

# LA EFICACIA DE LAS POLÍTICAS FISCALES DE LA ZONA DEL EURO

## ARTÍCULOS

La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro

*En el período posterior a la crisis económica y financiera de 2008 y 2009, se acometieron importantes planes de estímulo fiscal en la zona del euro. Aunque en las últimas décadas se han preferido los estabilizadores fiscales automáticos al activismo fiscal, la crisis financiera creó unas condiciones adversas en las que probablemente los programas de estímulo de carácter temporal, adoptados oportunamente y con un objetivo específico, serían más eficaces para sostener el producto que en circunstancias normales. Al mismo tiempo, su eficacia para asegurar una recuperación autosostenida dependía de forma decisiva de que se establecieran estrategias de salida y de consolidación presupuestaria creíbles que respaldaran la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.*

*En este artículo se resume la evidencia teórica y empírica acerca de la eficacia de las políticas fiscales, centrándose en la zona del euro. En consonancia con la evidencia relativa a los multiplicadores fiscales, el análisis sugiere que los programas de estímulo fiscal de carácter temporal adoptados en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica han sostenido, en cierta medida, el crecimiento del producto y el empleo en la zona del euro. Sin embargo, también han contribuido a provocar un deterioro más pronunciado y persistente de los saldos presupuestarios. Algunos países de la zona del euro han tardado en decidir y en aplicar estrategias de salida y de consolidación fiscal, lo que ha acrecentado los riesgos para la estabilidad financiera. Un análisis ilustrativo de los planes multianuales de ajuste fiscal indica que las ganancias económicas a largo plazo derivadas de restablecer una situación presupuestaria saneada en la zona del euro compensan sobradamente los costes a corto plazo.*

## I INTRODUCCIÓN

A raíz de la crisis económica y financiera internacional de 2008 y 2009, los Gobiernos de todo el mundo implementaron políticas fiscales expansivas destinadas a estimular la demanda. En el caso de los países de la zona del euro, los planes de estímulo fiscal representan aproximadamente el 2% del PIB durante el período de dos años de 2009 a 2010 (sin tener en cuenta las medidas fuera de balance y el apoyo económico de los estabilizadores fiscales automáticos). El marco común de estas políticas fiscales contracíclicas nacionales lo proporcionó el Plan Europeo de Recuperación Económica, que la Comisión Europea anunció el 26 de noviembre de 2008 y el Consejo Europeo aprobó el 11 y el 12 de diciembre de 2008<sup>1</sup>.

Sin embargo, de acuerdo con la experiencia pasada, la eficacia de las expansiones fiscales contracíclicas (discrecionales) suele verse mitigada por los retrasos en la aplicación de las medidas presupuestarias, la dificultad de destinarlas específicamente a los hogares y a las empresas más afectados y, más en general, la incertidumbre en torno a la respuesta de la economía a los programas de gasto de carácter temporal o a recortes de impuestos. Otro

problema guarda relación con la complejidad de revertir las expansiones fiscales que inicialmente tuvieron un carácter temporal, pues esto podría ocasionar una pérdida de confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Como consecuencia, la política fiscal contracíclica destinada a estabilizar la macroeconomía ha estado muy desacreditada desde la década de los años setenta.

El objetivo de este artículo es analizar la eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro, centrándose concretamente en la crisis de 2008 y 2009. El artículo se basa en la investigación empírica existente y en el análisis basado en modelos. Además de evaluar la eficacia de los programas de estímulo fiscal, el artículo presenta también las ventajas a largo plazo y los costes a corto plazo de los planes de consolidación fiscal. Las ratios de déficit público superaban ya en 2009 el valor de referencia del 3% del PIB en la gran mayoría de países de la zona del euro. Las ratios de deuda pública en rela-

1 Véase Comisión Europea, «A European Economic Recovery Plan», COM(2008)800, 26 de noviembre de 2008. En A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper Series, n.º 109, BCE, abril de 2010, se efectúa un breve análisis del Plan Europeo de Recuperación Económica.

ción con el PIB también estaban aumentando considerablemente, acercándose al 100% o superando este valor, lo que ha cuestionado la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Así pues, la realización de esfuerzos de saneamiento presupuestario ambiciosos debe ser parte integrante de la estrategia de salida, con el fin de que las finanzas públicas se ajusten a las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

Este artículo considera la política fiscal de la zona del euro en su conjunto, pero conviene destacar que la cuestión principal en esta materia ha sido que algunos países han olvidado totalmente el hecho de que no tenían ningún margen de maniobra presupuestario<sup>2</sup>. Los países que retrasan la consolidación o que no reconocen la gravedad de su situación presupuestaria contribuyen a los problemas fiscales de la zona del euro en su conjunto, lo que puede plantear dudas sobre la estabilidad financiera. Desde este punto de vista, en un área monetaria única, las políticas fiscales necesitan tener en cuenta plenamente los puntos débiles de cada país, dentro de los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

El artículo se organiza de la manera siguiente. En la sección 2 se presenta una panorámica de los fundamentos teóricos de la eficacia de la política fiscal, que se centra específicamente en las condiciones de la reciente crisis. En este contexto, se analiza el papel de la estabilización automática y de la política fiscal discrecional, el concepto de equivalencia ricardiana, la cuestión de las restricciones a la liquidez y al crédito, y la importancia crucial de mantener la confianza en la sostenibilidad fiscal a largo plazo. En la sección 3 se analiza la evidencia empírica relativa a los efectos de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico y la evidencia sobre los multiplicadores fiscales. En la sección 4 se evalúan los efectos macroeconómicos de los programas de estímulo fiscal en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica y se examina también, de manera más general, el tamaño de los multiplicadores fiscales en los modelos estructurales utilizados por distintas instituciones. En el contexto de los desequilibrios presupuestarios posteriores a la crisis existentes en

la zona del euro, en la sección 5 se aborda el estudio de los costes y los beneficios de los programas multianuales de consolidación fiscal. Finalmente, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## 2 EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: CONSIDERACIONES TEÓRICAS

En esta sección, se examinan los fundamentos teóricos de la política fiscal contracíclica y la estabilización fiscal automática. En este contexto, se efectúa una comparación entre la eficacia de las políticas fiscales en situaciones cíclicas normales y su eficacia en las circunstancias específicas de una crisis financiera seguida de una recesión. En el análisis se destaca también la importancia crucial de mantener la confianza en la sostenibilidad fiscal a largo plazo al diseñar los programas de estímulo<sup>3</sup>.

### POLÍTICA FISCAL CONTRACÍCLICA

La idea de que el gasto público (manteniendo constantes los tipos impositivos) es el instrumento adecuado para hacer frente a las recesiones económicas se basa en la noción de que, si la demanda privada es demasiado baja, el gasto público ayuda a mantener el gasto privado. Esta idea keynesiana ha sido puesta en tela de juicio por la visión neoclásica, esto es, que el gasto público y los impuestos no pueden hacer nada para influir en los niveles agregados de gasto y de empleo en la economía. Por consiguiente, tales políticas únicamente redirigirán los recursos del sector privado al sector público, provocando una compensación total. En la crisis de 2008 y 2009, la idea keynesiana parece haber vuelto a cobrar fuerza.

Por lo tanto, deben considerarse los distintos niveles en los que puede producirse el efecto compensa-

2 Para una evaluación de las distintas situaciones presupuestarias de los países de la zona del euro al inicio de la crisis económica y financiera, véase, por ejemplo, A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper Series, n.º 109, BCE, abril de 2010.

3 Véase también W. Köhler-Töglhofer y L. Reiss, «The effectiveness of fiscal stimulus packages in times of crisis», Oesterreichische Nationalbank, *Monetary Policy and the Economy*, primer trimestre de 2009, pp. 78-99.

torio. En primer lugar, el Gobierno llevará a cabo actividades productivas que, de otra manera, habrían sido realizadas por el sector privado, de modo que el gasto público simplemente suplantaría a la inversión privada. En segundo lugar, el gasto público puede generar una presión al alza sobre los tipos de interés reales, especialmente en los países muy endeudados, lo que reduce el gasto privado que es sensible a los tipos de interés (por ejemplo, el gasto en bienes de consumo duradero, la inversión fija empresarial y la construcción residencial). En tercer lugar, existen importantes efectos riqueza negativos relacionados con el gasto público financiado mediante la emisión de deuda. Este tipo de efecto compensatorio suele asociarse a la hipótesis de la equivalencia ricardiana, que afirma que los hogares ahorran los ingresos derivados de un estímulo fiscal financiado mediante deuda en anticipación de futuras subidas de impuestos necesarias para financiar la deuda pública adicional. Bajo supuestos bastante restrictivos (véase recuadro 1), tal comportamiento ricardiano implica que la riqueza neta de los consumidores no varía con un aumento del gasto público financiado mediante deuda.

En una grave recesión asociada a una crisis financiera mundial, como la experimentada recientemente, el efecto compensatorio podría ser más débil por distintos motivos. En primer lugar, el porcentaje de agentes con restricciones de liquidez o de crédito puede aumentar durante una recesión, en particular si los bancos se enfrentan a problemas relacionados con sus balances y reducen la oferta de crédito. Esto hace que el comportamiento ricardiano sea menos importante. En segundo lugar, cuando la economía está sufriendo una recesión grave, y la inflación ya está muy baja, cabe la posibilidad de que el banco central no quiera contrarrestar los efectos inflacionistas de los estímulos fiscales de carácter temporal. De ahí que, en igualdad de condiciones, probablemente se produzca una menor presión al alza sobre el tipo de interés real y un efecto compensatorio más reducido. En tercer lugar, cuando existe una importante brecha de producción negativa, la probabilidad de desplazar el gasto privado es tal vez menor. Finalmente, enfrentados a una recesión de carácter global, una respuesta fiscal contracíclica común (coordinada) puede internalizar las filtraciones transfronterizas y aumentar su eficacia para todos los países participantes.

