

# Ensayos Económicos

---

**¿Fue la política monetaria de Keynes en el *Tratado sobre el Dinero*, la precursora de la política de tasa de interés cero y del *quantitative easing*? | Jan Kregel**

**Pronóstico de la demanda diaria de billetes y monedas | Diego Elías, Matías Vicens**

**Crédito bancario, tasa de interés de política y tasa de encaje en el Perú | Oscar Dancourt**

**Crecimiento económico y sistema financiero | Héctor Gustavo González Padilla**

***Apuntes de la crisis global***

**Propuesta para un pacto fiscal y de crecimiento | Mario Tonveronachi**

**Cambiando la austeridad por el crecimiento en Europa: propuesta de un programa de inversiones para 2012-2015 | Stephany Griffith-Jones, Matthias Kollatz-Ahnen, Lars Andersen, Signe Hansen**

**Impacto reciente de la crisis financiera internacional en la ejecución de la política monetaria | Sofía Corallo, Carlos Suárez Dóriga, Matías Vicens**

***Premio Raúl Prebisch 2011***

**Tensiones en la ejecución de políticas de los bancos centrales en la búsqueda del desarrollo económico | Martín Guzman, Pablo Gluzmann**

65

66

Septiembre de 2012



ie | BCRA  
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

# Cambiando la austeridad por el crecimiento en Europa: propuesta de un programa de inversiones para 2012-2015

**Stephany Griffith-Jones**

**Matthias Kollatz-Ahnen**

**Lars Andersen**

**Signe Hansen**

FEPS, IPD, ECLM\*

## Resumen

A medida que se profundizó el deterioro del desempeño económico en la mayoría de los países europeos, los líderes y la opinión pública de la Unión Europea (UE) empezaron a subrayar con mayor urgencia la necesidad de poner mayor énfasis en el crecimiento. Sin embargo, hasta el momento no se han tomado medidas significativas en esta línea, aunque es alentador que los líderes europeos hayan aprobado en principio un programa de crecimiento semejante al aquí propuesto. El propósito de este trabajo es realizar propuestas específicas sobre cómo el Banco Europeo de Inversiones (BEI) puede expandir significativamente su capacidad de financiamiento, de manera tal de realizar un aporte importante al crecimiento, en especial de los países cuyas economías han sufrido más con las crisis de deuda soberana. También analizaremos el papel que pueden desempeñar los Fondos Estructurales de la Unión Europea por su cuenta y, sobre todo, como complemento de los préstamos del BEI, para motorizar el crecimiento de la UE. Una ventaja importante de nuestro enfoque radica en que, con recursos

---

\* FEPS: Foundation for European Progressive Studies. Stephany Griffith-Jones, Iniciativa para el Diálogo sobre Política (IPD, por sus siglas en inglés), Universidad de Columbia, Estados Unidos; Matthias Kollatz-Ahnen, Ex Vicepresidente del Banco Europeo de Inversiones; Lars Andersen, Director del Consejo Económico del Movimiento Sindical (ECLM, por sus siglas en inglés); Signe Hansen, Economista Senior del Consejo Económico del Movimiento Sindical (ECLM, por sus siglas en inglés). Las opiniones vertidas en esta nota son de los autores y no representan necesariamente las del BCRA o sus autoridades. Email de contacto: [sgj2108@columbia.edu](mailto:sgj2108@columbia.edu).

públicos bastante limitados, es posible lograr un impacto importante debido a los beneficios del apalancamiento.

*Clasificación JEL:* E22, E62, H54, G01.

*Palabras clave:* Banco Europeo de Inversiones, competitividad, crecimiento, crisis de la deuda, fondos estructurales, inversión, Unión Europea.

# Shifting Europe from Austerity to Growth: A Proposed Investment Programme for 2012-2015

**Stephany Griffith-Jones**

**Matthias Kollatz-Ahnen**

**Lars Andersen**

**Signe Hansen**

FEPS, IPD, ECLM

## **Summary**

As economic performance has deteriorated in most European countries, EU public opinion and leaders have begun to stress with increased urgency the need for far greater emphasis on growth. Meaningful actions on a sufficient scale have however not yet been taken, although the recent approval by the European leaders of a similar pro-growth program to the one present here is encouraging. The purpose of the present note is to make specific proposals on how one key and successful EU institution, the European Investment Bank (EIB), can expand its lending significantly, in ways that will make a meaningful contribution to growth, particularly in the countries whose economies have suffered most from the sovereign debt crisis. We will also examine the role that EU Structural Funds can play on their own, and especially, as a complement to EIB lending, to further contribute to EU growth. One important advantage of our approach is that with fairly limited public resources, it can achieve a very large impact, due to the benefits of leverage.

*JEL:* E22, E62, H54, G01.

*Keywords:* competitiveness, debt crisis, European Investment Bank, European Union, growth, investment, structural funds.

## **I. Introducción**

Este documento se propone encontrar un enfoque de política que facilite y estimule rápidamente el crecimiento europeo, y que por lo tanto avance mucho más allá de los programas de austeridad vigentes. A medida que se profundizó el deterioro del desempeño económico en la mayoría de los países europeos, los líderes y la opinión pública de la Unión Europea (UE) empezaron a subrayar con mayor urgencia la necesidad de poner mayor énfasis en el crecimiento. Es alentador que, a sugerencia del Presidente Hollande y con el apoyo de la Canciller Merkel, en la Cumbre de los Líderes Europeos de Junio del 2012, se hayan aprobado medidas para estimular el crecimiento a nivel europeo, con un enfoque muy parecido al que abajo se presenta. Sin embargo, hasta el momento no se han desarrollado acciones significativas para implementar dichas medidas.

