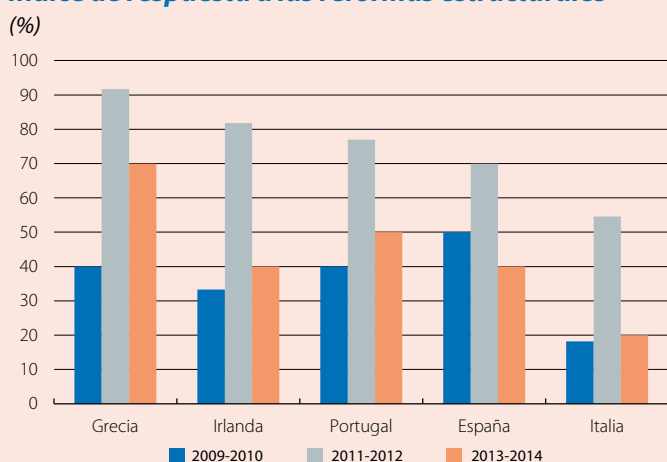


## LA PERIFERIA EUROPEA TRAS LAS REFORMAS

## La recuperación en la periferia y el papel de las reformas

Si algo bueno trajo consigo la crisis de deuda soberana de la eurozona fue el ímpetu reformista que desencadenó en la región, tanto a nivel nacional como a nivel europeo. Los países periféricos, sometidos a una intensa presión por parte de los mercados financieros, implementaron múltiples reformas para corregir los desequilibrios macroeconómicos que habían acumulado durante la etapa expansiva que siguió a la puesta en circulación del euro. En este Dossier, analizamos el impacto de las reformas que, con mayor o menor intensidad, se llevaron a cabo en España, Irlanda, Portugal, Italia y Grecia, y que abarcaron múltiples ámbitos, incluidos el mercado de trabajo y de productos y el sector público y financiero. La evidencia disponible permite concluir que los esfuerzos que se hicieron no fueron en vano: la recuperación económica de los países periféricos, que ha sorprendido por su vitalidad, se explica en gran parte por el impacto positivo de las reformas adoptadas, las cuales han sentado las bases de un crecimiento más equilibrado y sostenible a largo plazo.

### Índice de respuesta a las reformas estructurales \*



**Nota:** \* Porcentaje de reformas implementadas sobre el total de recomendaciones realizadas anualmente por la OCDE a cada país.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

El primer programa de asistencia financiera griego, firmado en mayo de 2010, marcó el inicio de una oleada reformista que recorrió la eurozona. Obviamente, las reformas fueron más profundas en aquellos países que solicitaron asistencia financiera externa, dada la condicionalidad explícita en estos programas. Pero la necesidad de adoptar medidas estructurales alcanzó a un conjunto más amplio de países, como por ejemplo a Italia, que, en 2011 y en 2012, también aumentó significativamente la tasa de respuesta a las reformas estructurales que recomienda la OCDE (véase el primer gráfico). Como es bien sabido, las medidas de consolidación fiscal para reducir el déficit público y reconducir la deuda pública hacia una senda sostenible fueron prioritarias para atajar la crisis de deuda soberana. Además, en aquellos países donde se había gestado un *boom* crediticio, como Irlanda y España, la reforma del sector bancario fue un elemento crucial. Con el paso del tiempo, cuando las tensiones financieras se relajaron sensiblemente, hubo un cierto cambio de rumbo en la política económica a

favor de un ajuste fiscal favorable al crecimiento. Así, ganaron preponderancia las reformas enfocadas a restaurar la competitividad de estas economías.

Tras más de cinco años de reformas, y en un momento en que la recuperación está ganando intensidad en la mayoría de periféricos, es un buen momento para mirar atrás y hacer balance del éxito cosechado. La valoración global es positiva, en vista al importante progreso en la reducción de los desequilibrios macroeconómicos. En primer lugar, las reformas en el mercado de productos y de trabajo han permitido restaurar la competitividad perdida, lo que se refleja en una clara mejora en el saldo por cuenta corriente (véase «Competitividad en la periferia: liberalización laboral y del mercado de bienes y servicios»). En segundo lugar, la reducción del déficit público también ha avanzado significativamente y la deuda pública se ha estabilizado, aunque siga en niveles altos (véase «¿La consolidación fiscal en la periferia supondrá un cambio de modelo para las finanzas públicas?»). Finalmente, la reparación de los balances del sector privado y de las instituciones financieras está bien encauzada (véase «La reestructuración de la banca periférica»). En este sentido, se puede afirmar que las medidas fueron adecuadas en general. Así, el crecimiento que está experimentando la periferia europea se fundamenta en una economía más competitiva, unas finanzas públicas encaminadas a la sostenibilidad, un sector privado menos endeudado y un sector bancario con mayor capacidad para dar crédito y apoyar la recuperación.

En determinadas ocasiones se argumenta que los resultados obtenidos podrían haber sido mejores si los programas se hubieran implementado completamente y con prontitud. El registro del seguimiento de los programas del FMI<sup>1</sup> arroja luz en este respecto. En concreto, la proporción de medidas llevadas a cabo en su totalidad (con y sin retraso) supera el 95% en los casos de Portugal e Irlanda. El caso griego, tantas veces comentado por la supuesta falta de compromiso con las reformas, registra una tasa de implementación del 90%. Por tanto, el hecho de que su efectividad pueda haber sido menor de lo previsto se debería achacar a la difi-

