

Resumen

La recuperación de la economía europea que se esperaba tras la pandemia se ha visto afectada por la sucesión de perturbaciones de oferta, cuyo origen es esencialmente geopolítico. La crisis energética, exacerbada por la guerra en Ucrania, junto con las interrupciones de las cadenas de suministro y la ralentización de los intercambios internacionales han frenado el crecimiento y generado un brote de inflación inédito desde la creación del euro. La política fiscal ha ayudado a amortiguar hasta cierto punto el impacto del *shock*. Sin embargo, de cara al futuro, el margen de maniobra presupuestaria se ha estrechado como consecuencia de la reactivación inminente de las reglas fiscales (la mayoría de los países exceden los umbrales de deuda o de déficit), y sobre todo de la subida de tipos de interés. Algunos países han aprovechado su mejor situación fiscal para desplegar ayudas de Estado, cuyo carácter disperso no sirve sin embargo para afrontar los retos globales. La débil capacidad fiscal común, junto con la provisionalidad del *Next Generation*, es la principal carencia ante estos retos.

Palabras clave: crisis energética, guerra de Ucrania, cadenas de suministro, inflación, crecimiento, política fiscal, normas fiscales europeas, cargas financieras de la deuda, ayudas de Estado, geopolítica.

Abstract

Though the European economy was expected to recover strongly in the aftermath of the pandemic, performance has been hampered by a succession of shocks essentially of a geopolitical nature. The energy crisis, exacerbated by the war in Ukraine, together with a cascade of supply chain disruptions and a sharp slowdown in global trade, have affected economic growth while also paving the way to an inflationary process without precedent since the creation of the euro. Fiscal policy has helped cushion to some extent the impact of the shock. Looking forward, however, fiscal space has narrowed as a result of, on the one hand, the imminent reactivation of European fiscal rules – with a majority of countries exceeding debt or deficit limits—and, on the other hand, higher interest rates. Some countries have used their more favourable fiscal position to deploy sizeable amounts of state aid, an ineffective instrument to tackle common challenges, apart from distorting the internal market. The limited common fiscal capacity, along with the provisional character of *Next Generation*, emerges as the key obstacle to address geopolitical risks.

Keywords: energy crisis, war in Ukraine, global value chains, inflation, economic growth, fiscal policy, European fiscal rules, interest rates, state aid, geopolitics.

JEL classification: E60, F15, F40, O52.

LA ECONOMÍA EUROPEA TRAS EL SHOCK GEOPOLÍTICO

Raymond TORRES

Funcas

Patricia SÁNCHEZ JUANINO

Funcas y National Institute of Economic and Social Research

I. INTRODUCCIÓN

TRAS el golpe de la pandemia y la aparición de una vacuna, se habían depositado grandes esperanzas de una rápida recuperación de la economía europea. Los Estados habían desplegado todo tipo de ayudas destinadas a mantener las empresas a flote y a sostener el empleo, gracias al apoyo de los bancos centrales y a la política de tipos de interés cuasi nulos (1). Sin embargo, el rebote ha sido más complicado de lo anticipado como consecuencia de una sucesión de perturbaciones que han afectado a la economía europea de manera desproporcionada (sección dos). Además, al provocar un brote de inflación, el Banco Central Europeo (BCE) ha tenido que replegar su arsenal monetario. Este giro, junto con el debilitamiento del crecimiento, ha tenido importantes consecuencias para la hacienda pública de los Estados miembros (sección tres). Todo ello pone de manifiesto la necesidad de encontrar una respuesta común a los desafíos globales (sección cuatro).

II. LA ECONOMÍA EUROPEA TRAS LA GUERRA EN UCRAINA Y LA CRISIS ENERGÉTICA

La relación entre los conflictos bélicos y el suministro de materias primas siempre ha sido

delicada, pero la invasión por parte de Rusia a Ucrania, en febrero de 2022, ha elevado esta preocupación a un nuevo nivel. El conflicto ha interrumpido la producción y las cadenas de suministro de diferentes materias primas, especialmente aquellas en las que Rusia y Ucrania son productores clave. Como resultado, la volatilidad de los precios globales de estas materias se ha disparado, especialmente en el caso del petróleo y el gas natural. El aumento del coste de muchas materias primas ha incrementado el precio de los alimentos hasta niveles récord, no vistos desde 2008.

La guerra, junto con las sanciones impuestas a Rusia, ha significado un mayor impacto económico para Europa, agravando las tensiones existentes en los mercados tras la pandemia de COVID-19. La proximidad de las potencias europeas al conflicto, sus estrechos vínculos comerciales en materias primas y la dependencia energética con Rusia son las principales causas que han provocado que la región sea especialmente vulnerable en términos económicos y de seguridad. Las interrupciones de suministro de las materias primas perjudican a algunas industrias europeas más que a otras. Rusia es uno de los principales productores de paladio usado en la industria automovilística y, junto con Ucrania, ambos producen aproximadamente el

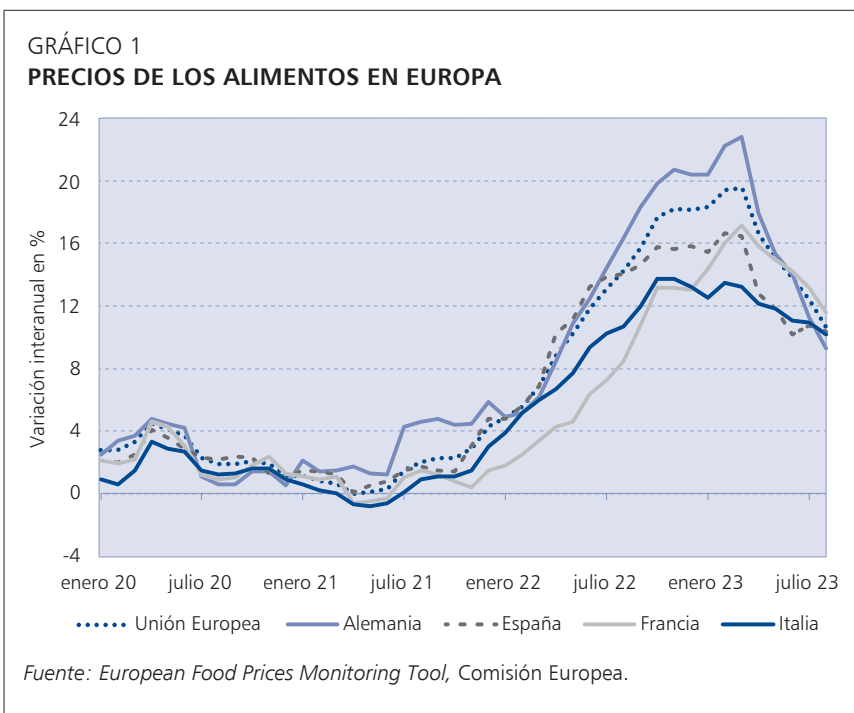
15 por 100 del suministro global de titanio, utilizado en la industria aeroespacial.

1. Una sucesión de perturbaciones de oferta

Ucrania y Rusia desempeñan un papel fundamental en la producción agrícola. Antes del conflicto, ambos países producían un tercio del trigo, maíz y la cebada mundial, siendo proveedores fundamentales en el Programa Mundial de Alimentos (2). Del mismo modo, alrededor de un 80 por 100 de las exportaciones mundiales de aceite de girasol provienen de ambos países, y Rusia es un importante productor de fertilizantes fundamentales para la producción agroalimentaria.

La Unión Europea (UE) es el principal socio comercial de Ucrania, representando alrededor del 55 por 100 del comercio total del país. Ucrania, por su parte, representa solo el 1 por 100 del comercio total de bienes de la UE. Según la Comisión Europea los principales productos agrícolas y alimentarios exportados desde Ucrania a la UE son los cereales, las semillas oleaginosas, y las grasas y aceites de origen animal o vegetal (3). En 2022 las exportaciones ucranianas a la UE crecieron un 15 por 100 comparado con el año anterior, gracias a los corredores humanitarios establecidos durante el conflicto.