El propósito de este trabajo es realizar propuestas específicas sobre cómo una institución clave y exitosa de la UE, como es el Banco Europeo de Inversiones (BEI), puede expandir significativamente su capacidad de financiamiento, de manera tal de realizar un aporte importante al crecimiento, en especial de los países cuyas economías y ciudadanos han sufrido más con las crisis de deuda soberana. También analizaremos el papel que pueden desempeñar los Fondos Estructurales de la Unión Europea por su cuenta y, sobre todo, como complemento de los préstamos del BEI, para motorizar el crecimiento de la UE. Después de delinear con algún grado de detalle el tipo de medidas que podrían tomarse, además de su escala, modelamos su potencial impacto en el PIB y el empleo, el cual sería significativo. Una ventaja importante de nuestro enfoque radica en que, con recursos públicos bastante limitados, es posible lograr un impacto importante debido a los beneficios del apalancamiento.

## **II. Contexto de política**

Hay un consenso creciente de que sería imposible sacar a la UE de la crisis sin estimular un crecimiento sustentable. Por ejemplo, la reducción de la calificación crediticia de España se debe principalmente a la falta de perspectivas de crecimiento en el futuro cercano. Es necesario evitar con suma urgencia una espiral descendente para los bancos, las empresas y los consumidores. Una resolución amplia de la crisis de deuda soberana sólo podrá tener éxito si hay un impulso significativo al crecimiento. Ignorar esto significa no sólo un mal cálculo aritmético

tico y un peor análisis económico sino que además deja de lado las lecciones claras que nos aporta la historia.

Hace falta una estrategia de financiamiento adicional que promueva el crecimiento y que:

- genere efectos rápidos y significativos.
- mejore la capacidad productiva, alentando el crecimiento sustentable mediante el financiamiento de proyectos y actividades económicamente sustentables.
- Respalde el crecimiento tanto de las pequeñas y medianas empresas existentes como de las nuevas y competitivas. En especial, estas compañías están sufriendo una severa falta de acceso al crédito privado, que se fue estancando durante la crisis o, peor aún, que sigue declinando.

Se necesita una propuesta que no sólo sea deseable sino también factible. Por consiguiente, una iniciativa sólida que tenga genuinas posibilidades de éxito debe:

- Ser lo suficientemente viable como para garantizar una implementación rápida. El tiempo apremia. En España, 4.000 ciudadanos por día engrosan las filas de los desempleados.
- Tener el tamaño suficiente como para que su aporte sea significativo, ayude a impulsar el crecimiento y reduzca el desempleo.
- Ser eficiente en términos de lograr un gran impacto con recursos públicos adicionales relativamente limitados; las medidas que proponemos implican un apalancamiento importante.

La experiencia histórica del Plan Marshall, después de la Segunda Guerra Mundial, puede servir de valiosa referencia en relación con el tamaño apropiado de este programa. El plan para Europa consistió en un total de US\$ 13.000-14.000 millones en moneda de esa época. Esto representó una inversión adicional anual de alrededor del 0,5% del PIB europeo, en un plazo de cinco años, es decir, un total aproximado del 2,5% del PIB. Un orden de magnitud similar sería relevante hoy.

### III. Dimensión del presupuesto de la Unión Europea

El presupuesto anual de la UE equivale a aproximadamente al 1% del PIB. Para generar un impulso de crecimiento significativo, es necesario usar este presupuesto de manera efectiva, para maximizar su impacto a través del apalancamiento. Tal como se reconoce en los últimos tiempos, los préstamos del BEI y los bonos atados a proyectos son instrumentos ideales para este objetivo. Uno de los desafíos clave está en implementarlos a una escala significativa y hacerlo con rapidez (dada la urgencia de reactivar el crecimiento), además de canalizarlos hacia una inversión eficiente.

Con respecto a la dimensión, nuestra propuesta incluiría recursos presupuestarios adicionales que representan sólo una pequeña proporción del presupuesto total de la UE asignado a programas de crecimiento. Sin embargo, tal como demostraremos, el impacto en el crecimiento sería importante, dados los efectos multiplicadores que genera el apalancamiento.

La Comisión Europea tiene planeado un gasto de € 1 billón para el período de siete años que va de 2014 a 2020, del cual el 38% se asigna a fondos estructurales, el 9% al empleo y a las áreas sociales y el 8% a investigación e innovación (ver el Gráfico 1).

**Gráfico 1 / Magnitud del presupuesto de la UE de acuerdo con la Comisión Europea para 2014-2020**

<b>Estructura del presupuesto de la UE</b>		
<b>Fondos estructurales € 376.000 millones</b>	<b>Otros € 34.000 millones</b>	
	<b>Adminis- tración € 63.000 millones</b>	<b>Investigación/ desarrollo € 80.000 millones</b>
<b>Agricultura € 387.000 millones</b>	<b>Empleo y gasto social € 88.000 millones</b>	
	<b>Política exterior € 70.000 millones</b>	

#### **IV. Recursos adicionales. Uso de los fondos estructurales no utilizados de la Unión Europea**

Los fondos estructurales proporcionan entre el dos y el tres por ciento del PIB a las regiones con un déficit de desarrollo. La utilización de estos fondos ha sido especialmente difícil desde el 2007 y se ha reducido fuertemente debido a la crisis. Por esa razón, una suma importante de fondos comprometidos pero no utilizados estará disponible en los años 2012 y 2013 (incluyendo los pagos iniciales hasta el 2015). Por el momento, alrededor del 25% de los Fondos Regionales ni siquiera están asignados. Es más, no todos los montos que se están asignando serán utilizados, debido a demoras y dificultades relacionadas con la crisis. En el marco de un programa inmediato para recuperar el crecimiento, la tarea debería ser volver a reasignar estos fondos y canalizarlos hacia actividades orientadas al crecimiento. Se estima que están disponibles hasta € 80.000 millones para esta reasignación. Para realizar esta tarea hace falta mayor flexibilidad de parte de las administraciones nacionales y la administración de la Unión Europea. También hace falta reorientar los fondos hacia proyectos económicamente viables, en especial proyectos *shovel ready* (listos para comenzar) en áreas como:

- eficiencia energética y energías renovables.
- promoción de empresas competitivas, preferentemente orientadas a las exportaciones.
- financiamiento de pequeñas y medianas empresas que sufren racionamiento de crédito.
- financiamiento de la innovación en empresas y de las escisiones de empresas.

