

### PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020

Los países de la zona del euro presentaron en octubre a la Comisión Europea (CE) los planes presupuestarios para 2020, en cumplimiento de los compromisos adquiridos en el marco europeo de supervisión de las políticas económicas. Según estos planes, el déficit público agregado de la UEM en 2020 se mantendrá prácticamente estable en el 0,8 % del PIB (véase gráfico 1). Por su parte, la deuda pública continuaría su trayectoria descendente, pasando del 86,4 % del PIB en 2019 al 85,1 % en 2020, favorecida por un entorno de tipos de interés muy reducidos y de crecimiento económico moderado.

Los borradores de los planes presupuestarios señalan que la política fiscal de la zona del euro mantendrá un tono agregado ligeramente expansivo por segundo año consecutivo, de manera que el déficit estructural primario del área aumentará cuatro décimas en 2020 (véanse los gráficos 2 y 3)<sup>1</sup>. Este tono es el resultado de las políticas fiscales de los países que componen el área del euro. En concreto, como se aprecia en el gráfico 3, Alemania y Holanda planean una relajación de sus políticas fiscales en 2020, al igual que en el año previo, con una reducción del saldo estructural primario de 0,7 y 0,8 puntos porcentuales (pp) de su PIB potencial, respectivamente. De entre las mayores economías del área, también Italia plantea una expansión de su política fiscal. Por su parte, Francia y España prevén una orientación neutral, con un déficit estructural que se mantendrá prácticamente estable.

En su primera evaluación de estos planes fiscales, la CE ha señalado que ocho países (Bélgica, Finlandia, Francia, Italia, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y España) presentan un elevado riesgo de incumplimiento de sus obligaciones con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)<sup>2</sup>. En efecto, una mayoría de los países que incumplen sus objetivos a medio plazo<sup>3</sup> en el marco del «componente preventivo» del PEC, o que no están reduciendo sus niveles elevados de deuda de acuerdo con las reglas fiscales europeas, habrían interrumpido, en general, su proceso de consolidación fiscal coherente con la

recomposición de los necesarios márgenes de maniobra presupuestarios.

En este contexto, el Consejo Fiscal Europeo (CFE) recomendó en junio de este año un tono neutral de la política fiscal en la zona del euro a escala agregada, basándose en la consideración de que la desaceleración de la economía europea es transitoria y la producción se encuentra cercana a su nivel potencial. Según esta institución, la orientación neutral agregada de la política presupuestaria debería ser el resultado de una adecuada diferenciación por países, de manera que aquellos que dispongan de margen de maniobra o «espacio fiscal»<sup>4</sup> lo utilicen total o parcialmente, mientras que el resto de los países deberían mantener una senda de mejora de sus finanzas públicas en línea con los requisitos del PEC.

Como se ha detallado antes, por tanto, los planes presupuestarios de los países no se ajustan necesariamente a los requisitos del PEC o a las recomendaciones del CFE. En concreto, algunos países con riesgo de incumplimiento y sin «espacio fiscal», como Italia (véase gráfico 4), planean realizar una expansión presupuestaria que contravendría las recomendaciones del CFE. Por otro lado, otros países, como Alemania u Holanda, que disponen de margen, podrían realizar una política fiscal más expansiva y seguir cumpliendo con los requisitos del PEC y con las recomendaciones del CFE.

La consecución de una orientación adecuada de la política fiscal en la zona del euro, resultante de acciones de los países individuales inspiradas por los principios discutidos anteriormente, resultaría especialmente importante en el contexto actual, en el que, a pesar de que el tono acomodaticio de la política monetaria se ha intensificado, siguen apreciándose síntomas de debilidad de la actividad y se mantienen notables riesgos a la baja. En este sentido, en los últimos meses, desde ámbitos diversos, se ha subrayado la conveniencia de reequilibrar la combinación de políticas económicas y de contemplar un mayor activismo fiscal a escala europea, en particular

- 
- 1 El saldo estructural primario es una medida del saldo presupuestario que refleja las decisiones discrecionales de las autoridades, ya que descuenta tanto los efectos del ciclo sobre las cuentas públicas como los gastos por intereses.
  - 2 Esta evaluación está recogida en el documento de valoración conjunta de los planes presupuestarios para 2020.
  - 3 El objetivo de medio plazo de un país miembro es el saldo estructural que dicho país debe alcanzar para garantizar un cumplimiento holgado del objetivo del 3 % de déficit, teniendo en cuenta la necesidad de converger hacia niveles de deuda prudentes y las futuras necesidades presupuestarias derivadas del envejecimiento de la población.
  - 4 Definido como la distancia de su saldo estructural al objetivo de medio plazo (OMP) del PEC.