La invasión de Ucrania ha generado una escasez de alimentos y un incremento histórico de sus precios, agravando la inseguridad alimentaria a nivel global. Según el índice de la Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura (FAO) para los precios mundiales de



los alimentos, estos alcanzaron su máximo en marzo de 2022, experimentando un incremento de más del 60 por 100 en comparación con el mismo mes de 2020 (4). En agosto de 2023, el índice se ha situado un 24 por 100 por debajo de ese nivel máximo, gracias al descenso de los índices de algunos alimentos como la carne o los cereales.

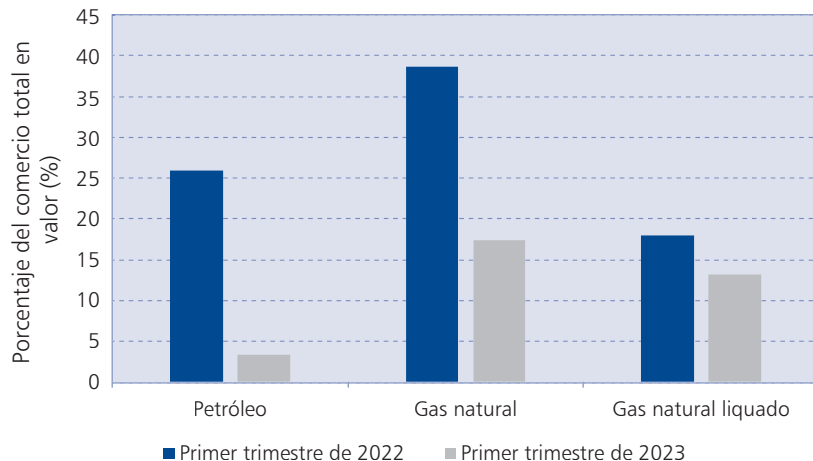
Acciones por parte de Rusia, como el bloqueo de los puertos ucranianos del mar Negro o la prohibición de exportaciones rusas de cereales, han desestabilizado los mercados desde el inicio del conflicto. Estas perturbaciones afectan sobre todo a regiones desfavorecidas como África y Asia, donde están destinadas cerca del 90 por 100 de las exportaciones ucranianas de trigo.

La UE es autosuficiente en cuanto a la disponibilidad de alimentos y fertilizantes, gracias a su política agrícola común, pudiendo garantizar la seguridad

alimentaria de todos sus países miembros. A pesar de ello, los precios de los alimentos y piensos de la UE también se han visto afectados, principalmente por la reducción de las importaciones procedentes de Ucrania, erosionando el poder adquisitivo de los hogares y añadiendo presión económica a las familias de rentas bajas. Los índices de precios de los alimentos llegaron a máximos en marzo de 2023, siendo un 23 por 100 más altos en Alemania, un 16 por 100 más altos en España y un 19 por 100 en el conjunto de la Unión Europea en comparación al mismo mes de 2022 (gráfico 1).

Más de un año después del inicio del conflicto, el panorama energético mundial ha experimentado cambios drásticos. La volatilidad de los precios de la energía ha afectado a los consumidores de manera significativa y, tanto la dependencia global en el consumo de combustibles fósiles como la seguridad ener-

GRÁFICO 2
IMPORTACIONES ENERGÉTICAS DE LA UNIÓN EUROPEA PROCEDENTES DE RUSIA



Fuentes: Estimaciones Comext y Eurostat.

gética, se encuentran en el centro del debate.

El impacto económico de la guerra ha intensificado la necesidad de una transición energética de combustibles contaminantes, suministrados por unos pocos productores, a fuentes de energía menos contaminantes como las energías renovables. Esto se aplica de manera particular en Europa, donde el gas ruso ha dominado históricamente las importaciones.

Los efectos económicos de los cortes de suministro desde Rusia y las sanciones impuestas por la UE a Rusia han generado un fuerte impulso hacia la diversificación de las fuentes de energía y la reducción de la dependencia del gas ruso. El compromiso de la UE en la Declaración de Versalles de marzo de 2022, de reducir las importaciones de combustibles fósiles rusos hacia otros productores energéticos, es ahora visible. Todo ello ha redundado en una disminución

de la energía importada de Rusia (gráfico 2). Rusia ha pasado de ser el mayor proveedor de petróleo y gas natural para la UE, a ver reducida su participación en favor de otros países como Noruega, Arabia Saudita, Estados Unidos y Argelia.

Europa, en mayor o menor medida, continuará manteniendo su gran dependencia de las energías fósiles a corto plazo. El riesgo de escasez e inflación asociada durante el invierno de 2023 puede moderarse con esfuerzos para mejorar la eficiencia energética, diversificar el suministro de energía y promover el ahorro energético. A largo plazo, expandir la capacidad de producción de la energía renovable en Europa es fundamental. El plan *REPowerEU* de la Comisión Europea, publicado en mayo de 2022, tiene como objetivo aumentar al 45 por 100 la proporción de energías renovables en el consumo total de energía. La Agencia Internacional de la Energía (IEA) prevé que la capa-

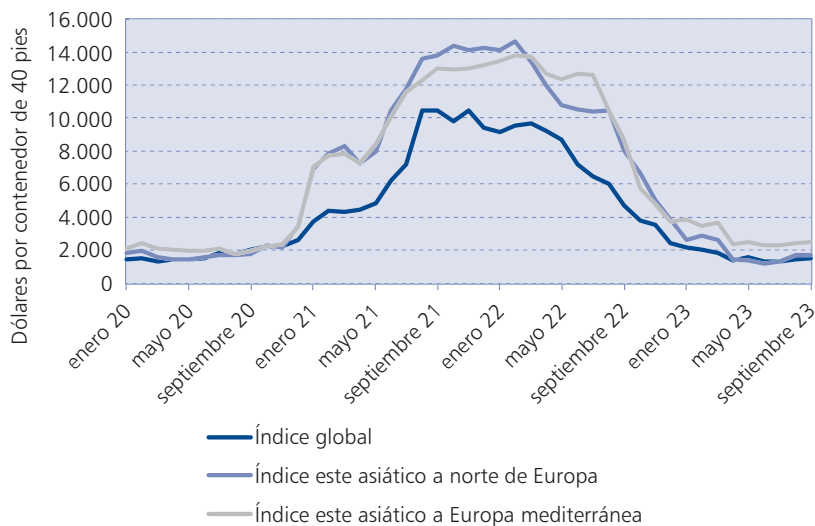
cidad de producción de energías renovables en la UE será el doble en el período de 2022-2027 en comparación con los cinco años anteriores.

El papel de Ucrania y Rusia como proveedores de materias primas los sitúan en la base de la cadena de valor. La interrupción en los suministros agrícolas, energéticos y de otras materias, debido al cierre de los puertos ucranianos y a las sanciones impuestas sobre los contenedores rusos, ha generado significativos desafíos para la producción global y ha contribuido a la escasez de bienes desde el inicio del conflicto.

Los efectos inmediatos de esta paralización fueron la súbita subida de precios de las materias primas y la urgente necesidad de nuevas fuentes de suministro para cubrir la demanda. La duración e intensidad de la guerra determinarán los costes de la disrupción en las cadenas de valor en Europa durante los próximos años. Los problemas logísticos, la inflación, la falta de materias primas y la escasez de talento serán determinantes.

El *shock* de oferta provocado por la guerra ocurrió cuando los problemas preexistentes causados por los cuellos de botella generados por la pandemia aún no habían desaparecido. Los desequilibrios en la oferta y la demanda de todo tipo de suministros se han prolongado hasta 2023. Estos desajustes se vieron reflejados en el coste de los bienes intermedios y han aumentado los costes de producción. Un ejemplo es el coste de los contenedores (gráfico 3), que llegó a máximos globales en septiembre de 2021, pero no alcanzó máximos en el pre-

GRÁFICO 3
COSTE DE LOS CONTENEDORES



Fuente: Freightos.

cio de los contenedores enviados a Europa hasta febrero de 2022.