La nueva canalización de los recursos disponibles no debe estar diseñada sólo para proveer fondos sino que debe combinarse con apoyo técnico para garantizar una utilización apropiada de esos fondos. Este apoyo técnico debería incluir colaboración para la preparación de los documentos de solicitud, soporte para los procesos de licitación y gestión de proyectos durante la implementación.

## **V. Dimensiones de un programa inmediato para el presupuesto de la UE**

Si se realiza un esfuerzo concertado utilizando la reasignación de los fondos, sería posible reunir con facilidad € 15.000 millones anuales de los presupuestos europeos existentes (hasta fines del año 2013) para su utilización directa en estas iniciativas de crecimiento en un programa inmediato. Este monto podría elevarse a alrededor de € 25.000 millones anuales con el nuevo presupuesto para el período 2014-2020.

Si consideramos el caso especial de Grecia, resulta evidente de inmediato que estamos hablando de un proceso de reconstrucción económica a largo plazo que requerirá persistencia. Incluso el valor máximo de € 25.000 millones del presupuesto de la UE representa sólo el 0,25% del PIB de la Unión Europea. Sería factible aplicar un porcentaje más alto a los países con programas de ajuste económico y porcentajes más bajos para los países que pueden crecer por su cuenta. Por esa razón, se sugiere un rango entre 0,5% del PIB como máximo y 0,125% del PIB como mínimo. No obstante, vale la pena recordar que hasta los proyectos de crecimiento desarrollados en los países más sólidos generarán efectos positivos en el crecimiento de toda Europa.

Este monto de inversiones debe complementarse con dinero de otras fuentes, públicas y privadas, y aumentarse tanto como sea posible dado su efecto multiplicador. Sin embargo, no sería factible sin el presupuesto de la UE.

## **VI. Logrando los efectos de apalancamiento con el presupuesto de la UE**

Lograr el apalancamiento con el presupuesto de la Unión Europea es, sin duda, el camino más sencillo y más promisorio para hacer un mejor uso del Banco Europeo de Inversiones.

El mecanismo básico consiste en utilizar una parte del presupuesto de la UE como amortiguador del riesgo. De esa manera, los préstamos del BEI para los proyectos serían menos riesgosos, lo que permitiría obtener mayores montos o tasas de interés más bajas, en ocasiones facilitando un financiamiento que de otro modo sería imposible. Se proyectó que el efecto del apalancamiento con el producto más maduro (innovación) sería de cinco, de manera tal que € 1.000 millones del presupuesto de la UE facilitarían € 5.000 millones de crédito para innovación. En

realidad, se concretó un factor de seis a través del BEI, derivando en una situación un poco mejor que la planificada. Dado que las pérdidas estuvieron considerablemente por debajo de los pronósticos prudentes, no se utilizó la mayor parte de los € 1.000 millones, los que fueron devueltos al presupuesto de la UE.

Esto significa que existen en este terreno experiencias empíricamente verificables. Ejemplos de ellas son los planes del BEI para financiamiento de innovación (RSSF) y el financiamiento regional (JESSICA, JEREMIE). La iniciativa firmada hace poco tiempo para las PyMEs de Grecia es bastante similar. Los planificados bonos de la UE atados a proyectos, que no representan endeudamiento para la UE pero sí expanden las actividades del BEI, son otra iniciativa en esta dirección.

## **VII. Bonos de la UE atados a proyectos y el BEI**

Según la propuesta de estos bonos, los proyectos podrían ser cofinanciados por el BEI y el capital privado proveniente de fondos de jubilación y compañías de seguros, los que hoy no están financiando grandes proyectos de inversión porque sus riesgos son demasiado altos. Antes de la crisis financiera, estos riesgos eran absorbidos por grandes aseguradoras (como AIG) y, con su ayuda, estos proyectos se transformaban en bonos AAA. Después de la crisis, este seguro dejó de estar disponible.

Los bonos atados a proyectos funcionarían de manera similar. Los inversores privados adelantarían el 25% en forma de capital. El BEI financiaría el siguiente 25% como tramos intermedios (tramos *mezzanine*). El 50% restante (tramos *senior*) podría llegar a tener una calificación de BBB+ o A-, convirtiéndose, por lo tanto, en una clase de inversión permitida para los fondos de jubilación y las compañías de seguro. Con respecto al tramo intermedio, la UE absorbería la mitad del riesgo, utilizando el amortiguador de riesgo, que se haría cargo de las primeras pérdidas.

El BEI sigue siendo una parte del financiamiento durante todo el plazo del proyecto, sumando de este modo un elemento adicional de calidad para las aseguradoras y los fondos de jubilación.

De esta manera, se reduce el riesgo de financiamiento del BEI si se lo compara con la posibilidad de que todo lo haga el BEI por cuenta propia. Si el BEI recibe

este amortiguador del riesgo, puede prestar hasta cuatro veces el monto de los préstamos de bajo riesgo, en comparación con proyectos ejecutados de forma independiente.