#### Recuadro 1

##### EQUIVALENCIA RICARDIANA

En la teoría económica, la equivalencia ricardiana se produce cuando los consumidores que tienen en cuenta los efectos futuros ahorran los ingresos que se derivan de un estímulo fiscal que se financia mediante la emisión de deuda, anticipando la subida de impuestos futura necesaria para financiar dicha deuda pública. Por lo tanto, la riqueza neta de los consumidores no varía en caso de que aumente el gasto público financiado mediante deuda, y los déficits presupuestarios no tendrían efectos económicos reales a corto plazo. Esta teoría contrasta con la hipótesis keynesiana tradicional de que unos mayores déficits presupuestarios estimularían la demanda a corto plazo<sup>1</sup>.

La posibilidad teórica de la equivalencia ricardiana se basa en una serie de supuestos estrictos, entre los que se incluyen que los hogares viven hasta el infinito (o altruismo intergeneracional de los hogares que tienen una vida finita), la flexibilidad de precios, los impuestos globales, los mercados de capitales eficientes y la ausencia de restricciones crediticias.

1 Véanse D. Ricardo, «On the principles of political economy and taxation», en P. Sraffa (ed.), *The works and correspondence of David Ricardo*, vol. I, Cambridge University Press, 1951; y R. Barro, «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, 82(6), 1976, pp. 1095-117.

Por un lado, en el caso de una recesión grave, es posible que la equivalencia ricardiana se produzca en menor medida que en épocas normales. En particular, el porcentaje de hogares con restricciones de liquidez o de crédito puede aumentar, haciendo que cualquier efecto del comportamiento ricardiano sea menos importante. Por otro lado, también se ha argumentado que, si se percibe que los planes de estímulo fiscal son de carácter permanente en lugar de temporal y que generan expectativas de una deuda pública mucho más elevada, la importancia del comportamiento ricardiano podría aumentar realmente. Además, las posibles reacciones negativas de los mercados financieros ante incrementos sustanciales de la deuda pública podrían reducir los efectos económicos favorables que se esperan de un estímulo fiscal. Efectivamente, un aumento del riesgo de impago de la deuda pública y la posible subida de los tipos interés frenarían o incluso compensarían el estímulo fiscal<sup>2</sup>.

2 Véase, por ejemplo, J. Seater, «Ricardian equivalence», *Journal of Economic Literature*, 31, 1993, pp. 142-190.

Por lo que se refiere a la implantación de la política fiscal, los aspectos teóricos anteriores sugieren que, para que un estímulo fiscal sea efectivo, tiene que adoptarse oportunamente, tener un objetivo específico y ser de carácter temporal<sup>4</sup>. Pero la oportunidad puede verse obstaculizada por retrasos en la toma de decisiones y en su aplicación. De hecho, cuando el impulso fiscal llega a la economía, es frecuente que las medidas adoptadas ya no sean necesarias y que realmente se conviertan en medidas procíclicas. La eficacia de las políticas fiscales también puede verse atenuada por las llamadas al activismo fiscal de distintos colectivos sociales, lo que puede agudizar las dificultades para acordar medidas discrecionales específicas. Así pues, también puede resultar difícil la tarea de lograr que las políticas fiscales tengan como objetivo sectores específicos. Además, al final, a los Gobiernos les podría resultar complicado revertir los aumentos del gasto o los recortes de impuestos que inicialmente pretendían ser transitorios, lo que empeoraría la situación de las finanzas públicas y podría conllevar una subida de los tipos de interés nacionales al elevarse las primas de riesgo. Las expansiones fiscales con un carácter realmente temporal (o de corta duración) reducen el efecto riqueza negativo del gasto público y, por ello, es probable que el efecto compensatorio sea menor. La evidencia de algunos trabajos de investigación muestra asimismo que la expansión fiscal puede ser más eficaz cuando los hogares esperan que esta situación se invierta mediante recortes futuros del gasto público<sup>5</sup>.

Además, cabe la posibilidad de que las medidas de estímulo fiscal destinadas a determinados sectores de la economía (por ejemplo, las ayudas a la sustitución de automóviles adoptadas en algunos países de la zona del euro) y a los mercados de trabajo (por ejemplo, subvencionando la reducción de las horas de trabajo) tengan efectos distorsionadores sobre la competencia y sobre los ajustes estructurales. Este es otro motivo por el que tales estímulos deberían tener un carácter transitorio<sup>6</sup>.

Por consiguiente, aunque existen numerosas razones teóricas para argumentar que un estímulo fiscal de carácter temporal, adoptado oportunamente y con un objetivo específico, puede ser eficaz, hay muchas cuestiones prácticas que ponen en peligro su eficacia. Al mismo tiempo, estas restricciones de carácter práctico podrían ser menos importantes en una crisis financiera, cuando las expectativas de que la recesión sea prolongada hacen que el riesgo de que se produzca una respuesta cíclica sea menor, y debería ser más fácil destinar las medidas

4 Véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «Políticas fiscales discrecionales, estabilización automática e incertidumbre económica», en el Boletín Mensual de junio de 2008; y A. van Riet (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», Occasional Paper Series, n.º 109, BCE, abril de 2010, para más información y posibles extensiones de las tres condiciones de la eficacia de los estímulos fiscales.

5 Véase G. Corsetti, A. Meier y G. Müller, «Fiscal stimulus with spending reversals», CEPR Discussion Paper n.º 7302, 2009.

6 Véanse el recuadro titulado «Los efectos de los planes de sustitución de automóviles en los países de la zona del euro», en el Boletín Mensual de octubre de 2009; y el artículo titulado «Ajustes de los mercados de trabajo a la recesión en la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

a los agentes que tienen que hacer frente a restricciones de liquidez o de crédito. Además, el carácter transitorio de un estímulo fiscal puede indicarse con una estrategia de salida creíble condicionada al mantenimiento de la recuperación.

### ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS

Las ventajas de la estabilización automática son bien conocidas. En primer lugar, está menos sujeta a retrasos en la toma de decisiones que las medidas discrecionales. Además, no está supeditada a procesos de toma de decisiones de carácter político y su efecto económico se ajusta automáticamente al ciclo. Naturalmente, cuanto mejor sea la situación de las finanzas públicas, mayor margen habrá para el libre y pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Tal razonamiento constituye la base del marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, según el cual los países deben lograr su propio objetivo presupuestario a medio plazo «próximo al equilibrio o con superávit». Por consiguiente, los estabilizadores automáticos deberían constituir la primera línea de defensa de una recesión económica, siempre que no pongan en peligro la estabilidad financiera.

### CONSOLIDACIÓN FISCAL

En relación con las consideraciones anteriores, los favorables efectos de expectativas podrían también, en teoría, contrarrestar sobradamente el efecto contractivo de la consolidación presupuestaria sobre el crecimiento (los denominados efectos fiscales no keynesianos). La hipótesis de la contracción fiscal expansiva plantea que los consumidores anticipan los beneficios que supone el saneamiento presupuestario para su renta permanente y, por lo tanto, se incrementa de inmediato el consumo privado.

En otras palabras, la supuesta reacción keynesiana negativa del consumo privado al ajuste fiscal puede revertirse. Por ejemplo, un reducción significativa y sostenida del gasto público podría ocasionar que los consumidores supusieran que en el futuro próximo también se produciría un recorte de impuestos de carácter permanente, lo que generaría un efecto riqueza positivo y un aumento del

consumo privado<sup>7</sup>. Adicionalmente, y además del efecto riqueza positivo, los efectos expansivos derivados de la consolidación fiscal también pueden estar relacionados con otros factores, tales como reformas estructurales o reformas por el lado de la oferta, ajustes en la política monetaria o depreciaciones del tipo de cambio, que acompañan al saneamiento presupuestario.

Por otra parte, el anuncio y la implementación creíbles de una estrategia de consolidación fiscal podrían reducir la prima de riesgo asociada a la emisión de deuda pública, que, a su vez, reduce los tipos de interés reales y hace más probable el mantenimiento del gasto privado. Esto sucedería, en particular, en países con déficits presupuestarios muy abultados y con un endeudamiento público elevado; los cuales, en el contexto de una crisis, son más vulnerables a variaciones súbitas en el clima de los mercados. No obstante, si la rebaja del gasto público es pequeña y transitoria, o carece de credibilidad, el gasto privado puede que no responda positivamente al recorte fiscal<sup>8</sup>. Además, la literatura económica sobre el tema hace referencia, asimismo, a los beneficios a largo plazo del saneamiento presupuestario sobre el producto que se derivan de tipos de interés a largo plazo más reducidos como consecuencia de las menores necesidades de financiación de las Administraciones Públicas.

### POLÍTICAS FISCALES Y CRECIMIENTO ECONÓMICO A LARGO PLAZO

El modelo de crecimiento neoclásico tradicional no prevé que las políticas fiscales afecten a la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía. Sin embargo, varias extensiones de la teoría neoclásica del crecimiento han considerado que el gasto público y los impuestos desempeñan un papel crucial en

7 Véase O. Blanchard, «Comment on Giavazzi and Pagano», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 5, MIT Press, 1990, pp. 111-116.