La fragilidad de las cadenas de valor, los riesgos de una alta dependencia de terceros y la falta de flexibilidad ante las perturbaciones quedaron claros durante la pandemia de COVID-19 y aún más tras la agresión rusa a Ucrania. Conceptos como *friendshoring*, *reshoring* y *nearshoring*, junto con la idea de *desglobalización*, han tomado fuerza en el último año debido a la incertidumbre política no solo en Europa. En estos contextos se vuelve más relevante pertenecer a una alianza geopolítica. La UE ha tomado medidas para reducir su dependencia energética de Rusia. Sin embargo, aún no dispone de una estrategia efectiva para disminuir otras dependencias, como las importaciones de China en la industria tecnológica, donde China controla muchas etapas de la cadena de suministro.

2. La desaceleración de la economía europea y el retorno de la inflación

Las repercusiones económicas de la sucesión de *shocks* anteriormente descrita se han hecho evidentes en toda Europa. Desde la perspectiva de la oferta, estos efectos provienen principalmente de la crisis energética, de las interrupciones en las cadenas de suministro y de las disrupciones de los intercambios internacionales. En cuanto a la demanda, el impacto proviene, principalmente, de la reducción de los ingresos de los hogares debido a la inflación elevada, la subida de los tipos de interés y las incertidumbres generadas por las tensiones geopolíticas.

Antes de que Rusia invadiera Ucrania, las proyecciones estimaban un crecimiento económico global en 2022 de alrededor del 5 por 100. Es difícil prever el impacto total que la guerra tendrá tanto a nivel global como en Europa, especialmente debido

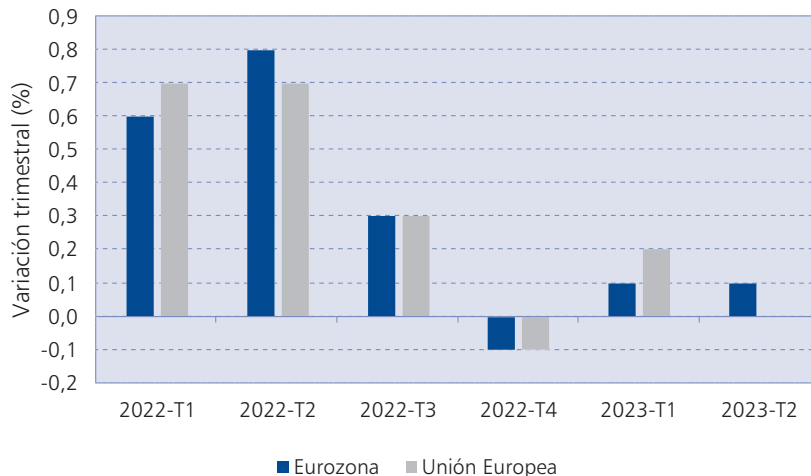
a la incertidumbre en cuanto a la duración del conflicto, añadido a que los distintos países están experimentando sus efectos de manera diversa. Liadze *et al.* (2022) estimaron el impacto económico global de la guerra en 2022 en aproximadamente 1,5 billones de dólares (valorados en PPA, *Purchase Price Allocation* o asignación del precio pagado) en comparación con el escenario base de antes de la guerra.

En Europa estimaron la disminución del producto interior bruto (PIB) en más del 1 por 100 para 2022, destacando Alemania como la potencia más afectada, con una disminución de su PIB entre el -1,5 por 100 en 2022 y -1,7 por 100 en 2023, seguida de Francia e Italia.

Durante el pasado invierno, la economía de la UE tuvo un crecimiento mejor al pronosticado. Una recesión parecía inevitable, en cambio, los datos indican que la contracción en el último trimestre del año pasado fue menor de lo esperado (gráfico 4). En el primer semestre del 2023, la economía europea registró un crecimiento leve pero positivo. Esto ha sido posible gracias a la resiliencia del mercado laboral y la moderación de los precios de la energía, lo que a su vez ha aliviado las restricciones en el suministro.

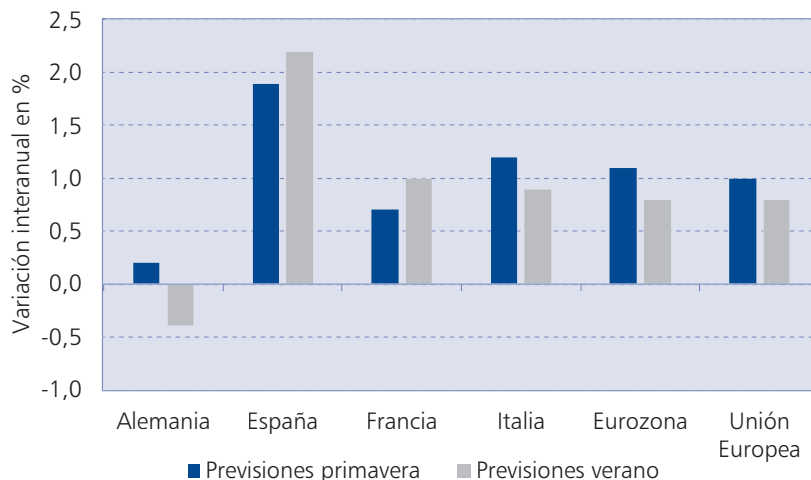
Con todo, los principales motores de la economía europea se han debilitado como consecuencia de la ralentización del comercio internacional, la pérdida de poder adquisitivo generada por la inflación, y el endurecimiento de la política monetaria. Las incertidumbres también han pesado sobre las expectativas, especialmente en los países más expuestos al conflicto bélico. Fi-

GRÁFICO 4
VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PIB EN 2022 Y 2023



Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 5
PREVISIONES ECONÓMICAS DE VERANO 2023 (PIB)



Fuente: Comisión Europea, *Previsiones económicas de verano 2023*.

nalmente, los crecientes riesgos climáticos se están percibiendo de manera palpable, con una sucesión de problemas de sequía y de olas de calor que han afectado la actividad.

El 11 de septiembre de 2023, la Comisión Europea publicó sus previsiones económicas de vera-

no (5). En estas previsiones, se ha revisado a la baja el crecimiento económico esperado para 2023 tanto para la UE como para la eurozona, situándolo en un 0,8 por 100 en ambos casos. Esto representa una reducción con respecto a las proyecciones de primavera, que eran del 1 por 100

y 1,1 por 100, respectivamente (gráfico 5).

La Comisión Europea solo ha mejorado las previsiones de crecimiento de 2023 para España y Francia, tres décimas por encima de lo pronosticado en primavera hasta 2,2 por 100 y 1 por 100 respectivamente (gráfico 5), debido a los positivos resultados de la actividad de la primera mitad de año.

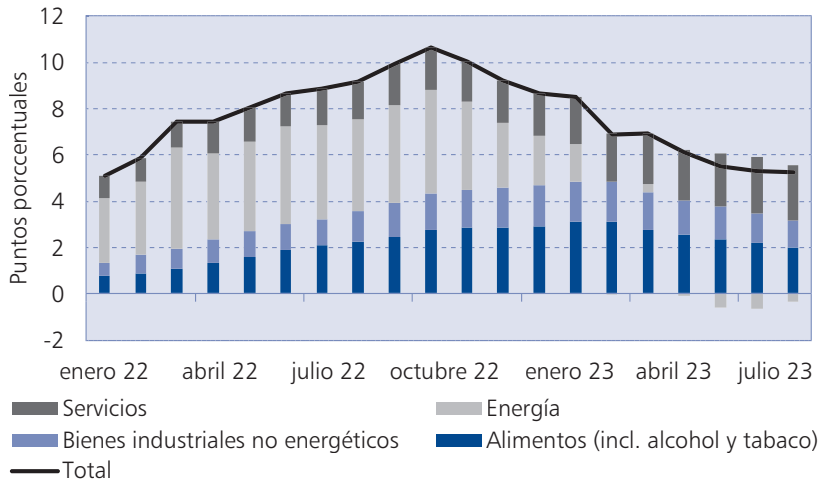
El retorno de la inflación ha sido el resultado más visible de la sucesión de *shocks* de oferta. El IPC se ha disparado hasta tasas que no se conocían en décadas, particularmente en los países más expuestos al corte del suministro de gas ruso.