### Recuadro 3

#### PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020 (cont.)

Gráfico 1  
OBJETIVOS FISCALES PARA 2020

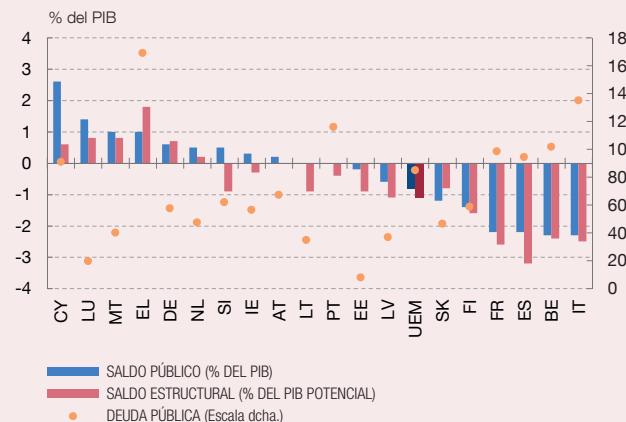


Gráfico 2  
CONTRIBUCIÓN POR PAÍSES A LA ORIENTACIÓN FISCAL AGREGADA DEL ÁREA DEL EURO



Gráfico 3  
ORIENTACIÓN FISCAL, CICLO Y CUMPLIMIENTO DEL PEC EN LA UEM EN 2020 (a) (b)