8 Véase F. Giavazzi y M. Pagano, «Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries», en O. Blanchard y S. Fischer (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 1990*, MIT Press, 1990, pp. 75-111. Para más información sobre la evidencia empírica, véase, por ejemplo, A. Afonso, «Expansionary fiscal consolidations in Europe: new evidence», *Applied Economics Letters*, 17(2), 2010, pp. 105-109.

la determinación del crecimiento económico a largo plazo<sup>9</sup>. Además, el gasto público en infraestructura y en investigación y desarrollo también constituye un importante factor de crecimiento<sup>10</sup>. La composición del gasto público se ha identificado, asimismo, como un factor de importancia, sobre todo la inversión pública en educación, que incrementa el nivel de capital humano y es una de las fuentes principales de crecimiento económico a largo plazo. Por lo tanto, el gasto productivo tiene un efecto positivo en el crecimiento potencial de una economía, al aumentar la productividad marginal del capital o la productividad total de los factores o del trabajo. En este sentido, el gasto público «esencial» puede ser tan significativo para el crecimiento del producto a largo plazo como el capital privado y el trabajo, puesto que puede aumentar el *stock* de capital físico y humano y el progreso técnico de la economía directa o indirectamente mediante la creación de sinergias para la actividad privada<sup>11</sup>.

Además, unas políticas fiscales eficientes y sostenibles constituyen un requisito imprescindible para el crecimiento a largo plazo. Estas políticas implican un gasto público moderado y predecible potenciador del crecimiento, que estimula la inversión privada y la innovación, al tiempo que minimiza las posibles repercusiones adversas derivadas de los impuestos necesarios mediante la reducción de los desincentivos a ahorrar, invertir, trabajar e innovar. Por consiguiente, la magnitud, la composición y la volatilidad de las partidas presupuestarias pueden afectar al crecimiento económico. En particular, unos niveles más elevados de gasto público en relación con el PIB podrían poner en peligro la sostenibilidad fiscal o aumentar la presión fiscal, lo que es perjudicial para el crecimiento potencial.

### 3 EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL: EVIDENCIA EMPÍRICA

En esta sección se analiza la evidencia empírica procedente de dos líneas de investigación de la literatura económica. La primera está relacionada con los efectos de la política fiscal sobre el crecimiento

a largo plazo. La segunda se refiere a la literatura que estudia el tamaño de los multiplicadores fiscales, es decir, el impacto de las medidas discrecionales de política fiscal sobre el producto, considerando distintos instrumentos fiscales.

#### EFFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL SOBRE EL CRECIMIENTO A LARGO PLAZO

Los resultados empíricos relativos a los efectos de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico, que abarcan a los países de la OCDE, se basan predominantemente en el análisis de datos de panel y de vectores autorregresivos (VAR). Los resultados de esos estudios pueden resumirse de la forma siguiente: los efectos negativos se derivan de unos impuestos distorsionadores y de unos niveles de consumo y de salarios públicos desproporcionados, mientras que los efectos positivos están relacionados con la inversión pública y, sobre todo, con el gasto en educación<sup>12</sup>. Por ejemplo, la evidencia empírica disponible sobre el rendimiento macroeconómico de la inversión pública sugiere que esta variable es expansiva y que tiene efectos de atracción en la mayoría de los países de la OCDE<sup>13</sup>. Al mismo tiempo, los estudios empíricos encuentran una relación negativa entre el tamaño del gobierno y el crecimiento<sup>14</sup>. Por ejemplo, tanto el tamaño del gobierno como la volatilidad fiscal tienden a obstaculizar el crecimiento de los países de la OCDE.<sup>15</sup>

9 Véanse D. Aschauer, «Is public expenditure productive?» *Journal of Monetary Economics*, 23, 1989, pp. 177-200; y R. Barro y X. Sala i Martín, «Technological diffusion, convergence and growth», *Journal of Economic Growth*, 2, 1995, pp. 1-27.

10 R. Lucas, «On the mechanism of economic development», *Journal of Monetary Economics*, 22, 1998, pp. 3-42; R. Barro, «Economic growth in a cross section of countries», *Quarterly Journal of Economics*, 106(2), 1991, pp. 407-430; y P. Romer, «Endogenous technological change», *Journal of Political Economy*, 98(5), 1990, pp. 71-102.

11 Véase «Políticas estructurales en tiempos de crisis», en el Boletín Mensual de diciembre de 2008.

12 Véase un resumen en A. Afonso y J. González Alegre, «Economic growth and budgetary components: a panel assessment for the EU», Working Paper Series, n.º 848, BCE, 2008.

13 Véase A. Afonso y M. St. Aubyn, «Macroeconomic rates of return of public and private investment: crowding-in and crowding-out effects», *Manchester School*, 77(S1), 2009, pp. 21-39.

14 Véase Comisión Europea, «Public finances in EMU 2008», *European Economy*, 4/2008.

15 Véase A. Afonso y D. Furceri, «Government size, composition, volatility and economic growth», Working Paper Series, n.º 849, BCE, 2008.



## MULTIPLICADORES FISCALES: EVIDENCIA EMPÍRICA

Existe una extensa literatura económica sobre el estudio del tamaño de los multiplicadores fiscales, es decir, el impacto de una modificación de las variables fiscales sobre el nivel del producto. Por ejemplo, la evidencia disponible derivada de los modelos de vectores autorregresivos bayesianos de carácter estructural para Estados Unidos, Reino Unido, Alemania e Italia considera que los *shocks* de gasto público tienen, en general, un efecto reducido, pero positivo, sobre el PIB. Además, los multiplicadores fiscales del gasto son positivos, pero relativamente pequeños, en la zona del euro, y el análisis VAR de parámetros variables en el tiempo constata que los multiplicadores fiscales del gasto se incrementaron, hasta situarse cerca de 1 en 1985, y más tarde cayeron hasta 0,5, aproximadamente, en 2008<sup>16</sup>.

No obstante, la incertidumbre existente en los estudios empíricos sobre la respuesta del sector privado a medidas fiscales de carácter temporal es generalizada. Los multiplicadores fiscales del gasto y de los impuestos (recortes) que se basan en modelos VAR oscilan entre cifras negativas y cifras positivas muy por encima de 1<sup>17</sup>.

Una de las principales dificultades de la literatura empírica está relacionada con la identificación de las perturbaciones fiscales, es decir, el componente autónomo de las medidas fiscales. En épocas de crisis económica es habitual introducir importantes programas de estímulo fiscal. Por lo tanto, los aumentos de gasto observados en los datos económicos suelen reflejar cambios en la situación económica, más que variaciones autónomas en la política fiscal acometida por los Gobiernos. Otro problema se refiere a que las medidas fiscales van precedidas normalmente de procesos presupuestarios o incluso legislativos. Como consecuencia, el sector privado suele anticiparlas. En este caso, la dificultad de evaluar la eficacia de las medidas de estímulo fiscal mediante modelos VAR se agudiza<sup>18</sup>. Además, como también se comenta en la sección 2, la especificidad del entorno político en el cual se aplica habitualmente la política fiscal contracíclica también dificulta la generalización de los resul-

tados obtenidos a partir del número limitado de episodios en que se han producido expansiones fiscales de carácter discrecional<sup>19</sup>.

La evidencia adicional de que se dispone también indica que una ratio más elevada de deuda pública en relación con el PIB reduce la eficacia de la política fiscal. Así pues, un estímulo fiscal en una situación de endeudamiento público más bajo puede tener un efecto mayor sobre la recuperación económica que en una situación de endeudamiento público más alto<sup>20</sup>.

Diversos estudios sugieren que la eficacia de un estímulo fiscal basado en el gasto público puede variar mucho, dependiendo de los regímenes de política monetaria y fiscal, es decir, de la intensidad con la que las políticas monetaria y fiscal reaccionan ante variaciones en la situación económica, que incluyen el nivel de endeudamiento público y un conjunto de otros factores, tales como el tamaño del país, el grado de apertura y otros factores institucionales. En este sentido, los modelos estructurales suponen una ventaja clara con respecto a los enfoques empíricos basados en la metodología VAR en lo que se refiere a la evaluación del papel de diferentes entornos de carácter político e institucional sobre la eficacia de las medidas de estímulo fiscal. Estos modelos también permiten que se consideren distintos instrumentos de política fiscal.

- 16 Véanse O. Blanchard y R. Perotti, «An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output», *Quarterly Journal of Economics*, 117, 2002 pp. 1329-68; A. Afonso y R. Sousa, «The macroeconomic effects of fiscal policy», Working Paper Series, n.º 991, BCE, 2009; y M. Kirchner, J. Cimadomo y S. Hauptmeier, «Transmission of government spending shocks in the euro area: time variation and driving forces», *Tinbergen Institute Discussion Papers*, TI 2010-021/2, 2010.
- 17 Véase P. van Brusselen, «Fiscal stabilisation plans and the outlook for the world economy», ENEPRI Working Papers, n.º 55, 2009.
- 18 Los estudios de casos, o la evidencia narrativa sobre noticias fiscales, se traducen en mayores multiplicadores fiscales que los obtenidos en los VAR fiscales convencionales. Véanse C. Favero y F. Giavazzi, «Reconciling VAR-based and narrative measures of the tax-multiplier», IGER Working Papers, n.º 360, 2010; y V. Ramey y M. Shapiro, «Costly capital reallocation and the effects of government spending», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 48, 1998, pp. 145-94.
- 19 Véase, por ejemplo, T. Davig y M. Leeper, «Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus», The Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 09-12, 2009.
- 20 Véase del capítulo 3 del FMI, «Perspectivas de la economía mundial: crisis y recuperación», abril de 2009.

#### 4 EFICACIA DE LA POLÍTICA FISCAL EN LOS MODELOS ESTRUCTURALES

Los Gobiernos de la zona del euro han respondido a la crisis económica con una gama de medidas de estímulo fiscal dentro del marco del Plan Europeo de Recuperación Económica. En el cuadro 1 se presenta una desagregación de las diferentes medidas fiscales aplicadas a escala de la zona del euro, estimadas por la Comisión Europea. En total, las medidas de estímulo fiscal representan un 1,1% y un 0,8% del PIB en los años 2009 y 2010, respectivamente. Estas medidas se han aplicado además de los estímulos proporcionados a través del funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos y no incluyen otras medidas de carácter extrapresupuestario, tales como inyecciones de capital, préstamos y avales a empresas no financieras e inversión de empresas públicas.