Las disrupciones en las cadenas de suministro, junto con la guerra, han generado un aumento en los costes de prácticamente todos los bienes y servicios. La primera señal de este impacto en los hogares fue el aumento en las tarifas eléctricas que se produjo desde el comienzo de la guerra, pero a lo largo de 2022 y 2023 el aumento en los precios de los alimentos ha incrementado su impacto en los hogares. Hasta principios de 2023, el componente energético ha sido el principal contribuyente al aumento de los precios, seguido de cerca por el componente de alimentos (gráfico 6).

El precio de los alimentos y la energía está intrínsecamente vinculada a la canasta de consumo de cada país. El impacto es más significativo en aquellos países en los que estos productos representan una mayor proporción en la cesta.

Los países de Europa Central y del Este, como Letonia, Estonia y Eslovaquia, tienden a experimentar un impacto más pronunciado

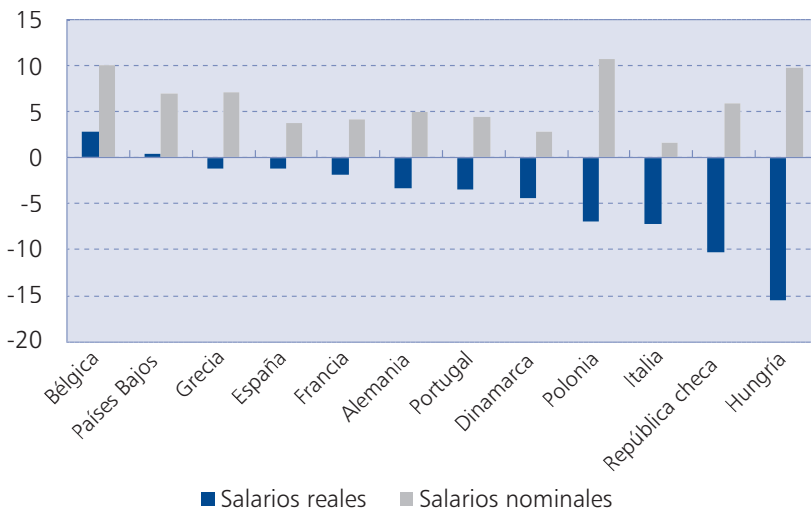
GRÁFICO 6
CONTRIBUCIONES A LA INFLACIÓN ANUAL EN LA ZONA DEL EURO



Fuente: Eurostat.

GRÁFICO 7
CRECIMIENTO INTERANUAL DE LOS SALARIOS REALES Y NOMINALES (T1 2023)

Porcentaje



Nota: Se usa la diferencia entre las tasas de crecimiento del componente de salarios del índice de costes laborales y el índice de precios al consumidor.
Fuente: OCDE (2023), *Perspectiva del empleo de la OCDE 2023*.

de inflación, la situación inflacionaria en Europa sigue siendo elevada. En agosto de 2023 la tasa de inflación anual en la zona del euro fue del 5,2 por 100, en comparación con el 9,1 por 100 del año anterior. En la UE la tasa fue de 5,9 por 100 en agosto de 2023, en contraste con el 10,1 por 100 del mismo mes en 2022. Las tasas anuales disminuyeron en 15 Estados miembros en comparación con julio, siendo las más bajas registradas en Dinamarca, España y Bélgica.

La persistente escalada de precios debido al conflicto ha erosionado los ahorros y el ingreso real disponible de la población, provocando una pérdida significativa en el poder de compra de los hogares europeos, y con ello una reducción en el consumo privado de los diversos países de la UE. Los salarios nominales han aumentado en menor medida que la inflación, lo que ha llevado a una caída de los salarios reales (gráfico 7). Así pues, durante el primer trimestre de 2023, los salarios nominales en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) superaron sus niveles anteriores a la crisis, promediando un 5,6 por 100, mientras que los salarios reales se redujeron en un -3,8 por 100 para el conjunto de la OCDE. El desajuste desproporcionado de los salarios con el aumento de los precios ha llevado a numerosas familias a recurrir a sus ahorros, con la consiguiente disminución en su nivel de vida. Además, el BCE ha reaccionado a la creciente inflación mediante diversas subidas de los tipos de interés, encareciendo el crédito y, por ende, las hipotecas.

debido a que la contribución de los precios energéticos en la cesta de consumo es mayor. También podemos observar que el peso de la energía en la cesta de consumo ha disminuido considerablemente

en países como España, Alemania y Grecia en 2023 en comparación con el año pasado.

En todo caso, a pesar de las recientes reducciones en la tasa

Pese a todo, las medidas presupuestarias tomadas por los

Gobiernos europeos, los fondos del programa *Next Generation* y el esfuerzo de ahorro energético han aliviado la presión sobre las economías europeas, demostrando una notoria resiliencia en comparación con crisis anteriores.

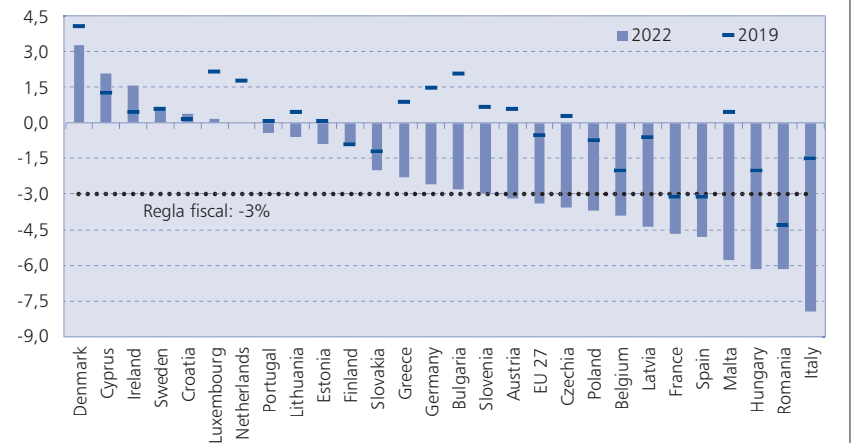
Los mercados laborales europeos se han mantenido sólidos (OCDE, 2023). Durante 2023 la tasa de paro del conjunto de la UE descendió a su nivel histórico más bajo alcanzando el 5,9 por 100 en mayo, del mismo modo la eurozona alcanzó la tasa mínima de 6,4 por 100 en junio de 2023. En países como España e Italia los niveles de paro han descendido a tasas no alcanzadas desde antes de la crisis financiera durante los últimos meses.

La resiliencia de la economía europea se manifiesta asimismo en el bajo nivel de endeudamiento privado. Gracias a las medidas de apoyo público implementadas desde el inicio de la pandemia de COVID-19, en la mayoría de los países europeos, tanto los hogares como las empresas presentan niveles de deuda reducidos, lo que les otorga una fuerte posición financiera en términos generales.

III. EL PAPEL DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA

Las tensiones geopolíticas y la crisis energética no solo han provocado un *shock* de estancamiento en la economía europea. También han reducido el margen de maniobra de los Estados miembros para afrontar, por sí solos, los desafíos. Las finanzas públicas se han desequilibrado, contribuyendo a amortiguar el impacto de las crisis, pero arriesgando la sostenibilidad financiera de los Estados, sobre

GRÁFICO 8
SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Porcentaje sobre el PIB



Fuente: Eurostat.

todo teniendo en cuenta que los costes financieros de la deuda se orientan fuertemente al alza como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria pilotada por el BCE para aplacar la inflación. Por otra parte, las reglas fiscales europeas, en entredicho desde el inicio de la pandemia, están a punto de reactivarse, abocando a realizar ajustes en muchos países.