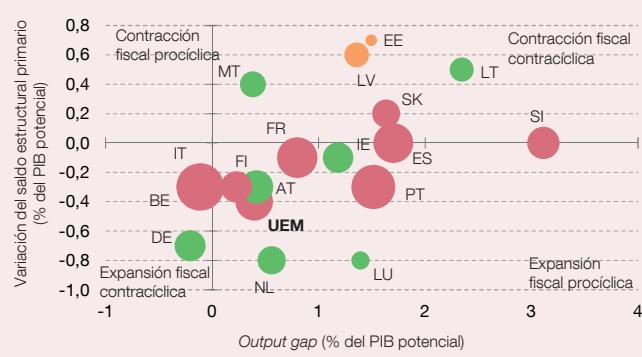


Gráfico 4  
USO DEL ESPACIO FISCAL EN 2020

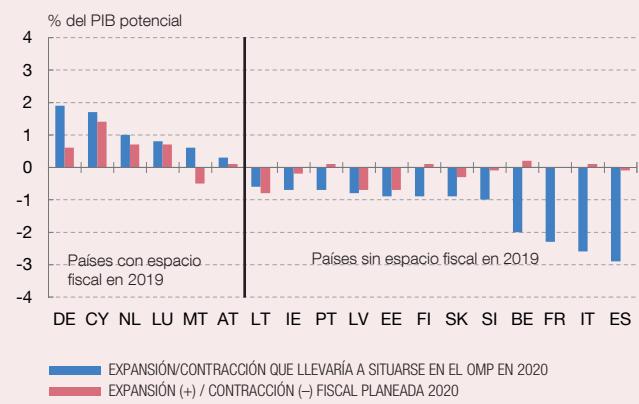


Gráfico 5  
INVERSIÓN PÚBLICA (FBCF)  
Economías avanzadas

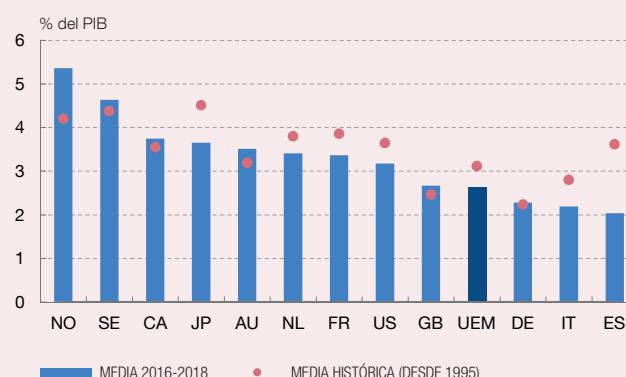
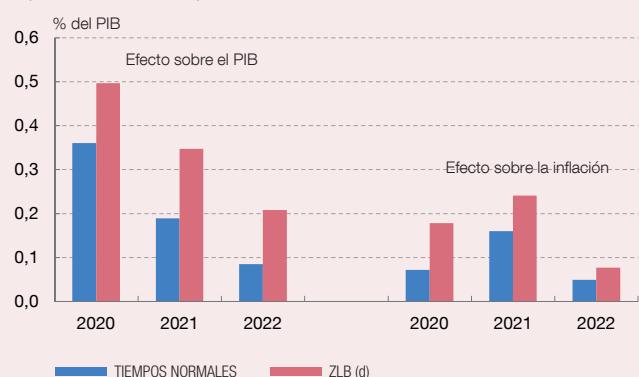


Gráfico 6  
EXPANSIÓN FISCAL EN PAÍSES CON ESPACIO FISCAL  
Impacto sobre el PIB real y sobre la inflación de la UEM (c)



FUENTES: Comisión Europea, OCDE y elaboración propia.

- a El tamaño de los globos representa el nivel de deuda pública (% del PIB). El color indica el riesgo de incumplimiento con el PEC: rojo (*risk of non compliance*), naranja (*broadly compliant*) y verde (*compliant*).
- b No se representan los datos de Grecia ni de Chipre para no distorsionar el gráfico.
- c Expansión temporal de la inversión pública en países con espacio fiscal en 2019, si utilizan todo su espacio fiscal. Elaboración propia, utilizando el NiGEM Global Macroeconomic Model.
- d ZLB se refiere a un nivel cero de tipos nominales de la política monetaria.

### PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020 (cont.)

ante la eventualidad de una materialización de los riesgos sobre el crecimiento económico y dados los bajos costes actuales de financiación de la deuda pública<sup>5</sup>. En esas circunstancias, la efectividad de un posible impulso fiscal en términos de crecimiento podría verse potenciada, dado que la política monetaria opera en torno al límite inferior efectivo de los tipos de interés, de modo que estos, en principio, no aumentarían ante una expansión fiscal.

De entre los instrumentos disponibles, una política fiscal focalizada en el fomento de la inversión pública podría tener un impacto significativo, al ser esta —de acuerdo con la evidencia empírica disponible— el instrumento con un efecto multiplicador asociado más potente y con capacidad de generar los efectos más elevados en el conjunto de la región e incrementar el crecimiento potencial de la economía<sup>6</sup>. El hecho de que la inversión pública haya sufrido un deterioro notable desde la crisis y de que los niveles actuales de esta variable sean relativamente reducidos en los países que cuentan actualmente con margen de maniobra presupuestario reforzaría el argumento a favor de este tipo de estrategia (véase gráfico 5).

No obstante, el logro de una mejor combinación de las políticas económicas a escala europea resulta extraordinariamente complejo en el actual marco institucional, en el que las políticas fiscales se diseñan en el ámbito nacional y no existen mecanismos que ayuden

a internalizar la importancia de alcanzar un adecuado *policy mix* a escala agregada, más allá de la labor asesora del CFE. Por ello, resultaría necesario el diseño de instrumentos fiscales centralizados en el ámbito de la UEM que permitieran conseguir de manera automática una orientación adecuada de la política fiscal del conjunto del área. En este sentido, hay que valorar positivamente algunas iniciativas que tratan de cubrir parcialmente esta deficiencia institucional, como el recientemente acordado instrumento fiscal para el crecimiento y la competitividad (BICC)<sup>7</sup> o el vigente plan de inversiones europeo (EFSI)<sup>8</sup>.