En el cuadro 1 se pone de manifiesto que, dentro del Plan Europeo de Recuperación Económica, el apoyo al poder adquisitivo de los hogares representa en torno al 40% del estímulo total introducido en los países de la zona del euro en los años 2009 y 2010. Estas medidas fiscales han adoptado la forma de reducciones de los impuestos directos, de las cotizaciones sociales y del IVA, así como de ayudas directas, como el apoyo a la renta de los hogares y a los mercados de vivienda o de inmuebles. También se han adoptado considerables medidas de estímulo para respaldar directamente a la inversión y a las empresas. Estas categorías constituyen aproximadamente el 30% y el 20% del estímulo total,

respectivamente. El apoyo a la inversión se ha materializado, principalmente, a través de inversión pública (en infraestructuras), mientras que las medidas destinadas a apoyar directamente la actividad empresarial han tratado sobre todo de reducir los costes empresariales (rebaja de impuestos y cotizaciones sociales, ayuda directa en forma de pago anticipado de las devoluciones del IVA, subvenciones e intensificación de la promoción de las exportaciones). Las medidas relativas al mercado de trabajo (subsidios salariales y políticas laborales activas) representan casi el 10% del estímulo total y, por lo tanto, suponen la fracción más pequeña de las medidas de estímulo totales<sup>21</sup>.

El nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM) del BCE<sup>22</sup> se ha utilizado para ilustrar, mediante simulaciones, los posibles efectos económicos del Plan Europeo de Recupe-

21 Véase «Public finances in EMU», *European Economy*, 5/2009, Comisión Europea, 2009.

22 El análisis se basa en la versión del NAWM descrita en R. Straub y I. Tchakarov, «Assessing the impact of a change in the composition of public spending - a DSGE approach», Working Paper Series, n.º 795, BCE, 2007. En el modelo, la autoridad presupuestaria ajusta los impuestos globales en respuesta a desviaciones de la ratio de deuda pública en relación con el PIB con respecto a la ratio del 60% que establece el Tratado de Maastricht. La autoridad monetaria sigue una regla de Taylor estándar en términos de inflación de los precios de consumo y desviación de su objetivo de estabilidad de precios (excluidos los efectos de primera vuelta de las variaciones en los impuestos sobre el consumo) y de la brecha de producción. En el NAWM, los hogares difieren en cuanto a su capacidad para acceder a los mercados financieros. Se supone que una proporción fija del 75% de los hogares son ricardianos (no tienen restricciones de liquidez) y que el restante 25% de los hogares son no ricardianos (tienen restricciones de liquidez), teniendo los hogares no ricardianos una propensión más elevada a consumir.

**Cuadro 1 Composición de los planes de estímulo fiscal en la zona del euro en 2009 y 2010**

(en porcentaje del PIB)

|                                                               | 2009 | 2010 | Instrumentos fiscales correspondientes en el NAWM                                                            |
|---------------------------------------------------------------|------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Medidas destinadas a los hogares                              | 0,4  | 0,3  | Transferencias e impuestos sobre las rentas del trabajo de todos los hogares; impuestos sobre el consumo     |
| Aumento del gasto en medidas destinadas al mercado de trabajo | 0,1  | 0,1  | Consumo público                                                                                              |
| Medidas destinadas a las empresas                             | 0,2  | 0,2  | Impuestos sobre nóminas; impuestos sobre las rentas del capital; deducciones fiscales a la inversión privada |
| Aumento de la inversión pública                               | 0,3  | 0,2  | Inversión pública                                                                                            |
| Total                                                         | 1,1  | 0,8  |                                                                                                              |

Fuentes: «Public finances in EMU 2009», *European Economy* 5/2009, p. 14, cuadro 1.1.1, Comisión Europea, 2009. Las discrepancias se deben al redondeo. Para 2010 solo se dispone del volumen total de las medidas de estímulo. Las medidas individuales para 2010 se calculan utilizando los porcentajes del estímulo total en 2009.

Nota: En el caso de los instrumentos fiscales múltiples utilizados en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro, se supone que las medidas de estímulo se asignan a cada instrumento de manera proporcional.



**Cuadro 2 Efectos económicos del estímulo fiscal de la zona del euro en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro**

(en porcentaje/en puntos porcentuales)

|                                        | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------------------------|------|------|------|------|------|
| PIB real                               | 0,7  | 0,6  | 0,1  | 0,1  | 0,1  |
| Inflación general medida por el IPC    | -0,2 | 0,1  | 0,1  | -0,1 | -0,1 |
| Déficit público en relación con el PIB | 0,6  | 0,7  | -0,2 | -0,4 | -0,3 |
| Deuda pública en relación con el PIB   | -0,1 | 0,7  | 1,2  | 0,9  | 0,6  |

Notas: El PIB real se expresa en desviaciones porcentuales con respecto al nivel de referencia que es la solución calibrada en estado estacionario del modelo. Todas las demás variables se expresan en desviaciones en puntos porcentuales con respecto al nivel de referencia.

ración Económica. Para ello, el cuadro 1 también facilita información sobre la manera en que las distintas medidas fiscales adoptadas dentro del marco del Plan se asignaron a las variables fiscales del NAWM en el ejercicio de simulación. Debido a la correspondencia inevitablemente imperfecta de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por los países de la zona del euro con las variables fiscales del NAWM, fue necesario utilizar cierto grado de discrecionalidad. Por ejemplo, las medidas relativas al mercado de trabajo se asignaron al consumo público, ya que son principalmente políticas laborales activas, cuyo coste es asumido por los Gobiernos. Sin embargo, teniendo presente esa cautela, las simulaciones reflejan, en general, las actuales medidas adoptadas en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica.

En el NAWM, las sendas de los instrumentos fiscales que se especifican en el cuadro 1 son impuestas y se simula la respuesta endógena de la economía. Se supone que, inicialmente, el estímulo está totalmente financiado mediante la emisión de deuda. En los dos primeros años, el tipo de interés nominal y los impuestos globales se mantienen constantes. Después, el tipo de interés se ajusta según la regla de Taylor y los impuestos globales se ajustan gradualmente para reducir la ratio de deuda pública en relación con el PIB hasta su objetivo a largo plazo del 60%. Obsérvese que las simulaciones basadas en el modelo no consideran explícitamente los aspectos de estabilidad financiera y las posibles repercusiones del aumento del riesgo para la estabilidad financiera resultante del deterioro del saldo presupuestario. Las simulaciones también consideran la zona del euro en su conjunto y, por lo tanto, no se ocupan de las circunstancias específicas de las distintas situaciones presupuestarias.

En el cuadro 2 se presentan los resultados de la simulación realizada con el NAWM. El impacto sobre el PIB real en 2009 y 2010 (en relación con el nivel de referencia en estado estacionario) es positivo, y representa cerca del 0,7% y del 0,6%, respectivamente<sup>23, 24</sup>. Suponiendo que las medidas de estímulo fiscal desaparecen en 2011, los efectos sobre el PIB real remiten de manera bastante rápida. La respuesta de la inflación general medida por el IAPC es débil, y supone -0,2 puntos porcentuales en 2009 y 0,1 puntos porcentuales en 2010. El efecto sobre la ratio de déficit público en relación con el PIB asciende a 0,6 puntos porcentuales en 2009 y 0,7 puntos porcentuales en 2010, seguido de mejoras de los saldos presupuestarios a partir de 2011. La ratio de deuda pública en relación con el PIB cae ligeramente en el primer año (por el favorable efecto denominador en 2009), pero luego el impacto pasa a ser positivo y se mantiene en un nivel elevado, aumentando un máximo de 1,2 puntos porcentuales en 2011<sup>25</sup>.

Si se tiene en cuenta la asignación de las medidas de estímulo fiscal que se presenta en el cuadro 1,

23 Debido al carácter transitorio del estímulo fiscal, y dado que, en el modelo, el stock de capital físico se ajusta lentamente, el aumento del PIB real se debe, principalmente, a una subida del empleo.

24 Los efectos del Plan Europeo de Recuperación Económica sobre, por ejemplo, el PIB real estimado sobre la base del NAWM son ligeramente menores que los obtenidos con el modelo Quest III de la Comisión Europea (véase «Public finances in EMU», *European Economy*, 5/2009, Comisión Europea). Las diferencias reflejan supuestos de modelización alternativos (por ejemplo, en lo que se refiere a la importancia de los hogares con restricciones de liquidez y de crédito) y un diseño algo diferente de las simulaciones. Por ejemplo, el aumento del porcentaje de hogares no ricardianos del 25% al 50% haría que en el NAWM los efectos del PIB real fueran un 0,1% más elevados en los años 2009 y 2010.

