Repensando el Estado de Bienestar

Informe económico 15
Junio 2013
- Nota de coyuntura económica
- El paro: imposible no hablar de él

Informe económico 16
Enero 2014
- Análisis y previsión de la coyuntura económica
- La reciente evolución económica y social de Alemania

Informe económico 17
Junio 2014
- Nota de coyuntura económica
- El proceso de reestructuración bancaria en España

Informe económico y financiero 18
1er semestre 2015
- Economía global, Unión Europea y España
- El sistema financiero
- América Latina
- El mercado de trabajo en España
- La revolución energética del Fracking
- La inversión china en Europa y España
- Shadow Banking
- Big Data
- Qatar
- Nadie olvida a un buen maestro: prof. Jordi Galí

Informe económico y financiero 19
1er semestre 2016
- Nota de coyuntura
- La reforma laboral de 2012
- La reforma laboral: un paso para resolver problemas de asignación de décadas
- China, transiciones y escenarios
- Book Reviews

Informe económico y financiero 20

1er semestre 2017

- Nota de coyuntura
- La economía colaborativa: ¿buena para quién?
- Economía colaborativa para todos los consumidores
- *Brexit*: causas y consecuencias políticas
- Integración de la economía digital en el sistema económico clásico
- Book Reviews

Informe económico y financiero 21

2º semestre 2017

- Nota de coyuntura
- La evolución del sistema de formación de precios eléctricos
- La formación de los precios eléctricos en España
- El futuro del sistema sanitario
- El impacto de las normas contables: el caso de los arrendamientos
- Book Reviews

Informe económico y financiero 22

1er semestre 2018

- Nota de coyuntura
- Los cuatro retos de la ciudad europea
- La lucha de clases por la ciudad
- El estancamiento de la productividad: causas y políticas a seguir
- El efecto inclinación y las crisis inmobiliarias
- Book Reviews

Informe económico y financiero 23

2º semestre 2018

- Nota de coyuntura
- La tributación de la riqueza: un pilar del sistema fiscal
- ¿Son necesarios los impuestos sobre la riqueza?
- Diferencias en competitividad como explicación de brechas de género en el mercado laboral
- Book Reviews

Informe económico y financiero 24

1er semestre 2019

- Nota de coyuntura
- ¿Hemos hecho lo suficiente para no repetir la crisis?
- Diez años de cambios en el sistema monetario y bancario
- Un *brexit* volátil: análisis de una negociación de alta complejidad
- El poder de mercado y las consecuencias que conlleva
- Book Reviews

Informe económico y financiero 25

2º semestre 2019

- Nota de coyuntura
- ¿Será España capaz de gestionar adecuadamente su contribución a la lucha contra el cambio climático?
- Aspectos regulatorios para fomentar la penetración de renovables en la transición energética Descomponiendo la volatilidad
- Book Reviews

Informe económico y financiero 26

1er semestre 2020

- Nota de coyuntura
- Innovación, automatización y productividad: Paradojas y perspectivas de futuro
- El rompecabezas de la productividad y los activos intangibles
- El sistema financiero en transición hacia una economía de bajo carbono
- El impacto de la Lotería de Navidad en el emprendimiento
- Book Reviews

Informe económico y financiero 27

2º semestre 2020

- Nota de coyuntura
- La crisis económica del coronavirus: ¿de vuelta a la desafección?
- El futuro de la empresa en la época post-COVID. De la emergencia climática a la crisis de la COVID-19
- Reflexiones desde la ciencia acerca de COVID-19
- El futuro de la docencia: ¿cambiará algo la pandemia?
- La universidad en los tiempos venideros
- Una alternativa europea en la era de la COVID-19
- ¿Cómo cambiará la pandemia a la sanidad y los servicios sociales? Una propuesta para avanzar