Por ejemplo, si quisiéramos llegar a un volumen de préstamos de € 160.000 millones en cuatro años, o sea € 40.000 millones por año, esto significaría una actividad de financiamiento adicional del BEI de € 10.000 millones al año, o sea, € 40.000 millones en el período de cuatro años. Para financiar los € 40.000 millones del BEI (25% de € 160.000 millones) en cuatro años se necesitarían € 20.000 millones de los presupuestos de la UE como amortiguador del riesgo y € 5.000 millones adicionales por año.

### **VIII. Aumento del capital del BEI**

Si lo que se busca es que el BEI desempeñe un papel más activo en el marco de un programa de crecimiento a gran escala, será necesaria la inyección de dinero fresco, lo que puede no ser posible para todos los estados miembros de la Unión Europea.

¿Por qué? En el pasado, las inyecciones de capital integrado por parte de los países miembros se financiaba con las ganancias acumuladas del BEI. Del capital oficialmente suscrito del banco de € 232.400 millones, sólo se integraron € 11.600 millones. Además de estas fuentes, durante todos los años de la crisis, el BEI pudo gestionar bien sus actividades de financiamiento, aumentando sus ganancias anuales de € 1.400 millones a € 2.300 millones más recientemente. Gracias a las ganancias no distribuidas durante décadas, se ha generado un capital adicional de € 42.500 millones, mejorando de este modo la solidez del BEI y su capacidad para hacer frente a los riesgos.

Las agencias calificadoras de riesgo ahora exigen la aplicación de un ratio simple de apalancamiento de ocho para el BEI, tal como se aplica también a los bancos privados.

Si se duplica el capital integrado del BEI, este capital tendría que aumentar sólo unos € 12.000 millones. Dado un apalancamiento de ocho (un valor alto si se lo compara con otros instrumentos), esto permitiría al BEI aumentar el nivel de préstamos en alrededor de € 95.000 millones en total durante los próximos años. Si el aumento de la capacidad prestable se distribuye en un plazo de cuatro años,

esto podría derivar, por ejemplo, en un aumento de los préstamos de € 10.000 millones durante 2012 a € 35.000 millones en 2013 y a € 25.000 millones anuales en 2014 y 2015 (todas estas cifras corresponden a préstamos por encima de los que se otorgarían sin el aumento del capital).

Por consiguiente, un ratio de apalancamiento de “sólo” ocho representa un notable efecto multiplicador, superior al que podríamos obtener con medios presupuestarios de la UE, en los que el efecto se ubica entre cuatro y seis. El punto focal de la actividad de financiamiento, tal como ocurre siempre con el BEI, son los proyectos económicamente viables. Una inyección de capital con una finalidad tan específica podría destinarse en especial a políticas focalizadas que favorezcan el crecimiento y el empleo, que incluirían desde financiamiento a la innovación hasta la promoción de las PyMEs, pasando por proyectos económicos centrales como la conexión de cables desde los lugares más adecuados para la producción de energía solar en Creta hasta el continente, una inversión que es económicamente viable pero que no encuentra quién la financie.

También es posible duplicar el capital si los miembros de la UE se proponen hacerlo (no hace falta unanimidad) inyectando un monto relativamente pequeño de capital de alrededor de € 12.000 millones. En comparación con las grandes sumas inyectadas para salvar a los bancos privados, esta cantidad es bastante pequeña pero tiene un enorme efecto multiplicador sobre el crecimiento.

Nos parece apropiado subrayar la selectividad y el destino específico del aumento de capital del BEI. Por esta razón, el dinero debería devolverse después de 12 años mediante un pago especial de dividendos (distribuido en varios años).

## **IX. La propuesta: programa adicional de crecimiento a través de la UE y el BEI**

En síntesis, con la ayuda del BEI es posible obtener dos efectos adicionales. Uno se basa en un aumento específico del capital de alrededor de € 12.000 millones de los países miembros dispuestos y en condiciones de comprometer estos fondos. Esto permitiría préstamos adicionales anuales de € 10.000 millones para 2012 y € 35.000 millones para 2013, que se reducirían a € 25.000 millones anuales para el período 2014-2015. La segunda fuente proviene del uso de los recursos presupuestarios de la UE como amortiguadores del riesgo con el objetivo de financiar proyectos de infraestructura (bonos atados a proyectos) así

como proyectos para promover la innovación. Destinar € 5.000 millones anuales del presupuesto a la mitigación del riesgo facilita el otorgamiento de € 10.000 millones adicionales en préstamos del BEI por año. Estamos presuponiendo una iniciativa a cuatro años bajo esta modalidad de financiamiento.

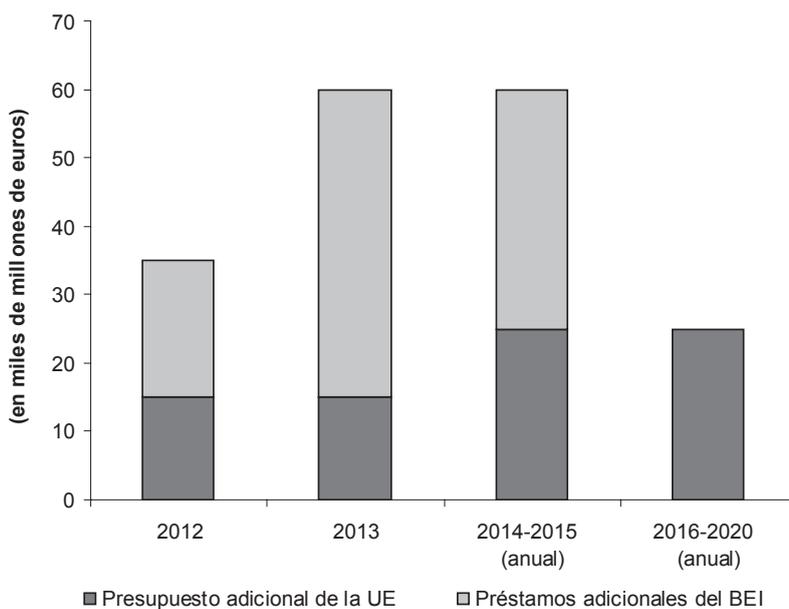
Sumando las diferentes fuentes de financiamiento, el impulso al crecimiento que proponemos (que se resume en la Tabla 1 y en el Gráfico 2) consta de:

- En 2012, € 15.000 millones para actividades financiadas por el presupuesto de la UE (reasignación de los fondos estructurales), además de € 20.000 millones de préstamos adicionales del BEI (€ 10.000 millones financiados con los recursos presupuestarios de la UE para los amortiguadores del riesgo, y € 10.000 millones financiados con el aumento de capital); esto redunda en un total de € 35.000 para el año 2012.
- En 2013, € 15.000 millones financiados por el presupuesto de la UE (una vez más mediante fondos estructurales reasignados) y € 45.000 millones de préstamos adicionales del BEI (€ 10.000 millones financiados por el presupuesto de la UE para mitigar el riesgo, y € 35.000 millones financiados con el aumento de capital). Esto implica un total de € 60.000 millones.
- En 2014 y 2015, € 25.000 millones para las actividades financiadas por el presupuesto de la UE y € 35.000 millones en préstamos anuales del BEI (una vez más € 10.000 millones provenientes de los recursos presupuestarios para mitigación del riesgo, y € 25.000 millones de préstamos adicionales respaldados por el aumento de capital), con lo que llegamos a un total de € 60.000 millones por año.
- De este modo, durante el período 2013-2015 tenemos un promedio de € 60.000 millones anuales en préstamos adicionales del BEI e inyecciones derivadas del presupuesto de la UE para financiar inversiones y capital de trabajo. Esto representa alrededor de 0,5% del PIB de la UE. Tal como analizaremos más abajo, esto podría tener un impacto importante en el crecimiento y el empleo de la Unión Europea.
- De 2016 a 2020, habría actividades adicionales por € 25.000 millones financiadas con el presupuesto de la UE.

**Tabla 1 / Programa de gastos adicionales para el crecimiento propuesto para el BEI y la UE (en miles de millones de euros)**

	2012	2013	2014-2015 (anual)	2016-2020 (anual)
Presupuesto adicional de la UE	15	15	25	25
Préstamos totales adicionales del BEI	20	45	35	
- amortiguadores del riesgo	10	10	10	
- aumento de capital	10	35	25	
<b>Total general</b>	<b>35</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>25</b>

**Gráfico 2 / Programa de gastos adicionales para el crecimiento propuesto para el BEI y la UE (en miles de millones de euros)**



Es factible e importante dar forma lo antes posible a un programa de inversión confiable de esta magnitud para poder generar un impulso creíble y sustentable al crecimiento que le permita avanzar a Europa.

Aunque ligeramente más pequeño, con una dimensión total de alrededor de 2% del PIB, pero con un importante impacto inicial, este plan podría –tal como ocurrió con el Plan Marshall– contribuir a una renovación significativa de la dinámica de crecimiento en Europa.

## X. Multiplicador de la inversión del programa para el crecimiento

La ventaja del programa para el crecimiento que hemos descrito también radica en que atrae a otros socios capaces de financiar, como el sector privado, por ejemplo. Así se genera un efecto multiplicador o de apalancamiento adicional.

El multiplicador más evidente está en las actividades de mitigación del riesgo del BEI relacionadas con los bonos atados a proyectos, en las que el propósito explícito es lograr financiamiento privado para los proyectos de infraestructura. El multiplicador para este producto es de cuatro. El promotor aporta alrededor del 25% como capital. El BEI, con el apoyo presupuestario del dinero de la UE, aporta el siguiente 25% más riesgoso como una especie de préstamo *junior* o intermedio y, además, el BEI se compromete con una estrategia destinada a originar y mantener. Adicionalmente, se invita a los inversores privados a aportar el 50% del financiamiento restante como préstamo *senior* (o bajo la forma de bonos atados a proyectos). Desde la óptica de los préstamos del BEI, el multiplicador resultante es de cuatro. Pero, desde la óptica del presupuesto de la UE, el multiplicador resultante es de ocho. Por otra parte, el multiplicador del amortiguador del riesgo para innovación puede calcularse de la siguiente manera. Dado que el BEI financia hasta el 50% con los préstamos habituales para innovación y, en casos excepcionales hasta un 75%, parecería apropiado un multiplicador de dos en promedio. Para el presupuesto de la UE, el multiplicador se ubica entre cuatro y seis para el amortiguador del riesgo en el caso de proyectos de innovación. Estos dos productos diferentes se describieron juntos con anterioridad.