Para ilustrar los posibles impactos macroeconómicos de una estrategia de expansión presupuestaria dentro de los márgenes del actual marco institucional de la política fiscal europea, en el gráfico 6 se presenta un ejercicio de simulación realizado con el modelo macroeconómico NiGEM<sup>9</sup>. En concreto, se considera un impulso temporal a la inversión pública que proviene exclusivamente de aquellos países con espacio fiscal disponible, suponiendo una utilización plena de aquel en 2020, y que, para el conjunto del área, tiene un tamaño de 0,6 pp de PIB<sup>10</sup>. En el gráfico 6 se muestran dos escenarios: uno en el que la política monetaria no reacciona y mantiene inalterados los tipos de interés, y otro en el que la política monetaria reacciona de acuerdo con los patrones históricos, aumentando los tipos de interés para compensar las presiones inflacionistas resultantes de la expansión fiscal. Los resultados de las simulaciones indican que una política fiscal expansiva centrada en la inversión pública

5 Este llamamiento a un mayor activismo fiscal se ha reforzado recientemente. Véase, por ejemplo, L. de Guindos (2019), «Improving macroeconomic stabilization in the euro area», discurso en la conferencia «Global Interdependence Center Central Banking», Madrid, 3 de octubre. En este sentido debe entenderse también la llamada al uso flexible del PEC que se recoge en las directrices dirigidas en septiembre de 2019 al comisario de Economía por la nueva presidencia de la Comisión Europea.

6 Véanse, entre otros, Banco de España (2017), *Informe Anual 2016*, capítulo 4, «La política fiscal en la UEM»; Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, ECB WP 1942, agosto; V. A. Ramey (2019), *Ten years after the financial crises: what have we learned from the renaissance in fiscal research?*, NBER WP 25531; M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2019), «Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers», *Journal of Macroeconomics*, de próxima publicación, y M. Alloza, B. Cozmanca, M. Ferdinandusse y P. Jacquinot (2019), «Fiscal spillovers in a monetary union», *Economic Bulletin*, 1/2019, BCE.

7 Para una explicación de este instrumento, véase <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/emu-deepening/bicc-faq>.

8 Aunque el EFSI ha movilizado una importante cantidad de inversiones, la Corte Europea de Auditores concluyó que en algunos de los proyectos financiados únicamente se sustituyeron otras modalidades de financiación (véase <https://www.eca.europa.eu/en/Pages/NewsItem.aspx?nid=9010>).

9 El modelo NiGEM está elaborado por el National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. La documentación del modelo está disponible en <https://nigemodel.niesr.ac.uk/>.

10 En concreto, destacarían los impulsos fiscales de Alemania (con una cifra cercana al 1,9 % del PIB potencial), Holanda (1 %) y Austria (0,3 %).

**PERSPECTIVAS Y VALORACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL EN EL ÁREA DEL EURO EN 2020 (cont.)**

elevaría los niveles de PIB y de inflación de la zona del euro, en relación con el escenario central. Además, estos impactos estimados serían más intensos con una política monetaria que mantuviera inalterados los tipos de interés en su límite inferior. En este caso —más acorde con el contexto actual—, el efecto sobre el PIB del conjunto del

área alcanzaría su valor máximo en el primer año, con un aumento del producto de hasta 0,5 pp por encima del nivel base, aunque se diluiría lentamente con posterioridad<sup>11, 12</sup>. Por su parte, la tasa de inflación registraría un impacto máximo en el segundo año, cuando se situaría cerca de 0,25 pp por encima del nivel base.

---

11 De acuerdo con este modelo, los efectos de desbordamiento de este impulso fiscal sobre el PIB de las grandes economías de la zona del euro, como España, Italia y Francia, son positivos, aunque moderados, situándose en torno a 0,2 pp del PIB respecto al escenario base.

12 En línea con la evidencia empírica, los efectos asociados a un aumento de la inversión pública serían superiores —sobre todo, en el medio plazo— a los que se obtendrían simulando un impulso fiscal a través del consumo público. En este caso, con una política monetaria acomodaticia, el PIB de la zona del euro se situaría 0,4 pp por encima del nivel base el primer año, pero este efecto se diluiría con posterioridad mucho más rápido que en el caso de un impulso a la inversión pública.