25 La existencia de hogares ricardianos implica un efecto riqueza negativo en respuesta al anticipo de aumentos futuros de impuestos, de modo que el PIB real a corto plazo se ve afectado negativamente por el alza inicial de la deuda pública.

estos resultados son coherentes con el análisis más detallado de los multiplicadores fiscales que se efectúa en el recuadro 2. En concreto, según las simulaciones, el multiplicador medio de dos años del PIB del Plan Europeo de Recuperación Económica se aproxima a 0,7, lo cual está dentro del rango de los distintos multiplicadores de instrumentos, comprendido entre 0 y 2, que se recoge en el recuadro 2 (véase cuadro B, columna I). En el recuadro 2 también se explica detalladamente el hecho de que las medidas fiscales de carácter temporal basadas en el gasto tienen multiplicadores más elevados que las medidas transitorias basadas en los ingresos, ya que las primeras estimulan la demanda agregada de forma directa y más efectiva. En concreto, los multiplicadores basados en el gasto oscilan entre 0,3 y 2, mientras que los multiplicadores basados en los ingresos se sitúan en un intervalo comprendido entre 0 y 0,4 (véase cuadro B, columna I, en el recuadro 2). La composición del Plan Europeo de Recuperación Económica que figura en el cuadro 1 pone de manifiesto que la división de las medidas de gasto y de ingresos es, aproximadamente, 50/50, lo que produce el multiplicador total del PIB del Plan Europeo de Recuperación Económica que se ha

mencionado anteriormente. Estas consideraciones llevan a la conclusión de que los planes de estímulo fiscal podían haber sido más eficaces a la hora de reactivar la producción y el empleo si, por ejemplo, una proporción mayor de estos planes se hubiera destinado a medidas para el fomento transitorio de las inversiones pública o privada.

En resumen, las simulaciones sugieren que las ganancias de producción derivadas de las medidas de estímulo fiscal de carácter transitorio son positivas, aunque de corta duración. Al mismo tiempo, los planes de estímulo han contribuido también a que se produzca un nuevo deterioro de los saldos presupuestarios. Muchos países de la zona del euro han tardado en adoptar estrategias de salida y de consolidación fiscal, lo que se ha traducido en un aumento del riesgo para la estabilidad financiera, al disminuir la confianza del público en la capacidad de los Gobiernos para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas. Este hecho subraya la suma importancia de una rápida puesta en marcha de estrategias de saneamiento creíbles, con el fin de restablecer el saldo presupuestario en el periodo posterior a la crisis.

## Recuadro 2

### MULTIPLICADORES FISCALES EN LOS MODELOS DE EQUILIBRIO GENERAL<sup>1</sup>

Dado el recurso generalizado a la política fiscal como instrumento para luchar contra el desplome de la demanda a raíz de la crisis económica y financiera, las instituciones académicas y de política económica han elaborado recientemente un número considerable de trabajos de investigación sobre los efectos de los estímulos fiscales utilizando modelos estructurales de equilibrio general. Los resultados de estos trabajos sugieren que es fundamental el diseño del estímulo fiscal, por ejemplo, el instrumento elegido, la duración del estímulo, si el tipo de interés nominal se mantiene constante o no, y la manera en que se financia<sup>2</sup>.

- 1 Este recuadro se basa fundamentalmente en G. Coenen, J. Kilponen y M. Trabandt, «When does fiscal stimulus work?», *Research Bulletin*, n.º 10, BCE, 2010.
- 2 Véanse, por ejemplo, los siguientes artículos: L. Christiano, M. Eichenbaum y S. Rebelo, «When is the government spending multiplier large?», NBER Working Paper, n.º 15394, 2009; J. F. Cogan, T. Cwik, J. B. Taylor y V. Wieland, «New Keynesian versus Old Keynesian government spending multipliers», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34, pp. 281-295, 2009; G. Corsetti, A. Meier y G. Müller, «Fiscal stimulus with spending reversals», IMF Working Paper, n.º 09/106, 2009; C. Erceg y J. Lindé, «Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap?», *CEPR Discussion Paper*, n.º 7624, 2010; R. Hall, «By how much does GDP rise if the government buys more output?», NBER Working Paper, n.º 15496, 2009; y M. Woodford, «Simple analytics of the government expenditure multiplier», NBER Working Paper, n.º 15714, 2010.

La importancia cuantitativa de varios de estos factores se analizó en un ejercicio de comparación de modelos coordinado por el FMI en la primavera de 2009<sup>3</sup>. Los modelos que se compararon, entre los que se incluía el NAWM del BCE, comparten muchas características como el comportamiento de los hogares y las empresas, que tienen en cuenta los efectos futuros, las rigideces nominales y reales, así como las restricciones de liquidez o de crédito. Por lo tanto, los modelos se apartan de las hipótesis de la equivalencia ricardiana que se comentan en el recuadro 1. Los modelos están calibrados o estimados para Estados Unidos, la zona del euro/UE y el resto del mundo. Como consecuencia de las diferencias existentes entre estas áreas económicas, los modelos presentan, entre otras variables, los diferentes grados de rigidez de precios, las distintas proporciones de hogares con restricciones de liquidez o de crédito y los diversos niveles de apertura. En todos los modelos, las políticas monetaria y fiscal se caracterizan por sencillas reglas de respuesta.

En el cuadro A se presentan los intervalos de los efectos de la inflación y de los multiplicadores fiscales que resultan de los distintos modelos para la zona del euro/UE. Los efectos se muestran de acuerdo con dos supuestos diferentes, esto es, que el tipo de interés nominal reaccione en consonancia con una regla de respuesta del tipo de interés y que el tipo de interés nominal se mantenga sin cambios durante dos años. Puede observarse que los multiplicadores del consumo público son sorprendentemente similares en todos los modelos (próximo a 1, pero por debajo de esta cifra) cuando el tipo de interés nominal se ajusta. Un tipo de interés nominal constante —que recuerda una situación en la que tal vez el banco central no quiera contrarrestar los efectos inflacionistas de un estímulo fiscal— incrementa el multiplicador en todos los modelos. Cuando el banco central eleva los tipos de interés nominales de acuerdo con una regla de respuesta, el multiplicador se sitúa en un intervalo comprendido entre 0,7 y 0,8, mientras que, con un tipo de interés nominal fijo, el multiplicador oscila entre 1,1 y 1,7.

La considerable diferencia entre los multiplicadores está relacionada con las distintas reacciones del tipo de interés real. Con un tipo de interés nominal fijo, y debido a las incipientes presiones sobre los

3 Para más información, véanse G. Coenen, C. Erceg, C. Freedman, D. Furceri, M. Kumhof, R. Lalonde, D. Laxton, J. Lindé, A. Mourougane, D. Muir, S. Mursula, C. de Resende, J. Roberts, W. Roeger, S. Snudden, M. Trabandt y J. in't Veld, «Effects of fiscal stimulus in structural models», IMF Working Paper, n.º 10/73, 2010.

**Cuadro A Multiplicadores del PIB y efecto sobre la inflación medida por el IPC, basados en modelos para la zona del euro/UE**

(en porcentaje/en puntos porcentuales)

|                                             | Multiplicador del PIB            |                                               | Inflación general medida por el IPC |                                               |
|---------------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------------------|
|                                             | Tipo de interés nominal variable | Tipo de interés nominal constante en dos años | Tipo de interés nominal variable    | Tipo de interés nominal constante en dos años |
| <b>Aumentos del gasto</b>                   |                                  |                                               |                                     |                                               |
| Consumo público                             | 0,7 - 0,8                        | 1,1 - 1,7                                     | 0,0 - 0,1                           | 0,2 - 0,3                                     |
| Inversión pública                           | 0,8 - 1,1                        | 1,1 - 1,6                                     | 0,0 - 0,1                           | 0,1 - 0,3                                     |
| Transferencias a todos los hogares          | 0,0 - 0,2                        | 0,1 - 0,5                                     | 0,0 - 0,1                           | 0,1 - 0,1                                     |
| Transferencias a los hogares no ricardianos | 0,1 - 0,6                        | 0,6 - 1,2                                     | 0,1 - 0,2                           | 0,2 - 0,3                                     |
| <b>Reducciones de ingresos</b>              |                                  |                                               |                                     |                                               |
| Impuestos sobre las rentas del trabajo      | 0,1 - 0,3                        | 0,0 - 0,8                                     | -0,1 - 0,0                          | -0,1 - 0,1                                    |
| Impuestos sobre el consumo                  | 0,2 - 0,3                        | 0,4 - 1,0                                     | 0,0 - 0,0                           | 0,1 - 0,2                                     |
| Impuestos sobre las rentas del capital      | 0,1 - 0,1                        | 0,1 - 0,2                                     | 0,0 - 0,0                           | 0,0 - 0,1                                     |

Notas: En este cuadro se presentan los intervalos (mínimo - máximo) del multiplicador del PIB y el efecto sobre la inflación general medida por el IPC (excluido el efecto directo de las variaciones de impuestos sobre el consumo) en todos los modelos. Los multiplicadores fiscales se calculan como una desviación porcentual media de dos años del PIB real con respecto al PIB de referencia. El efecto sobre la inflación medida por el IPC se calcula como la desviación porcentual media de dos años anualizada con respecto a la inflación de referencia. Todos los estímulos fiscales están estandarizados al 1% del PIB de referencia. Salvo en el caso de los impuestos sobre las rentas del capital, los modelos son el modelo QUEST de la Comisión Europea, el modelo GIMF del FMI, el modelo NAWM del BCE y el Small Fiscal Model de la OCDE. En el caso de los impuestos sobre las rentas del capital, los modelos son el QUEST y el GIMF. Se supone que el estímulo fiscal dura dos años y que luego revierte plenamente al nivel de referencia. En los dos primeros años, el estímulo fiscal se financia totalmente mediante la emisión de deuda.

precios, el tipo de interés real cae, mientras que, cuando se ajusta el tipo de interés nominal, el tipo de interés real aumenta. En este último caso, el aumento del tipo de interés real hace que los hogares y las empresas aplacen sus planes de consumo y reduzcan la inversión en capital físico. Con un tipo de interés nominal fijo, la caída del tipo de interés real se traduce en un consumo y un gasto en inversión más elevados que en el caso de la respuesta endógena de los tipos de interés.