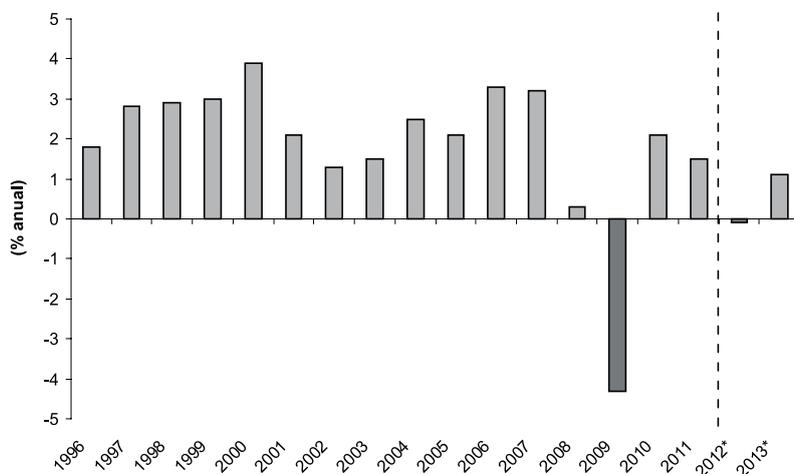
El segundo pilar del programa está formado por los préstamos adicionales del BEI basados de una inyección de capital selectiva y con un fin determinado. En promedio, los préstamos del BEI aportan una participación de financiamiento del 50% y otro socio (o grupo) financiero aporta el 50% restante. Este promedio refleja porcentajes de participación más bajos, sobre todo en los proyectos muy grandes, como las centrales de energía eólica *offshore*, y porcentajes de participación más altos cuando el componente anticrisis es más alto o cuando el impacto innovador requiere una participación del BEI superior al 50%. Entonces, el multiplicador se calcula como un promedio de dos. Si los préstamos adicionales del BEI basados en inyección de capital se desembolsan durante los primeros cuatro años, las cifras respectivas son € 95.000 millones de préstamos adicionales del BEI para los primeros cuatro años, lo que genera una inversión total de hasta € 190.000 millones.

Además de los multiplicadores logrados mediante el apalancamiento del BEI y el cofinanciamiento del sector privado, se podrían obtener mayores efectos multiplicadores si el BEI financiara con préstamos provenientes de los bancos nacionales de desarrollo. Un ejemplo muy exitoso es el banco alemán KfW.

## XI. Estimación del impacto: los préstamos del BEI y los gastos de la UE crearían 1,2 millones de puestos de trabajo en Europa

A pesar de que la crisis estalló hace casi cuatro años, Europa no ha logrado recuperar su dinamismo y se estima que la UE entrará en recesión en 2012 (Gráfico 3). Las perspectivas de crecimiento para la zona del Euro son todavía más sombrías. Por otra parte, se estima que el crecimiento de Europa en 2013 se ubicará en el rango de 1%, por debajo de la tasa de crecimiento histórica. Estas cifras podrían empeorar significativamente si la crisis se profundiza, lo que parece posible al momento de escribir este documento.

**Gráfico 3 / Crecimiento del PIB de la Unión Europea, 1996-2013**



\*: pronóstico.

Fuente: en base a Eurostat (datos históricos) y Consensus Economics (proyecciones).

Las sombrías perspectivas de crecimiento están indicando que Europa todavía sigue en crisis. De los 27 países de la UE, 24 están bajo el Procedimiento de Déficit Excesivo de la UE y se les recomienda ajustar su política fiscal. Esto llevó a los líderes de la región a focalizarse en recuperar sus presupuestos equilibrados en un intento por salir lo antes posible de la crisis.

Recientemente, los líderes europeos están empezando a entender que la recuperación económica no se genera sola, y es posible que se convierta en realidad un paquete de crecimiento coordinado para Europa. La pregunta clave en este sentido es cómo se debería financiar este paquete de crecimiento. Está empezando a surgir un consenso que considera que un papel más relevante del Banco Europeo de Inversiones (BEI) y de los Fondos Estructurales de la UE es una de las claves para aumentar la inversión en Europa. Esta visión cuenta con el respaldo de Olli Rehn, Comisionado para Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea: “Con el Banco Europeo de Inversiones, la Unión Europea tiene una poderosa institución para respaldar el crecimiento y el empleo. Pero está llegando al límite de lo que puede hacer con su actual base de capital. Para que el BEI pueda hacer más por el crecimiento y el empleo, se deberán resolver sus necesidades de capital”.<sup>1</sup>

La siguiente pregunta se refiere al tamaño de la inyección de capital que necesita el BEI. Si el capital integrado se duplica en € 11.600 millones y se inyectan al BEI alrededor de € 5.000 millones como capital de riesgo, además de los recursos adicionales provistos por el presupuesto de la UE (ver la Tabla 1 y el Gráfico 2, y la descripción detallada anterior), podrán estar disponibles recursos adicionales por € 60.000 millones o 0,5% del PIB de la UE durante los siguientes tres años, debido a los beneficios del apalancamiento, a partir de 2013. Algunos funcionarios clave de la Unión Europea también hablan de recursos adicionales por un monto de € 60.000 millones.

A continuación, informamos los resultados de los cálculos realizados utilizando el modelo macroeconómico internacional de HEIMDAL. Los resultados mostrarán los efectos sobre el PIB y el empleo generados por la expansión del BEI en inversiones y por los aportes adicionales de la UE descriptos anteriormente.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Discurso de Olli Rehn del 5 de mayo de 2012.

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/12/330&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