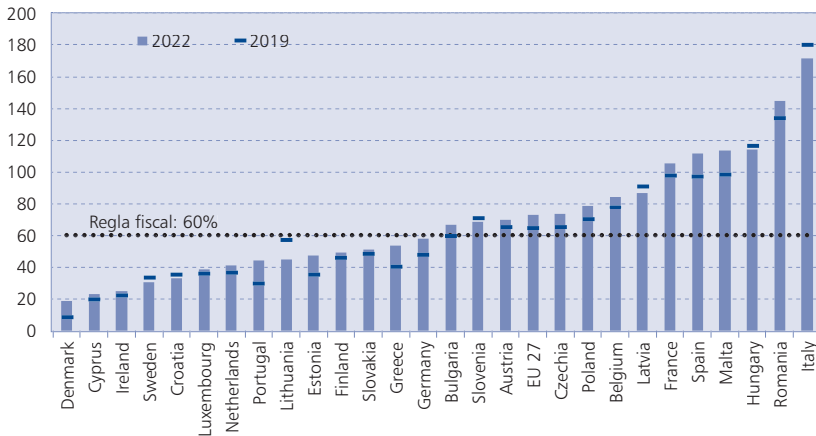
1. La acumulación de desequilibrios presupuestarios

La sucesión de crisis –pandemia, *shock* energético y guerra en Ucrania– ha afectado la senda presupuestaria de la mayoría de los países europeos. Con datos de 2022, el déficit público del conjunto de la Unión Europea supera el 3 por 100, contrastando con la posición prácticamente equilibrada que se había conseguido antes de la crisis sanitaria. La deuda pública, por su parte, ronda el 84 por 100 del PIB, siete puntos más que antes de la pandemia. El deterioro de

las cuentas públicas refleja el fuerte incremento del gasto, en consonancia con la necesidad de proteger el aparato productivo y los hogares vulnerables ante las crisis, y así evitar un incremento del paro y de las desigualdades sociales. Los ingresos públicos, sin embargo, han oscilado en torno a valores estables (siempre en términos promedios).

Esta panorámica de conjunto oculta resultados dispares entre países miembros (gráficos 8 y 9). Las economías nórdicas son prácticamente las únicas, junto con Chipre e Irlanda, que han mejorado su saldo presupuestario durante este período de turbulencias. Otros, como Dinamarca y Portugal, han reforzado los estabilizadores automáticos, desplegando el potencial anticrisis del presupuesto público en el momento más recesivo (2020-2021), y replegando el arsenal cuando el crecimiento lo permitió (2022). En esos países, la política anticíclica ha dado frutos en términos de corrección de los desvíos, sin afectar el crecimiento económico.

GRÁFICO 9
DEUDA PÚBLICA
Porcentaje sobre el PIB



Fuente: Eurostat.

en algunas de las economías que ya figuraban entre las más endeudadas. También se desprenden excepciones, como la mejora de Portugal o el deterioro relativo de economías que hasta la pandemia conocían una evolución favorable, como la República Checa y Rumanía. Grecia merece mención aparte: si bien el país heleno ha logrado limitar el agujero presupuestario, su deuda sigue siendo la más elevada de toda la UE (superior al 170 por 100 del PIB en 2022), lo que no deja margen para la relajación.

2. Los costes financieros de la deuda en un contexto de subida de tipos de interés

Además de resentirse de la sucesión de crisis, la deuda pública se enfrenta a importantes desafíos como consecuencia de la subida de tipos de interés y del debilitamiento del crecimiento económico.

Por una parte, en los dos últimos años, la ratio de deuda

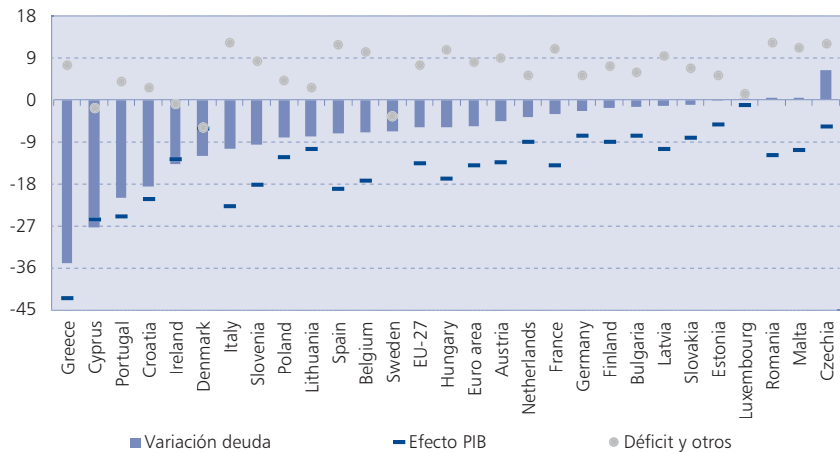
En el otro extremo del espectro de las economías europeas, los desequilibrios se han ahondado a partir de valores que ya se calificaban como excesivos antes del período de crisis. Dentro de este grupo, la posición de Italia es la más preocupante, ya que combina un déficit récord del 8 por 100 –el más abultado de la UE– con una deuda elevada. Una dificultad añadida para el país transalpino radica en la elevada carga fiscal que pesa sobre su economía, cercana al 49 por 100 del PIB, es decir, una de las más altas de la UE, algo que dificulta una hipotética senda de desendeudamiento mediante el instrumento tributario. Dentro de este grupo de países, pero a bastante distancia de Italia, aparecen Austria, Bélgica, España, Francia, Hungría, República Checa y Rumanía.

En una posición intermedia figuran países que han registrado un incremento moderado del déficit, además a partir de una situación relativamente saneada desde el punto de vista de la deuda pública. Este es, por ejemplo, el

caso de Alemania, Países Bajos, Polonia y los países bálticos.

En suma, las crisis han dejado un legado de déficit y deuda pública para el conjunto de la UE, con resultados dispares entre los Estados miembros: en líneas generales se han exacerbado los desafíos de sostenibilidad fiscal

GRÁFICO 10
CONTRIBUCIONES DEL CICLO Y DEL DÉFICIT A LA VARIACIÓN DE LA RATIO DEUDA PÚBLICA/PIB ENTRE 2020 Y 2022



Fuente: Elaboración propia.

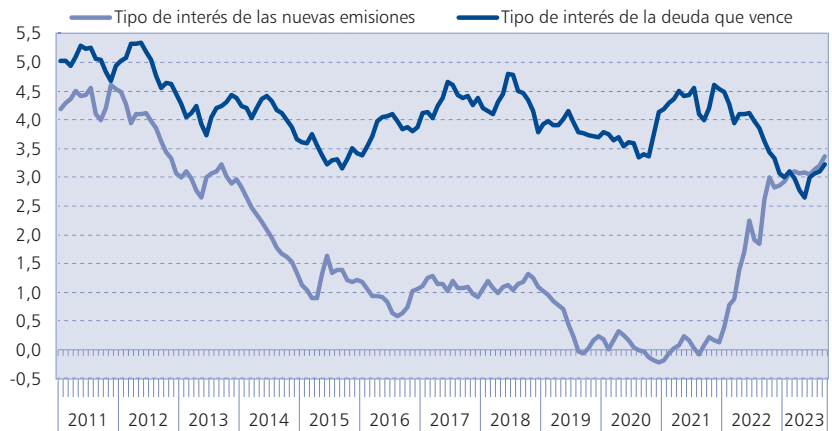
pública se redujo, compensando parcialmente el fuerte deterioro registrado durante la pandemia. Pero esta reducción se debió, sobre todo, al avance del PIB a precios corrientes, es decir contando la inflación (gráfico 10). Se trata, por tanto, de un efecto esencialmente cíclico.