Los resultados que figuran en el cuadro A también ponen de manifiesto que los instrumentos fiscales que estimulan directamente la demanda agregada (consumo e inversión públicos) o las transferencias a agentes específicos (es decir, las transferencias a hogares no ricardianos que consumen sus rentas del trabajo en cada período) dan lugar en el corto plazo a unos multiplicadores fiscales más elevados que los recortes impositivos. La diferencia entre los multiplicadores fiscales está relacionada con la fortaleza de los efectos riqueza negativos implícitos. En el caso de aumentos del gasto público de carácter temporal, el efecto riqueza negativo del gasto público (es decir, el incremento del valor actual de pagos futuros de impuestos necesarios para equilibrar el presupuesto público en el tiempo) es reducido. Por consiguiente, el efecto expulsión del gasto privado es limitado cuando el estímulo fiscal es de corta duración. Utilizando el mismo argumento, los recortes impositivos de carácter transitorio solo tienen un efecto reducido sobre el gasto privado, ya que el efecto riqueza favorable implícito es pequeño.

### ¿Qué afecta al multiplicador fiscal? Resultados del NAWM

Utilizando el NAWM, en el cuadro B se observa cómo los multiplicadores fiscales para la zona del euro se ven influidos por los distintos supuestos relativos al entorno económico, así como por instrumentos fiscales alternativos. Estos supuestos o instrumentos alternativos reflejan, en la medida de lo posible, las diferencias en las características específicas de los países de la zona del euro.

**Cuadro B Multiplicadores del PIB de la zona del euro: resultados del NAWM**

|                                                              | Referencia | Tipo de interés nominal variable | Estímulo a un año | Estímulo retrasado | Eliminación gradual del estímulo | Más hogares no ricardianos | Primas de riesgo de la deuda pública | Precios más flexibles | Economía más abierta |
|--------------------------------------------------------------|------------|----------------------------------|-------------------|--------------------|----------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|-----------------------|----------------------|
|                                                              | I          | II                               | III               | IV                 | V                                | VI                         | VII                                  | VIII                  | IX                   |
| <b>Aumentos del gasto</b>                                    |            |                                  |                   |                    |                                  |                            |                                      |                       |                      |
| Consumo público                                              | 1,2        | 0,8                              | 0,6               | 0,8                | 0,6                              | 1,2                        | 1,1                                  | 1,3                   | 1,1                  |
| Inversión pública                                            | 1,1        | 0,9                              | 0,6               | 0,8                | 0,5                              | 1,2                        | 1,0                                  | 1,2                   | 1,0                  |
| Transferencias a todos los hogares                           | 0,3        | 0,1                              | 0,1               | 0,1                | 0,3                              | 0,4                        | 0,2                                  | 0,4                   | 0,2                  |
| Subvenciones a la inversión privada (deducciones fiscales)   | 2,0        | 1,0                              | 0,6               | 1,6                | 1,4                              | 2,1                        | 2,1                                  | 2,4                   | 0,9                  |
| <b>Reducciones de ingresos</b>                               |            |                                  |                   |                    |                                  |                            |                                      |                       |                      |
| Impuestos sobre las rentas del trabajo                       | 0,0        | 0,1                              | 0,1               | 0,1                | 0,0                              | 0,2                        | -0,1                                 | 0,0                   | 0,1                  |
| Impuestos sobre el consumo                                   | 0,4        | 0,3                              | 0,2               | 0,2                | 0,2                              | 0,5                        | 0,3                                  | 0,5                   | 0,3                  |
| Impuestos sobre nóminas (cotizaciones a la seguridad social) | 0,1        | 0,3                              | 0,1               | 0,2                | -0,1                             | 0,1                        | -0,1                                 | -0,4                  | 0,3                  |
| Impuestos sobre las rentas del capital                       | 0,1        | 0,1                              | 0,0               | 0,2                | 0,5                              | 0,2                        | 0,0                                  | 0,2                   | 0,1                  |

Notas: Este cuadro presenta los multiplicadores del PIB para la zona del euro a partir del NAWM del BCE para varios instrumentos fiscales y especificaciones de modelos. El multiplicador se calcula como la desviación porcentual media del PIB con respecto a su nivel de referencia durante los dos primeros años. El estímulo fiscal está estandarizado al 1% del PIB de referencia e inicialmente se financia totalmente mediante la emisión de deuda. Tras la desaparición del estímulo fiscal, se ajustan los impuestos globales para reducir la ratio de deuda en relación con el PIB a su objetivo a largo plazo del 60%. En el caso de referencia, el estímulo fiscal dura dos años y luego revierte plenamente al nivel de referencia, y la autoridad monetaria mantiene fijo el tipo de interés durante los dos primeros años.

Se observan varios resultados de interés en el caso de referencia (véase columna I), en el que el supuesto de tipos de interés nominales constantes durante dos años se utiliza para captar las excepcionales circunstancias de la crisis. En primer lugar, los multiplicadores fiscales del NAWM tienden a situarse en la parte baja de los intervalos que se presentan en el cuadro A, como consecuencia de supuestos de modelización alternativos (por ejemplo, relativos a la importancia de los hogares con restricciones de liquidez y al grado de rigideces nominales). En segundo lugar, los resultados confirman la observación anterior de que los estímulos fiscales de carácter transitorio basados en el gasto producen, por lo general, multiplicadores más elevados que los estímulos basados en los ingresos. En tercer lugar, de entre todos los instrumentos, las ayudas a la inversión privada dan lugar al multiplicador más alto, ya que constituyen el mayor estímulo para la inversión en capacidad productiva, lo que finalmente amplía el estímulo inicial. En cuarto lugar, las rebajas de las cotizaciones sociales de las empresas únicamente tienen un efecto reducido sobre el producto, dado que el carácter transitorio del estímulo no induce a las empresas a reducir los precios lo suficiente como para reactivar la demanda. Ello se debe a la existencia de rigideces nominales relativamente elevadas en la zona del euro.

En consonancia con los resultados del ejercicio de comparación de modelos llevado a cabo por el FMI, un tipo de interés nominal variable (véase columna II) reduce el multiplicador de las medidas de gasto, como consecuencia del incremento del tipo de interés real en relación con el caso referencia.

Si se supone un estímulo de un año en lugar de uno de dos años (véase columna III), el multiplicador disminuye debido a la presencia de rigideces nominales y reales, que impiden la propagación de un estímulo fiscal a más corto plazo. Por otra parte, en el cuadro B también se aprecia que la expansión fiscal que va mucho más allá de los dos años (véase columna V) genera respuestas del producto considerablemente peores, es decir, da lugar a multiplicadores más pequeños. La razón es que las expansiones más persistentes se traducen en un mayor aumento del valor actual descontado de los pagos futuros de impuestos y, por lo tanto, en un efecto riqueza negativo más abultado<sup>4</sup>.

Se ha argumentado que los estímulos fiscales están sujetos a retrasos en cuanto a su decisión o implementación. La columna IV del cuadro B muestra que un estímulo fiscal que se retrasa un año reduce el multiplicador como resultado de los efectos de anticipación. En particular, los motivos de suavización del consumo, en conjunción con la anticipación de efectos riqueza negativos, inducen a los hogares a incrementar sus ahorros, lo que reduce el multiplicador.

La evidencia empírica sugiere que la crisis económica y financiera ha aumentado el porcentaje de hogares no ricardianos con restricciones de liquidez o de crédito. Si se supone un porcentaje de hogares no ricardianos del 50% (véase columna VI) en lugar del 25%, el multiplicador aumenta, ya que las medidas fiscales incrementan directa o indirectamente la renta disponible de estos hogares. No obstante, desde un punto de vista cuantitativo, el efecto es bastante limitado, lo que apunta a que el efecto de la mayor proporción de hogares no ricardianos se ve compensado por el comportamiento de los hogares ricardianos.

En la columna VII del cuadro B se observa que el multiplicador cae si en el análisis se tienen en cuenta las primas de riesgo de la deuda pública. El estímulo fiscal se financia inicialmente con deuda pública. Debido a las primas de riesgo, los hogares ahorran más anticipando que un *stock* mayor de deuda pública tiene que ser financiado mediante futuras subidas de impuestos. Este hecho reduce el multiplicador.

4 Véase también el recuadro titulado «La eficacia de las diversas medidas adoptadas para estimular la economía», en el Boletín Mensual de marzo de 2009.

En países con precios más flexibles (véase columna VIII), los multiplicadores basados en el gasto aumentan si el tipo de interés nominal se mantiene constante. Un mayor aumento de la inflación en respuesta al estímulo se traduce en una caída más pronunciada del tipo de interés real, lo que finalmente reactiva la demanda agregada de manera más eficaz.

Por último, un grado de apertura más elevado (véase columna IX) hace descender el multiplicador, pues algunos de los estímulos fiscales nacionales se dirigen al resto del mundo a través del comercio y de los mercados de capitales.

En general, estos resultados sugieren que los multiplicadores del gasto son, en promedio, más sensibles a los supuestos relativos a si el tipo de interés nominal se mantiene constante o no, y a la duración del estímulo fiscal. Los multiplicadores de los impuestos, por su parte, son más sensibles a los supuestos que se refieren a las primas de riesgo de la deuda pública y al grado de rigidez de los precios. En unos pocos casos, los recortes impositivos pueden ser contraproducentes (multiplicador negativo). El motivo es que con un tipo de interés nominal fijo, una rebaja de impuestos implica una bajada de la inflación y, por lo tanto, un tipo de interés real más elevado, que desplaza a la demanda privada. De nuevo, este hecho pone de relieve la importancia del canal de tipos de interés reales en la transmisión de la respuesta fiscal al gasto privado.

Por último, los multiplicadores del gasto más elevados están asociados a deducciones fiscales a la inversión, mientras que los multiplicadores de los impuestos más altos están relacionados con impuestos sobre el consumo. Los multiplicadores del gasto y de los impuestos más reducidos son los que se refieren a las transferencias a todos los hogares y a los recortes de los impuestos sobre las rentas del trabajo, respectivamente.