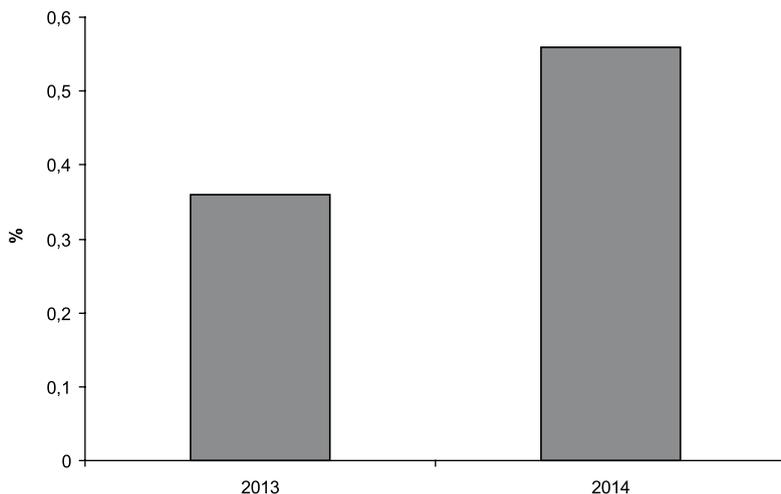
<sup>2</sup> En los cálculos del modelo se supone que se aumenta el tamaño de los préstamos del BEI y los aportes adicionales de la UE por un monto equivalente a 0,5% del PIB de la Unión Europea. Sin embargo, es incierta la porción de los € 60.000 millones que irá a las inversiones y el momento en que se hará. Los cálculos del modelo se focalizan en la parte de los préstamos adicionales del BEI y los aportes adicionales de la UE que irán a las inversiones, y los cálculos reflejan los efectos para los años 2013 y 2014. A continuación se supone, de manera muy conservadora, que la mitad de los préstamos adicionales del BEI y de las contribuciones adicionales de la UE irán a la inversión en el año 2013, y que dos tercios de ambos lo harán en el año 2014. Esto se corresponde con un aumento de las inversiones en la UE de 0,25% del PIB en 2013 y 0,33% del PIB en 2014. Además, se presume que los países más afectados por la crisis, ubicados en el sur de Europa (España, Italia, Portugal y Grecia), son los que más probabilidades tienen de utilizar los nuevos fondos del BEI y la UE, dado que se priorizarían los préstamos a estos países para inversiones económicamente viables y capital de trabajo de las PYMEs, además de las transferencias presupuestarias de la UE. Específicamente, se supone que las inversiones en estos países duplicarían a las inversiones a realizarse en los restantes países (medidas como porcentaje del PIB).

Los cálculos se basan en un mayor endeudamiento, tal como se explicó anteriormente, que corresponde a un aumento de las inversiones de la UE de 0,25% del PIB en 2013 y 0,33% del PIB en 2014. Si se incluyeran los efectos que se generarían en 2012 y 2015, el impacto acumulado sobre el crecimiento y el empleo sería aún más alto. Si además se incluyeran los aportes de mayores préstamos por parte del sector privado, el impacto también sería mayor. En los cálculos, partimos de la premisa de que serían, sobre todo, los países del sur de Europa los que se beneficiarían con el aumento de las inversiones.

El Gráfico 4 muestra las estimaciones de los efectos del pacto de inversiones sobre el nivel del PIB de Europa, es decir de los recursos adicionales. Es posible observar como el pacto de inversiones aumenta el PIB. En 2013, el crecimiento del PIB aumenta 0,36 puntos porcentuales, lo que significa que si se estima que el PIB crecerá ligeramente por encima del 1% sin el pacto de inversiones; si incluimos el pacto crecería alrededor del 1,5%.

Para 2014, el PIB de la UE acumularía un aumento de casi 0,6% debido al pacto de inversiones. El efecto adicional sobre el crecimiento del PIB en 2014 correspondería a un aumento de 0,2%.

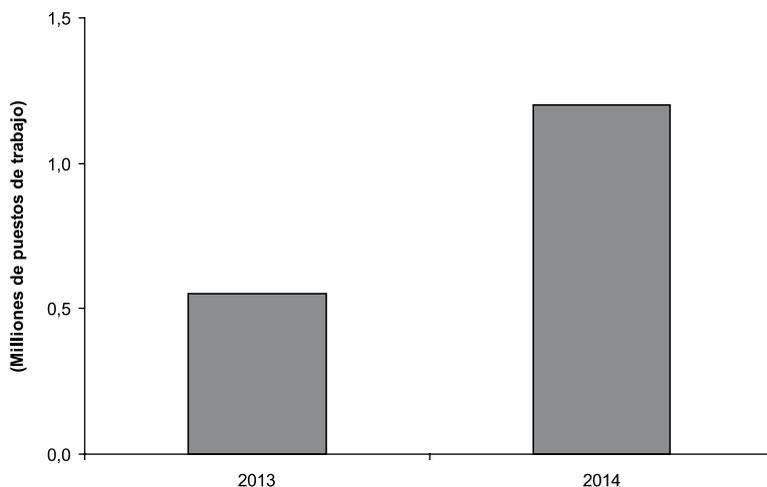
**Gráfico 4 / Efectos acumulados del pacto de inversiones sobre el PIB europeo**



Fuente: ECLM en base al modelo macroeconómico internacional HEIMDAL.

Los cálculos del modelo revelan que el pacto creará por lo menos 1,2 millones de puestos de trabajo hacia 2014 a nivel de la Unión Europea. El Gráfico 5 ilustra que ya en 2013 se crearían más de 500.000 puestos de trabajo, cifra que aumentaría a más de 1,2 millones para 2014.

**Gráfico 5 / Efecto acumulado del pacto de inversiones sobre el empleo europeo**



La Tabla 2 informa los efectos acumulados sobre el PIB y el empleo en una serie de países europeos para 2014. Las inversiones generarían un crecimiento del PIB del orden de 0,3-0,8%, dependiendo de los multiplicadores específicos de cada país y los porcentajes de inversión. Como es lógico, los mayores efectos se observan en los países del sur de Europa, como España, Portugal y Grecia, donde los porcentajes de inversión son más altos.

Sin embargo, un país abierto como Alemania también se beneficiaría con el pacto coordinado de inversiones dado que su economía está fuertemente orientada a las exportaciones, que se verían beneficiadas con un mayor comercio entre los países. Por consiguiente, los mayores efectos y beneficios del derrame generado por el pacto coordinado se verían en los países pequeños o que dependen mucho del comercio con otras naciones de Europa.