Si el PIB solo hubiera crecido al mismo ritmo que en tiempos anteriores –en torno al 3,5 por 100 en términos nominales– la deuda se hubiera incrementado en la mayoría de los países como consecuencia de la acumulación de déficits. Por tanto, en los próximos años, será mucho más difícil lograr un nuevo recorte de los pasivos, a menos de proceder a ajustes presupuestarios. Sin duda, una inflación persistente relajaría la presión, pero esto es sin contar con la reacción de la política monetaria ante un desvío prolongado de los precios.

Por otra parte, además del enfriamiento de la economía, la senda fiscal se verá afectada por el ciclo monetario. Durante la última década, el tipo de interés de las nuevas emisiones de bonos con vencimientos a diez años (la principal referencia entre los títulos de deuda pública) se situaba sistemáticamente por debajo del coste de los bonos que vencían. El diferencial de tipos había permitido amortiguar, hasta cierto punto, el impacto de la acumulación de pasivos en las finanzas públicas. Esto es lo que propició que el gasto en intereses se fuera reduciendo, cuando la deuda se incrementaba.

Sin embargo, la curva de tipos de interés se ha invertido como consecuencia de la sucesión de vueltas de tuerca monetaria, lo que unido a un mayor volumen de deuda ejercerá inexorable-

GRÁFICO 11
TIPOS DE INTERÉS DEL BONO CON VENCIMIENTO A DIEZ AÑOS, MEDIA PARA LA EUROZONA



Fuente: Estimación de los autores en base a datos del BCE.

mente una presión creciente sobre las cargas financieras de los Estados (gráfico 10). La inversión del coste de la nueva deuda frente a la que se amortiza ya se ha producido en la mayoría de las economías de la eurozona. Y el mismo fenómeno se producirá próximamente en casi todos los otros países (cuadro n.º 1). Además, el impacto sobre las cargas financieras será cada vez mayor, al compás del diferencial de tipos de interés entre emisiones nuevas y las que vencen (las condiciones monetarias se relajaron con especial intensidad a partir de mediados de 2014).

Con todo, el gasto en intereses repuntó en 2022 en la mayoría de los países de la eurozona, siendo Italia el más perjudicado con un 4,3 por 100 del PIB dedicado a esta partida presupuestaria. Y todo apunta a que la tendencia alcista se mantendrá en los próximos ejercicios. Esto sugiere un riesgo incrementado del efecto «bola de nieve» en las economías con mayores desequilibrios fiscales, con incrementos en cascada de los gastos finan-

CUADRO N.º 1

MOMENTO EN QUE LA DEUDA PÚBLICA NUEVA COSTARÁ MÁS CARA QUE LA QUE VENCE

Austria	Septiembre 2022
Finlandia	Junio 2022
Luxemburgo	Junio 2022
Alemania	Septiembre 2022
Francia	Septiembre 2022
Países Bajos	Septiembre 2022
Bélgica	Octubre 2022
Letonia	Octubre 2022
UEM	Marzo 2023
Malta	Marzo 2023
Eslovaquia	Abril 2023
Italia	Octubre 2023
España	Febrero 2024
Irlanda	Marzo 2024
Eslovenia	Mayo 2024
Croacia	Junio 2024
Lituania	Agosto 2024
Portugal	Septiembre 2024
Chipre	Mayo 2025
Grecia	Enero 2028
Estonia	--

Sombreado en azul: Suponiendo que el tipo de interés se mantenga en los niveles de septiembre de 2023.

cieros y de la deuda pública. A menos de asistir a una fuerte aceleración del crecimiento o una inflación persistente (algo que chocaría con los objetivos monetarios), la única forma de prevenir el riesgo financiero consiste en adoptar medidas de contención del saldo presupuestario primario (6).

3. La reforma de las reglas fiscales europeas

Las reglas fiscales europeas apuntan en la misma dirección de necesidad de contener los desequilibrios presupuestarios. Estas reglas, en su versión actual, provienen del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En esencia, se instrumenta un mecanismo de vigilancia preventiva para evitar déficits públicos excesivos, con el objetivo de alcanzar el equilibrio estructural de las finanzas públicas a medio plazo. Concretamente, los países de la eurozona tienen la obligación de presentar anualmente un programa de estabilidad a medio plazo. Dicho plan es objeto de recomendaciones por parte del Consejo en base a un examen de la Comisión. El Consejo puede, por ejemplo, exigir ajustes que, de no cumplirse, pueden acarrear sanciones de hasta el 0,2 por 100 del PIB.

En caso de fuertes desvíos recurrentes, es decir un déficit superior al 3 por 100 del PIB o una deuda por encima del 60 por 100 del PIB sin que se vislumbre una reducción a medio plazo, el Consejo puede proponer medidas correctoras, en el marco del procedimiento de déficit excesivo (PDE). El Consejo puede solicitar la aplicación de medidas correctoras a un Estado miembro y, en caso de incumplimiento reiterado, se puede recurrir a sanciones

de hasta el 0,5 por 100 del PIB del país que contraviene los objetivos de manera reiterada.

El dispositivo se suspendió tras el estallido de la pandemia y la UE pretende reactivarlo a partir del próximo ejercicio, pero en una versión reformada habida cuenta del nivel alcanzado por los desequilibrios: una aplicación estricta de las reglas actuales obligaría a ajustes abruptos, irrealizables en la práctica, o incluso contraproducentes.

Así pues, una de las reglas consiste en la reducción del diferencial entre la ratio de deuda y el objetivo del 60 por 100, a razón de un veinteavo cada año. Esto obligaría a un recorte anual cercano a 2,5 puntos de PIB en Bélgica, España y Francia –algo que solo es posible aplicando recortes presupuestarios perjudiciales para la economía (cuadro n.º 2). Y en el caso de Grecia e Italia, el ajuste sería

superior a 4 puntos cada año. Comparando el esfuerzo necesario con la experiencia del período expansivo 2015-2019, se estima que las actuales reglas fiscales son muy difíciles de aplicar en Italia, y requerirían grandes esfuerzos en Bélgica, España, Finlandia, Francia y Grecia. Para todos estos países, una aplicación estricta de los objetivos conduciría con casi toda seguridad a una fuerte contracción de la actividad.

No es sorprendente, por tanto, que se vislumbre un cierto consenso acerca de la necesidad de reformar las reglas (7). Sin embargo, el contenido de tal reforma es todavía objeto de debate. El punto de partida de las negociaciones es el proyecto elaborado por la Comisión Europea (8). El proyecto establece que los desvíos deberían corregirse de manera gradual para prevenir ajustes drásticos –y por tanto

CUADRO N.º 2

ESFUERZO REQUERIDO EN CASO DE APLICACIÓN DE LAS ACTUALES REGLAS EN MATERIA DE DEUDA PÚBLICA

PAÍS	DEUDA II T. 2023	ESFUERZO REDUCCIÓN HASTA 60%	VARIACIÓN MEDIA ANUAL EN 2015-2019
Grecia	166,5	-5,3	1,0
Italia	142,4	-4,1	-0,3
Francia	111,9	-2,6	0,5
España	111,2	-2,6	-1,3
Portugal	110,1	-2,5	-3,7
Bélgica	106,0	-2,3	-1,9
Chipre	85,3	-1,3	-3,6
Austria	78,6	-0,9	-3,6
Hungría	75,2	-0,8	-2,6
Finlandia	74,6	-0,7	-0,8
Eslovenia	70,5	-0,5	-4,3
Croacia	66,5	-0,3	-3,0
Alemania	64,6	-0,2	-3,1

Fuente: Elaboración propia.

irrealistas— que serían necesarios en caso de mantener los dispositivos actuales. También se trataría de evitar el sesgo procíclico de las reglas actualmente en vigor. Un sesgo que ha podido contribuir a las políticas de austeridad aplicadas tras la crisis financiera.