## 5 COSTES Y BENEFICIOS DE LA CONSOLIDACIÓN FISCAL

Las políticas fiscales expansivas y el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, junto con la fuerte caída de los ingresos, han contribuido a un acusado deterioro de las finanzas públicas de la zona del euro y han puesto en peligro su sostenibilidad a largo plazo. El rápido deterioro de las perspectivas fiscales se recoge en el gráfico 1. Tras haberse situado próximo al equilibrio en 2007, la Comisión Europea prevé que el presupuesto de las Administraciones Públicas de la zona del euro arroje un déficit del 6,1% del PIB en 2011, como consecuencia de un desplazamiento al alza de las ratios de gasto y de un descenso constante de los ingresos en relación con el PIB.

En este contexto, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro, afectada también por el apoyo público otorgado para estabilizar el sector financiero, continúa aumentando incluso

**Gráfico 1 Saldo presupuestario de la zona del euro y sus componentes durante el período 1999-2011**

(en porcentaje del PIB)



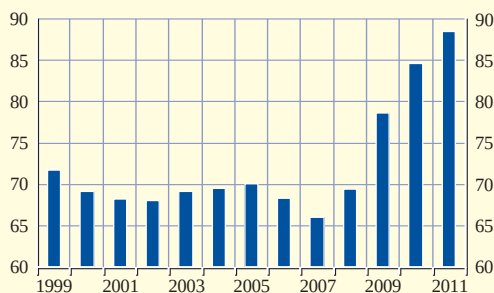
Fuentes: Comisión Europea, *European Economic Forecast*, primavera de 2010.

Notas: Los datos para 2010 y 2011 son proyecciones. Se supone que un tercio del estímulo fiscal de 2010 se mantiene en 2011.



**Gráfico 2 Deuda de las Administraciones Públicas  
de la zona del euro, 1999-2011**

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea, European Economic Forecast, otoño de 2009 para 1999 y 2000, y European Economic Forecast, primavera de 2010, para los años restantes.

Nota: Los datos para 2010 y 2011 son proyecciones.

durante la recuperación y la retirada gradual de las medidas de estímulo de carácter temporal (véase gráfico 2). Efectivamente, tras haber descendido, aproximadamente, desde el 72% del PIB en 1999 hasta el 66% del PIB en 2007, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se incrementó hasta el 69,4% en 2008 y se prevé que siga creciendo hasta el 88,5% en 2011.

Dada la magnitud de los desequilibrios fiscales acumulados, los ambiciosos esfuerzos de saneamiento presupuestario a largo plazo deben constituir claramente parte integral de la estrategia de salida, con el fin de que las finanzas públicas se correspondan con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En esta sección se tratan los efectos económicos del ajuste fiscal, centrándose especialmente en los costes a corto plazo y en los posibles beneficios a largo plazo en relación con el PIB de la zona del euro. Para facilitar la comparación con los resultados presentados en la sección anterior, el término «a corto plazo» hace referencia a la desviación del PIB real con respecto a su nivel inicial durante los dos primeros años; el término «a largo plazo» se refiere a la desviación del PIB real con respecto a su nivel inicial después del ajuste total.

Como punto de partida natural, se plantea la pregunta de si los multiplicadores del producto del estímulo fiscal y de la consolidación presupuesta-

ria son simétricos. Si el objetivo de los programas de saneamiento era solamente lograr reducciones de los déficits públicos de carácter temporal, entonces los costes de producción a corto plazo resultantes podrían considerarse un reflejo de los planes de estímulo fiscal. En otras palabras, si el estímulo fiscal de carácter transitorio incrementa el PIB real en un 1% en el primer año, una consolidación presupuestaria de carácter temporal debería reducir el PIB real en un 1%, *ceteris paribus*. Así pues, el análisis de los multiplicadores fiscales que se efectúa en el recuadro 2 podría interpretarse como un análisis de la consolidación presupuestaria con los signos de las respuestas del PIB real invertidos.

No obstante, cabe destacar que los programas de consolidación fiscal, si están bien diseñados, tienen por objeto lograr mejoras permanentes, y no transitorias, en los saldos presupuestarios. A su vez, estas mejoras permanentes, cuando son anticipadas por los hogares y las empresas, pueden dar lugar a unos efectos de expectativas positivos que reducen los costes a corto plazo del saneamiento presupuestario, como se comenta en la sección 2.

Utilizando el NAWM del BCE, en el cuadro 3 se presentan los efectos a corto y largo plazo de la consolidación presupuestaria haciendo uso de varios supuestos sobre la manera de lograr dicha consolidación<sup>26</sup>. Las simulaciones no pretenden ofrecer una explicación cuantitativa exacta del ajuste fiscal, sino simplemente exponer los factores fundamentales que importan realmente en la determinación de sus beneficios a largo plazo y de sus costes a corto plazo.

Como reflejo de los incrementos previstos en las ratios de deuda en relación con el PIB de los países de la zona del euro, las simulaciones consideran los efectos de una reducción permanente de estas ratios cifrada en 30 puntos porcentuales (del 90% al 60%), en consonancia con el valor de referencia de la ratio de deuda que se recoge en el

26 Para un análisis relacionado, véase G. Coenen, M. Mohr y R. Straub, «Fiscal consolidation in the euro area: long-run benefits and short-run costs», Working Paper Series, n.º 902, BCE, 2007.

**Cuadro 3 Costes y beneficios de la consolidación fiscal: resultados de la simulación con el NAWM**

(en porcentaje/en puntos porcentuales)

|                                                                                | Sin efectos de confianza  |                           |                                             | Incluidos los efectos de confianza |                           |                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------|---------------------------------------------|
|                                                                                | A corto plazo<br>PIB real | A largo plazo<br>PIB real | Impuesto<br>sobre las rentas<br>del trabajo | A corto plazo<br>PIB real          | A largo plazo<br>PIB real | Impuesto<br>sobre las rentas<br>del trabajo |
| <b>Reducciones permanentes del gasto</b>                                       |                           |                           |                                             |                                    |                           |                                             |
| Consumo público                                                                | -0,6                      | 0,4                       | -4,0                                        | -0,4                               | 1,8                       | -4,3                                        |
| Inversión pública                                                              | -0,7                      | -1,7                      | -2,6                                        | -0,5                               | -0,3                      | -3,0                                        |
| Transferencias a todos los hogares                                             | 0,3                       | 1,6                       | -4,4                                        | 0,5                                | 3,0                       | -4,7                                        |
| Transferencias a los hogares no ricardianos                                    | 0,6                       | 2,2                       | -4,8                                        | 0,8                                | 3,6                       | -5,1                                        |
| <b>Aumentos permanentes de los ingresos</b>                                    |                           |                           |                                             |                                    |                           |                                             |
| Impuestos sobre las rentas del trabajo                                         | -0,3                      | 0,5                       | -1,8                                        | -0,1                               | 1,9                       | -2,2                                        |
| Impuestos sobre el consumo                                                     | -0,1                      | 0,9                       | -4,0                                        | 0,1                                | 2,3                       | -4,3                                        |
| Impuestos sobre nóminas a las empresas<br>(cotizaciones a la seguridad social) | -0,6                      | 0,5                       | -3,0                                        | -0,4                               | 1,9                       | -3,3                                        |
| Impuestos sobre las rentas del capital                                         | -0,4                      | -1,1                      | -3,9                                        | -0,2                               | 0,4                       | -4,1                                        |

Notas: Este cuadro muestra los efectos de una reducción permanente de la ratio de deuda en relación con el PIB en la zona del euro (del 90% al 60%), efectuada con distintos instrumentos fiscales, para lo que se ha utilizado el NAWM del BCE. Se supone que cada instrumento fiscal ha de ajustarse en un 1% del PIB inicial en estado estacionario. El margen presupuestario creado por la consolidación se utiliza, en parte, comenzando después de diez años, para recortar los impuestos sobre las rentas del trabajo de carácter distorsionador. El PIB real se mide en términos de desviaciones porcentuales con respecto a su estado estacionario inicial. El tipo impositivo del impuesto sobre las rentas del trabajo se mide en términos de desviaciones en puntos porcentuales con respecto a su estado estacionario inicial. «A corto plazo» se refiere a la desviación porcentual media del PIB real con respecto a su estado estacionario inicial durante los dos primeros años. «A largo plazo» se refiere a la desviación porcentual/en puntos porcentuales de las variables en su nuevo estado estacionario en relación con sus estados estacionarios iniciales. El panel «Incluidos los efectos de confianza» muestra los efectos cuando el tipo de interés de equilibrio a largo plazo cae de forma permanente 30 puntos básicos anuales en respuesta a una consolidación duradera.

Tratado<sup>27</sup>. La reducción permanente de las ratios de deuda en relación con el PIB, efectuada mediante una variación estandarizada del 1% en un instrumento fiscal concreto, genera un margen presupuestario que se asigna en el medio y largo plazo a recortes en los impuestos sobre las rentas del trabajo de carácter distorsionador<sup>28, 29</sup>.

En el cuadro 3 se observa que varios instrumentos fiscales generan considerables beneficios en el largo plazo, medidos en términos del PIB real, que se producen mediante un recorte a largo plazo de los tipos impositivos de los impuestos sobre las rentas del trabajo de carácter distorsionador. Ello es consecuencia del margen presupuestario de maniobra que se genera y de las ganancias dinámicas que resultan de una mayor productividad y acumulación del capital. Por motivos que se explicarán más adelante, la valoración de los costes a corto plazo (los dos primeros años) y los beneficios a largo plazo de la consolidación presupuestaria dependen de si se tienen en cuenta o no los efectos de confianza. Como se indica en la sección 2, en el análisis que se presenta a continuación, los efectos de confianza positivos se toman en consideración mediante una reducción permanente del tipo de

interés a largo plazo y, por lo tanto, unos costes de financiación de la deuda pública más bajos.