A nivel general, el PIB de la Unión Europea aumentaría 0,56% como resultado del pacto de inversiones.

**Tabla 2 / Efectos del Pacto de Inversiones sobre el PIB y el empleo**

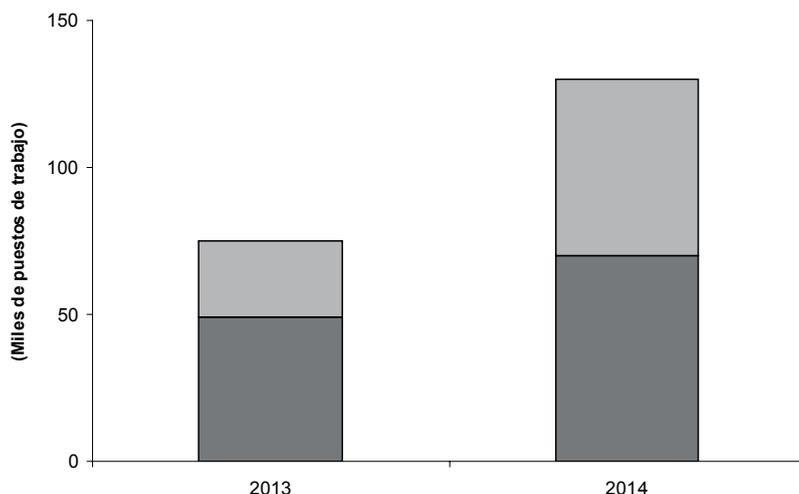
	<b>Efecto en el PIB (%)</b>	<b>Efecto en el empleo (miles de personas)</b>	<b>(%)</b>
Alemania	0,63	278	0,67
Polonia	0,50	72	0,44
Finlandia	0,53	11	0,46
Dinamarca	0,55	14	0,51
Suecia	0,43	17	0,35
Gran Bretaña	0,45	102	0,35
Francia	0,33	99	0,38
<b>Países del sur de Europa con mayores porcentajes de inversión</b>			
España	0,71	135	0,75
Portugal	0,81	40	0,86
Grecia	0,62	26	0,65
Italia	0,46	121	0,52
<b>UE-27</b>	<b>0,56</b>	<b>1.241</b>	<b>0,57</b>

Fuente: ECLM sobre la base del modelo macroeconómico internacional de HEIMDAL.

Los efectos de un paquete de inversiones sobre las economías europeas son particularmente grandes debido a que los países están muy integrados. El Gráfico 6 muestra un ejemplo que compara a España aumentando las inversiones por sí sola y luego en conjunto con los restantes países europeos.

El gráfico muestra por qué es importante la cooperación. Ilustra que la generación total de empleo de España con un pacto de inversiones se divide en el efecto que proviene de los puestos de trabajo creados a nivel doméstico y el efecto resultante de un mayor comercio con los demás países europeos. Del total de 135.000 nuevos puestos de trabajo, 64.000 se deben a un mayor comercio. Dicho de otro modo, los efectos positivos del comercio representan un 50% del total de puestos de trabajo generados.

**Gráfico 6 / Creación de puestos de trabajo en España, desagregada entre el efecto doméstico y el efecto comercio**



Fuente: ECLM en base al modelo macroeconómico internacional HEIMDAL.

## **XII. Efectos adicionales de la estabilización y la creación de empleo mediante el financiamiento del capital de trabajo**

Antes describimos las estimaciones de los efectos de la mayor inversión sobre el crecimiento y el empleo. La parte del programa relacionada con las PyMEs contribuiría también a estabilizar el empleo y a crear nuevos puestos. El principal efecto sobre la pequeña y mediana empresa proviene de la construcción y reconstrucción del acceso al financiamiento para quienes tienen que prefinanciar los insumos. Si no está disponible el acceso al financiamiento, las empresas tienen que reducir su personal o reducir su crecimiento potencial. En varios países de la UE —entre ellos, Portugal, Italia, Grecia, Irlanda y España— el acceso al financiamiento está bloqueado, al menos en parte.

Con este típico componente anticrisis, se podría mantener (o crear) un puesto de trabajo durante un año con un préstamo de € 40.000, de los cuales la mitad sería provista por un banco comercial, que complementaría los préstamos del BEI. Si el componente del financiamiento del BEI que no se destina a inversiones fuera a créditos para las PyMEs (como se hiciera en el pasado), esto mantendría o crearía un gran número adicional de puestos de trabajo en la UE con mayor énfasis en los países más golpeados por la crisis.

### XIII. Conclusiones

Europa no sólo enfrenta el desafío de frenar la crisis de la deuda sino, y principalmente, el de generar crecimiento y empleo. En realidad, al dar respaldo al crecimiento, estas medidas ayudan a morigerar la crisis de deuda soberana. Tenemos la esperanza de que el pacto fiscal cree confianza pero es sumamente importante que la coordinación de políticas avance un paso más y estimule el crecimiento y el empleo. Un pacto de inversiones como el descrito puede ayudar a catalizar la recuperación económica de Europa.

En los gráficos antes mencionados se muestran solamente los efectos directos de las mayores inversiones. Es muy probable que el pacto de inversiones aumente la confianza de los consumidores y los inversores del sector privado. También es probable que ayude a reducir los *spreads* de la deuda soberana del sur de Europa, en especial si cuenta con un esfuerzo más activo del Banco Central Europeo.

Por otro lado, las mayores inversiones pueden tener también efectos importantes del lado de la oferta sobre la competitividad de la Unión Europea y su capacidad para crecer a largo plazo. Si mejora la confianza y bajan las tasas de interés como resultado del pacto de inversiones, entonces los efectos positivos sobre el crecimiento y el empleo serán aún mayores.