Para conseguirlo, las nuevas reglas establecerían:

- Una senda de gasto neto, que se obtiene en función de la previsión de crecimiento a medio plazo del gasto neto de una serie de variables: los intereses, el componente cíclico de las prestaciones por desempleo, los fondos europeos, y los incrementos estructurales de la recaudación. Lo que se pretende con esta fórmula es cumplir con los objetivos de estabilidad presupuestaria tras un período de ajuste que va de cuatro a siete años, algo que permite desviaciones a corto plazo en función del ciclo económico, atenuando el sesgo procíclico de las actuales normas. En los países que parten de una deuda superior al 60 por 100 o un déficit superior al 3 por 100, la senda de gasto neto debe suponer un esfuerzo de corrección de los desequilibrios durante todo el período de ajuste (y no solo al final). Además, dicha senda debe suponer una reducción de la ratio de deuda proporcional al nivel del desequilibrio (en una cuantía que queda por definir).
- Incentivos para la inversión y la adopción de reformas económicas que impulsen el potencial productivo y la doble transición digital y verde. Así pues, Bruselas tendrá

en cuenta, en sus recomendaciones de gasto neto por país, los planes de inversión y de reforma. Y el período de ajuste podrá ampliarse desde cuatro hasta siete años en función del avance de los planes.

- Un sistema de seguimiento y sanciones similar al actual, con una implicación mayor del European Fiscal Board.

Todavía quedan elementos importantes por definir (9). Se espera un acuerdo antes de finales de año, y por tanto es pronto para evaluar la relevancia de la reforma. Sin duda, el componente de flexibilidad ayudará a conseguir un mayor realismo de los objetivos, mejorando su aplicabilidad, algo que ha sido complicado con las reglas heredadas del pacto de estabilidad y crecimiento.

Sin embargo, está por ver si las reglas fiscales, incluso en su versión reformada, son lo suficientemente relevantes en un entorno de subidas de tipos de interés. El papel de los mercados como mecanismo corrector de los desequilibrios se ha reforzado en el nuevo ciclo monetario, independientemente de la reforma regulatoria que será finalmente adoptada por la Unión Europea.

En todo caso, esta reforma no aborda una de las principales carencias de la política fiscal europea, a saber, la insuficiencia notoria del presupuesto común para hacer frente a *shocks* macroeconómicos: el actual debate no contempla la creación de una capacidad fiscal común. Una opción consistiría en perpetuar el programa *Next Generation*, convirtiéndolo en el embrión

de una capacidad fiscal mancomunada. De manera similar, se podría consolidar el suplemento europeo a las políticas nacionales en materia de prestaciones por desempleo (el llamado SURE, European instrument for temporary support to mitigate unemployment risks in an emergency).

De momento, la carencia de una capacidad fiscal común contrasta con la reactividad de EE. UU., permitiendo a este país ejecutar una política fiscal marcadamente anticíclica. Durante la pandemia, el saldo primario del Gobierno norteamericano registro un deterioro cercano a 8,5 puntos de PIB, mientras que durante la expansión de 2021-2022 se aprovechó para reducir el saldo en 11,8 puntos de PIB. Todo ello permitió una mejora de las cuentas en relación al período anterior a la pandemia. En la eurozona, el deterioro del saldo durante la pandemia fue menor (-5 puntos), y el repliegue durante el período expansivo ha sido también menos acusado, evidenciando la dificultad para llevar una política presupuestaria anticíclica en la zona del euro, a falta de un fortalecimiento del presupuesto mancomunado. El resultado es también un deterioro del saldo presupuestario en comparación con el nivel previo a la pandemia.

Con todo, en esta ocasión la política fiscal europea ha amortiguado el impacto de la recesión, algo que contrasta con el sesgo procíclico de la época de la crisis del euro en 2012-2013 (en esos años el déficit primario registró una contracción como consecuencia de decisiones inspiradas por la visión de austeridad que prevalecía en ese momento).

IV. EN BUSCA DE UNA RESPUESTA EUROPEA A LOS RETOS GLOBALES

El debate de política fiscal se ha centrado en la búsqueda de equilibrios presupuestarios de los Estados miembros, sin necesariamente abordar la cuestión más amplia de cómo dotar a la Unión Europea de instrumentos que le permitan jugar un papel relevante en un contexto geopolítico cambiante, exacerbado por la guerra en Ucrania. Las ayudas de Estado merecen una consideración especial en este contexto.

1. Las ayudas de Estado

Ante el gran impacto de las perturbaciones y el riesgo de pérdida de competitividad del tejido productivo, los países han recurrido al instrumento de las ayudas de Estado, lo que ha obligado a una adaptación de la normativa europea.

En virtud de las reglas que rigen el mercado único, los Estados miembros no pueden adoptar medidas que distorsionen la competencia o afecten los intercambios intracomunitarios. Es por ello por lo que las ayudas selectivas a empresas o sectores específicos están prohibidas en general, si bien con algunas excepciones, tal y como se desprende del artículo 107 del Tratado de la Unión Europea.

Estas excepciones se justifican cuando las ayudas tienen efectos positivos para el conjunto de la UE que compensan una posible distorsión de competencia. Algo que requiere demostrar que la ayuda reduce deficiencias del mercado o externalidades negativas. Otra circunstancia que permite la concesión de ayudas estatales atañe a un *shock* grave

en la economía de un Estado miembro. Así pues, en virtud de una cláusula del citado artículo 107, la UE adoptó en marzo de 2020 un marco temporal de Crisis para regular las ayudas estatales en respuesta al COVID-19. Este Marco Temporal se ha ampliado en sucesivas ocasiones para amparar también las ayudas concedidas para amortiguar las consecuencias de la guerra en Ucrania y de la crisis energética.

En marzo del 2023, el dispositivo se extendió en varias direcciones –pasando a llamarse Marco Temporal de Crisis y Transición–. Por una parte, las ayudas existentes se pueden prolongar hasta finales de año. Pero sobre todo se prevé la posibilidad de incentivar la descarbonización industrial y la inversión en energías renovables hasta finales de 2025. Finalmente, el dispositivo puede invocarse en respuesta al *Inflation Reduction Act (IRA)* de EE. UU., también con ayudas que pueden aplicarse hasta finales de 2025. La idea es aportar recursos para la inversión en paneles solares, baterías, componentes de reciclaje, y en general el equipamiento necesario para realizar la transición hacia una economía descarbonizada en todos los sectores. La Comisión también puede autorizar ayudas a empresas en riesgo de deslocalización hacia países que subvencionan la implantación de industrias, en clara alusión al *IRA*.

Bien es cierto que la UE ha establecido directrices estrictas para las excepciones temporales a las normas sobre ayudas estatales. Estas directrices tienen por objeto garantizar que la asistencia financiera prestada por los Estados miembros sea necesaria, proporcionada y específica para hacer frente a los retos especí-

ficos a los que se enfrentan en circunstancias excepcionales. La UE también supervisa y revisa de cerca las medidas de ayuda estatal aplicadas por los Estados miembros para garantizar el cumplimiento de las normas y evitar cualquier ventaja injusta. Además, las excepciones temporales a las normas sobre ayudas estatales están limitadas en el tiempo y sujetas a revisión. Una vez que se remitan las circunstancias excepcionales, se espera que los Estados miembros eliminen gradualmente las medidas de ayuda estatal y vuelvan a las normas normales de competencia. Esto contribuye a garantizar que las excepciones temporales no se conviertan en una característica permanente y que se restablezca la competencia leal dentro del mercado único.

Sin embargo, ante la sucesión de crisis junto con las diferencias de posición fiscal entre Estados miembros, las ayudas pueden crear distorsiones en el mercado único y dar lugar a una competencia desleal. Es un hecho que Alemania recibe una parte desproporcionada de las ayudas de Estado autorizadas por la UE. Esta asimetría en la distribución de las ayudas, que ya se producía antes de la pandemia, se ha agudizado tras la crisis energética y la guerra en Ucrania. Según la Comisión Europea, el total de ayudas aprobadas en 2022 supera los 671.000 millones de euros, es decir el 4,3 por 100 del PIB de la UE (Comisión Europea, 2023). Alemania concentra más de la mitad de las ayudas (53 por 100), seguida de Francia (24 por 100), Italia (7,7 por 100), Dinamarca (3,6 por 100), Finlandia (2,6 por 100) y Países Bajos (1,7 por 100). España se encuentra entre los países que menos han apelado

al Marco Temporal de ayudas de Estado.