## SIN EFECTOS DE CONFIANZA

Comenzando con el caso en el que el tipo de interés a largo plazo no se ve afectado por la consolidación

27 Para obtener información sobre reducciones de deuda de magnitud similar o incluso mayores que han tenido éxito, véase, por ejemplo, el recuadro titulado «El programa de ajuste económico y financiero en Grecia», en el Boletín Mensual de mayo de 2010.

28 El margen presupuestario generado por la consolidación se utiliza exclusivamente para reducir la deuda pública en los diez primeros años. Posteriormente, se permite que los impuestos sobre las rentas del trabajo se ajusten en respuesta a las desviaciones del déficit público de su objetivo a largo plazo (que es acorde con la ratio del 60% de la deuda en relación con el PIB).

29 Obsérvese que el marco de simulación de una consolidación fiscal permanente es diferente del marco de simulación de las medidas de estímulo fiscal de carácter temporal. En este último, el aumento transitorio de la deuda pública para financiar inicialmente el estímulo se invierte mediante incrementos de los impuestos globales a medio plazo. Como se argumenta en la sección anterior, esta consolidación transitoria anticipada (es decir, la subida futura de impuestos globales) produce un efecto riqueza negativo y, por lo tanto, reduce el multiplicador del PIB. Por el contrario, en el caso de las consolidaciones presupuestarias de carácter permanente que se examinan en esta sección, los instrumentos fiscales individuales, tales como el consumo público, la inversión, los impuestos sobre el consumo, etc., se modifican de manera permanente con el fin de lograr una reducción también permanente en la ratio de deuda pública en relación con el PIB.

fiscal de carácter permanente (denominado «Sin efectos de confianza» en el cuadro 3), resulta que los beneficios a largo plazo se sitúan en el intervalo comprendido entre el 0,4% y el 2,2% del PIB real inicial en estado estacionario. Se han de destacar dos excepciones: las reducciones de la inversión pública y las subidas de los impuestos sobre las rentas del capital provocan descensos del PIB real a largo plazo. Ambas medidas inciden negativamente en el *stock* de capital público y privado del conjunto de la economía, de tal modo que la capacidad productiva de la economía disminuye. Y, lo que es más interesante, la rebaja del tipo impositivo del impuesto sobre las rentas del trabajo, que tiene un efecto positivo sobre el empleo, no puede compensar plenamente la caída del capital en el conjunto de la economía, lo que significa que el impacto negativo a largo plazo sobre el PIB real se mantiene.

Los costes a corto plazo de la consolidación suelen ser escasos en relación con las ganancias permanentes. En algunos casos (reducción de las transferencias), el impacto a corto plazo podría ser incluso positivo a causa del abultado efecto riqueza negativo que se traduce en un incremento de la oferta de trabajo.

La reducción de la ratio de deuda pública en relación con el PIB es endógena y evoluciona gradualmente. Por ejemplo, en el caso de un descenso permanente del consumo público del 1% del PIB inicial en estado estacionario, la ratio de deuda pública en relación con el PIB registra una disminución de 10 puntos porcentuales, aproximadamente, después de diez años; de 15 puntos porcentuales después de 15 años y de 20 puntos porcentuales después de que transcurran 22 años.

### CON EFECTOS DE CONFIANZA

En el cuadro 3 también se presentan resultados para el caso en el que se tienen en cuenta los efectos de confianza positivos (denominados «Incluidos los efectos de confianza»), que generan una reducción permanente del tipo de interés a largo plazo y, por lo tanto, de los costes de financiación de la deuda pública. Una reducción permanente de los costes de financiación hace que los beneficios

a largo plazo de la consolidación presupuestaria sean considerablemente más elevados y proporciona más margen de maniobra presupuestaria para recortar los impuestos sobre las rentas del trabajo, de modo que las distorsiones introducidas por los impuestos se reducen aún más. Los efectos de confianza también implican unos costes de ajuste a corto plazo moderadamente más reducidos, pues unos costes de financiación más bajos reactivan directamente la demanda interna y los hogares y las empresas anticipan ganancias económicas más sustanciales en el largo plazo. Por ejemplo, en el caso del consumo público, si se compara con el caso en el que los efectos de confianza no se tienen en cuenta, una reducción permanente de 30 puntos básicos en los costes de financiación de la deuda pública supone una ganancia adicional en el PIB real a largo plazo del 1,4% y una atenuación del 0,2% en los costes a corto plazo de la consolidación fiscal en términos del PIB real<sup>30,31</sup>. Las ganancias relativas derivadas de los efectos de confianza para los otros instrumentos fiscales también se encuentran en el mismo orden de magnitud.

Una comparación con el análisis de los multiplicadores fiscales de carácter temporal que se recogen en el cuadro B del recuadro 2 indica que los costes a corto plazo suelen ser aproximadamente solo la mitad de cuantiosos si se considera una consolidación basada en el gasto de carácter permanente. Nuevos resultados de las simulaciones sugieren que las ganancias a largo plazo pueden ser incluso mayores si el margen de maniobra presupuestario adicional creado por la consolidación se utiliza para recortar el impuesto sobre las rentas del capital, en lugar del impuesto sobre las rentas del trabajo.

En conjunto, las simulaciones muestran que, si la consolidación fiscal se diseña de forma adecuada para aprovechar plenamente las ganancias econó-

30 La reducción de 30 puntos básicos en los costes de financiación de la deuda pública se basa en la evidencia empírica sobre la relación entre el nivel de endeudamiento público y los rendimientos de la deuda pública. Véase, por ejemplo, T. Laubach, «New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt», *Journal of the European Economic Association*, 7(4), 2009, pp. 1-28.

31 En este caso concreto, el PIB real alcanza su nivel inicial después de ocho años, y la mitad del nivel de beneficios a largo plazo se consigue después de 20 años.

micas a largo plazo, se puede llevar cabo con unos costes a corto plazo moderados, mientras que, al mismo tiempo, supone un paso imprescindible para el restablecimiento de la sostenibilidad fiscal a largo plazo en la zona del euro.

## 6 CONCLUSIONES

La crisis financiera y económica internacional ha situado la eficacia de la política fiscal en el centro del debate sobre política económica que se está manteniendo en todo el mundo. Los Gobiernos de la zona del euro han respondido a las perspectivas de una recesión profunda con distintas medidas contracíclicas de estímulo fiscal en el marco del Plan Europeo de Recuperación Económica.

La incertidumbre sobre el grado en el que los Gobiernos pueden reactivar la economía con medidas fiscales contracíclicas de carácter transitorio es considerable. La evidencia que se presenta en este artículo muestra que la eficacia de la política fiscal depende de numerosos factores, tales como el instrumento presupuestario elegido, la persistencia de los estímulos fiscales, el nivel inicial de endeudamiento público, el tipo de interés nominal (si se mantiene o no constante) y la flexibilidad de precios.

En estas circunstancias, y tomando en consideración las características específicas de la crisis sufrida en 2008 y 2009, la evidencia de que se dispone hasta el momento apunta a que las medidas fiscales adoptadas han apoyado, en términos generales, al producto, centrándose fundamentalmente en estímulos fiscales de corta duración.

Al mismo tiempo, sin embargo, acomodar el impacto de los estabilizadores automáticos y la puesta en marcha de políticas fiscales contracíclicas durante la crisis ha tenido un coste elevado para las finanzas públicas de la zona del euro. Tras estar próximo al equilibrio en 2007, se prevé que el presupuesto de las Administraciones Públicas de la zona del euro arroje un déficit del 6,1% del PIB en 2011 y que las ratios de deuda en relación con el PIB se incrementen significativamente, hasta el

88,5% en 2011. Estas tendencias son claramente insostenibles y socavan la confianza en la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas.

A la luz de estos resultados, muchos países de la zona del euro han tardado demasiado en adoptar estrategias de salida y de consolidación presupuestaria, lo que se ha traducido en un aumento de los riesgos para la estabilidad financiera. Este hecho subraya la extrema importancia de restablecer los saldos presupuestarios después de la crisis. La consolidación fiscal necesitará superar sustancialmente el ajuste estructural anual del 0,5% del PIB establecido como requisito mínimo por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La principal cuestión que se plantea en la zona del euro en materia fiscal es que algunos países han olvidado totalmente el hecho de que no tenían ningún margen de manobra presupuestario. Los países que retrasan la consolidación contribuyen a los problemas fiscales de la zona del euro en su conjunto. Cuanto más se posponga el ajuste fiscal, mayores serán el riesgo de reputación y las pérdidas de confianza, más doloroso será el ajuste a corto plazo y más alejados estarán los beneficios a largo plazo de la consolidación presupuestaria.

En este artículo se ha presentado un análisis ilustrativo de los programas de consolidación fiscal permanente de la zona del euro destinados a restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Los resultados indican claramente que las ganancias económicas a largo plazo de restablecer una situación fiscal saneada en la zona del euro compensan sobradamente los costes a corto plazo.

Los resultados de las simulaciones también sugieren que el grueso del ajuste fiscal debería recaer en el lado del gasto, de conformidad con la evidencia empírica disponible, que apunta a un mayor éxito de la consolidación presupuestaria basada en el gasto. Además, el margen presupuestario adicional generado por los esfuerzos de saneamiento podría dirigirse en el medio plazo a reducir los impuestos que son más perjudiciales para la oferta de trabajo y la acumulación de capital en el largo plazo (es decir, los impuestos sobre las rentas del trabajo y del capital).