Informe económico y financiero 28

1er semestre 2021

- Nota de coyuntura
- Las brechas de género y la COVID-19
- El impacto de los cierres de centros educativos: tutorías en pequeños grupos para recuperar el aprendizaje perdido
- El impacto heterogéneo de la crisis de la COVID-19 sobre la situación económica y financiera de las empresas españolas
- Efectos de la COVID-19 sobre la desigualdad y la pobreza en España
- El mercado de valores y la economía
- Book Reviews

Informe económico y financiero 29

2º semestre 2021

- Nota de coyuntura
- *Big data* y economía en tiempo real: la utilidad de los microdatos bancarios
- Usar los datos para hacer el bien: el reto de la Administración del siglo XXI
- El perfilado estadístico y la gestión de las políticas activas de empleo
- De la búsqueda de personas diligentes a la valoración de opciones: cómo el *big data* y el *machine learning* están conformando el sector financiero
- Book Reviews

Informe económico y financiero 30

1er semestre 2022

- Nota de coyuntura. Los retos de la recuperación
- El repunte de la inflación: un fenómeno más intenso y persistente de lo inicialmente previsto
- Política monetaria, estabilidad financiera y el regreso de la inflación
- La pandemia y la inflación en Estados Unidos
- Inflación en tiempos de pandemia
- Book Reviews

Informe económico y financiero 31

2º semestre 2022

- Nota de coyuntura
- El coste de la seguridad energética en la Unión Europea
- El cambio climático y la política monetaria del Banco Central Europeo
- Crisis energética, necesidades macroeconómicas a corto plazo y compromisos climáticos a largo plazo
- El coste de ser una empresa verde
- Book Reviews

Informe económico y financiero 32

1er semestre 2023

- Nota de coyuntura
- Geopolítica y globalización: 2023
- Riesgos políticos en Europa: perspectivas para 2023
- La geopolítica de la transición energética: hacia un futuro más limpio y seguro
- Poder, mentalidad y dinero: el difícil equilibrio entre los retos internos de China y su aspiración global
- Las cadenas de valor globales: los vínculos que nos separan
- Book Reviews

Informe económico y financiero 33

1er semestre 2023

- La Inteligencia Artificial: ¿revolución tecnológica o amenaza existencial?
- Inteligencia aumentada para el alumno, el profesor y la institución
- IA generativa: perspectivas e implicaciones para la innovación empresarial
- La inteligencia artificial desde la perspectiva de la economía del comportamiento
- Book Reviews

Equipo

Consejo de redacción



Josep Mª Comajuncosa
Profesor titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Toni Roldán
Director del *Informe económico y financiero* y director del Centro de Políticas Económicas de Esade (EsadeEcPol)



Teresa Raigada Fernández
Coordinación Editorial del *Informe económico y financiero*, Project Manager & Content Curator del Centro de Políticas Económicas de Esade (EsadeEcPol)

Consejo editorial



Fernando Ballabriga
Ph.D. y M.A. in Economics (University of Minnesota). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (UAB). Profesor catedrático del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Josep Mª Comajuncosa
Ph.D. y M.Sc. in Economics (Princeton University). Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales (UAB). Profesor titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Anna Laborda
Doctora en Management Sciences (Esade). Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales.
Máster en Fundamentos del Análisis Económico.
Profesora titular del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade



Toni Roldán
Visiting professor in Practice en LSE School of Public Policy, MPA in Economic Policy Management (Columbia University) y MPhil Political Economy (LSE). M.A. in International Relations (Sussex University) Licenciado en Ciencias Económicas (UAB)



Mar Vila
Doctora en Administración y Dirección de Empresas (Esade-URL). Licenciada en Administración y Dirección de Empresas (Esade-UPC). Máster en Dirección de Empresas (Esade). Profesora titular y directora del Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad de Esade

esade

Informe económico y financiero

esade
EsadeEcPol - Center for Economic Policy

Departamento de Economía, Finanzas y Contabilidad

CON EL APOYO DE
Sabadell