1. Datos extraídos de «Monitoring of Fund Arrangements» (MONA), FMI.

cultad de diseñar programas efectivos y que se adapten a las condiciones específicas de cada país y, por otro lado, a la importancia de que las autoridades locales se comprometan y lideren la agenda reformista. Otro elemento que puede haber influido en la percepción de la efectividad de las reformas implementadas es la corriente de opinión negativa que genera todo proceso reformista, en especial cuanto más profundo es. En general, hay una minoría que se ve afectada negativamente de forma muy directa por la reforma en cuestión y que lucha para que no se lleve a cabo a pesar de que pueda ser provechosa para el conjunto de la sociedad. La dificultad radica en que los beneficios están muy repartidos entre múltiples agentes, mientras que los costes los soporta una minoría muy reticente al cambio. Este problema es todavía más relevante para las reformas económicas de carácter estructural, dado el desfase temporal entre la implementación y los resultados. Si bien los estudios empíricos muestran que las reformas estructurales proporcionan elevados beneficios a medio y largo plazo, lo cierto es que las ganancias a corto plazo son escasas, a causa, por ejemplo, de los costes de reasignación de los recursos productivos entre sectores (Bouis y Duval, 2011).

Una forma de paliar los efectos negativos de corto plazo es el uso de estímulos de índole fiscal y monetaria. Considerando el poco (o nulo) margen del que disponían los países periféricos en el plano fiscal, la política monetaria se erigió como la principal herramienta disponible. En este sentido, el BCE cumplió con su cometido, especialmente después de julio de 2012, mediante una política monetaria ultraacomodaticia: redujo el tipo de interés a niveles mínimos, adoptó numerosas medidas para mejorar el acceso a la liquidez del sistema bancario y, finalmente, en marzo de 2015, inició un programa de compra de bonos soberanos que acabó de apuntalar la recuperación en la periferia. En particular, la compresión de las primas de riesgo ha permitido que las condiciones de acceso al crédito mejoraran notablemente en estos países. Además, el descenso del precio del petróleo y la depreciación del euro también han jugado a favor del crecimiento. Todo ello se ha reflejado en la espectacular mejora de las perspectivas de crecimiento para el año 2015, en especial en Irlanda y España. Así, mientras que, en enero de 2014, el crecimiento previsto del PIB irlandés era del 2,2%, la previsión actual es del 5,4% (una diferencia de más de 3 p. p., como recoge el segundo gráfico. En la revisión al alza de las previsiones también ha sido sustancial para la economía española y, en menor medida, la portuguesa.<sup>2</sup> En cambio, las previsiones de los países del centro se han mantenido prácticamente inalteradas, aun cuando también han recibido los *shocks* positivos mencionados. Por tanto, parece que, más allá de los factores de apoyo temporal, las reformas implementadas explicarían esta mejor evolución relativa de los países periféricos.

Existe un amplio consenso de que las reformas estructurales tienen un impacto positivo sobre el crecimiento a largo plazo de una economía. Multitud de análisis empíricos así lo avalan. Además, se puede estimar, para cada país, qué tipo de reforma surtiría un mayor impacto. Por ejemplo, un estudio de la Comisión Europea<sup>3</sup> estima que Grecia se beneficiaría sustancialmente de la reforma del mercado de productos. En concreto, fomentar la competencia y reducir las barreras a la entrada al mercado conllevaría un aumento del nivel de PIB griego del 47% a largo plazo. El estudio también muestra que las reformas orientadas a mejorar las habilidades de los trabajadores poco cualificados serían muy positivas en todos los países periféricos, especialmente en Portugal, donde el nivel del PIB aumentaría un 28% a largo plazo. Aunque la incertidumbre que rodea la estimación de estas cifras es elevada, ya que se basa en modelos e hipótesis variadas, el mensaje que se desprende es que el impacto positivo de las reformas estructurales es de primera magnitud.

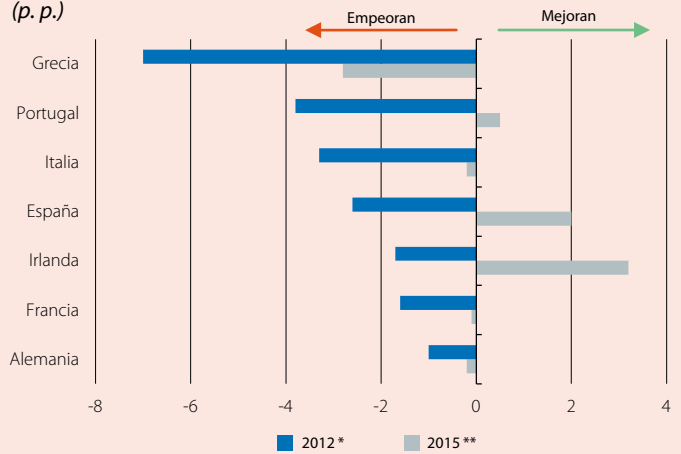
A pesar del importante avance de los últimos años, para asegurar la capacidad de crecimiento a largo plazo, hay que persistir en el esfuerzo reformista. Si bien la prima de riesgo no apremia y la mejora cíclica es evidente, se debe seguir ahondando en las reformas, tanto a nivel nacional como avanzando en la construcción de la arquitectura europea. No hay lugar para la complacencia.

Judit Montoriol-Garriga

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

### Cambio en las perspectivas de crecimiento

(p. p.)



Notas: \* Cambio en la previsión de crecimiento para 2012 entre enero de 2011 y diciembre de 2012.

\*\* Cambio en la previsión de crecimiento para 2015 entre enero de 2014 y octubre de 2015.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecast.

2. La evolución positiva de las perspectivas de crecimiento para 2015 contrasta con el deterioro experimentado en 2012, cuando, para España, se pasó de prever un crecimiento del 1,2% en enero de 2011 al -1,4% en diciembre de 2012 (una reducción de 2,6 p. p.).

3. «Growth effects of structural reforms in Southern Europe», Economic Papers nº 511, Comisión Europea, diciembre de 2013.