La dilución del apoyo, y su asimetría entre países, tiene un doble inconveniente. En primer lugar, se distorsiona la competencia a favor de los países que más recurren a las ayudas, generalmente los que disponen de más espacio fiscal, en detrimento de los otros. La extensión del dispositivo hasta finales de 2025 debilita el principio de transitoriedad y excepcionalidad del apoyo, que se asimila a una inflación de subvenciones. En segundo lugar, las medidas se dispersan entre sectores y empresas, con el riesgo de reducir el impacto para el conjunto de la UE. Este es, por ejemplo, el caso de la competencia entre Estados miembros para atraer industrias de semiconductores y de vehículos eléctricos.

2. Alternativas para abordar un contexto global cambiante

En vez de la inflación de ayudas de Estado en el seno de la UE, una manera más efectiva de afrontar las tensiones geopolíticas y comerciales consiste en la puesta en común de iniciativas industriales, tecnológicas y energéticas a nivel europeo. Esto exige en particular una reforma de las ayudas de Estado para que estas no desvirtúen la competencia o se conviertan en una forma de inflación espuria de subvenciones entre países europeos, sin que se genere una capacidad industrial y tecnológica de conjunto (Hettne, 2020). El programa *Next Generation* ofrece una alternativa relevante a este respecto: si bien su ejecución es descentralizada y asimétrica (en este caso a favor de los países con menos recursos), el

funcionamiento es, en principio, coherente con la integridad del mercado único. Los fondos europeos no pueden servir de subvención a sectores en dificultad. También deben ser transversales, para no privilegiar empresas o «campeones nacionales».

La reforma del funcionamiento de mercados clave, como el energético, es otro instrumento que, además de ser eficaz desde el punto de vista de la competitividad del conjunto de economías europeas, redundaría en un menor coste para el erario público. El mercado de la electricidad es un caso paradigmático: el actual mecanismo de fijación de precios basado en los costes marginales de las últimas unidades de producción energética puestas en el mercado no asegura ni la transición energética, ni precios asequibles de cara al desarrollo económico de Europa. Existen varias propuestas como la puesta en marcha de un sistema de subastas de energías renovables a medio plazo que aseguran a la vez un precio razonable, y por otra parte aportan un incentivo para que los operadores inviertan en las energías del futuro europeo, es decir las renovables.

Finalmente, la reforma fiscal puede ayudar a alinear los incentivos de mercado con los objetivos de la agenda de autonomía estratégica. Una agenda que no puede descansar exclusivamente en la inversión pública en tecnología, energías renovables o infraestructuras críticas, no solo por las limitaciones que impone un endeudamiento público elevado en la mayoría de los países, sino también porque la aportación de la inversión privada es crucial para el cumplimiento de los objetivos. Para ello, la fiscalidad verde, junto con

la aplicación de una tasa en las fronteras de la UE para preservar la competitividad, puede guiar las decisiones de las empresas.

V. CONCLUSIONES

El artículo muestra que las sucesivas perturbaciones han mermado el crecimiento de la economía europea, a la vez que plantean la necesidad de afrontar desafíos energéticos, tecnológicos y geopolíticos. Sin embargo, la capacidad fiscal de los países para realizar por sí solos estas transiciones se ha reducido, especialmente en las economías más endeudadas, las más expuestas a la espiral de tipos de interés. El recurso a las ayudas de Estado solo es viable cuando la Hacienda pública lo permite. Además, este instrumento es una amenaza para la integridad del mercado único. La solución pasa, por tanto, por la puesta en común de recursos para posibilitar una política económica de conjunto. Sin duda, se trata de una tarea compleja, que conlleva un mayor protagonismo de la UE en ciertas materias. Pero esta es, probablemente, la respuesta más eficaz para que Europa pueda seguir mejorando sus cotas de bienestar en un entorno global distinto al que prevalecía antes de la pandemia.

NOTAS

(1) Véase TORRES y FERNÁNDEZ (2022), para el caso de España.

(2) Departamento Estadounidense de Agricultura. <https://www.fas.usda.gov/data/grain-world-markets-and-trade>

(3) https://policy.trade.ec.europa.eu/eu-trade-relationships-country-and-region/countries-and-regions/ukraine_es?etran=es

(4) <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/es/>

(5) <https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic->

forecasts/summer-2023-economic-forecast-easing-growth-momentum-amid-declining-inflation-and-robust-labour_en

(6) El Fondo Monetario Internacional advierte de este ajuste, que además tendría que acomodar la inversión necesaria para afrontar la transición verde (FMI, 2023).

(7) Para un análisis del funcionamiento de las reglas fiscales antes de la pandemia, véase TORRES (2018).

(8) European Commission. (2023). Proposal on the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation (EC) n.º 1466/97, COM(2023) 240 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52023PC0240>

(9) Un diagnóstico crítico de la propuesta comunitaria se encuentra en DARVAS, WELSLAU y ZETTELMEYER (2023).

BIBLIOGRAFÍA

COMISIÓN EUROPEA (2023). *Competition state aid brief. Issue 1/2023 – July 2023*. European Commission. <https://data.europa.eu/doi/10.2763/850906>

DARVAS, Z., WELSLAU, L. y ZETTELMEYER, J. (2023). A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal. *Working Paper*, 16/2023. Bruegel. <https://www.bruegel.org/working-paper/quantitative-evaluation-european-commissions-fiscal-governance-proposal>

EUROPEAN INVESTMENT BANK (2022). *How bad is the Ukraine war for the European recovery?*

FMI (2023). *Climate Crossroads: Fiscal Policies in a Warming World*. *IMF Fiscal Monitor*.

GUENETTE, J., KENWORTHY, P. y WHEELER, C. (2022). *Implications of the War in Ukraine for the Global Economy. Equitable Growth, Finance, and Institutions Policy Notes (EFI Policy Notes)*. World Bank Group.

HETTNE, J. (2020). *European industrial policy and state aid – a competence mismatch?* Swedish Institute for European Policy Studies. https://www.sieps.se/globalassets/publikationer/2020/2020_1epa.pdf?

GUIJARRO, J. R. D. (2022). El retorno del riesgo geopolítico: efectos económicos de la guerra de Ucrania. *Cuadernos de Información Económica*, 288, pp. 1-10. <https://www.funcas.es/articulos/el-retorno-del-riesgo-geopolitico-efectos-economicos-de-la-guerra-de-ucrania/>

IEA. (2022). *Renewables 2022*. Paris: IEA. <https://www.iea.org/reports/renewables-2022>, License: CC BY 4.0.

LIADZE, I., MACCHIARELLI, C., MORTIMER-LEE, P. y SÁNCHEZ JUANINO, P. (2023). *Economic costs of the Russia-*

Ukraine war. *The World Economy*, 46(4), pp. 874-886.

OECD. (2023). *OECD Employment Outlook 2023: Artificial Intelligence and the Labour Market*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/08785bba-en>

REDEKER, N. (2022). *Same shock, different effects. EU member states' exposure to the economic consequences of Putin's war*. Hertie School – founded and supported by the non-profit Hertie Foundation.

TORRES, R. (2018). Política fiscal europea : situación y perspectivas de reforma. *Información Comercial Española*, julio-agosto. <https://revistasice.com/index.php/ICE/article/view/6653>

TORRES, R. y FERNÁNDEZ, M.-J. (2022). La economía española, de la pandemia a la crisis energética. *Papeles de Economía Española*, 73, septiembre. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/11/PEE-173_Torres-Fernandez.pdf

WORLD BANK GROUP (2022). *Commodity Markets Outlook, April 2022: The Impact of the War in Ukraine on Commodity Markets*. *Commodity Market Outlook*. Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/37223>, License: CC BY 3.0 IGO