



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 3 de abril, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. La información disponible confirma que la moderada recuperación de la economía de la zona del euro sigue avanzando en consonancia con la anterior valoración del Consejo de Gobierno. Al mismo tiempo, la información más reciente sigue siendo compatible con la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución gradual ascendente de las tasas de inflación medida por el IAPC. Las señales procedentes del análisis monetario confirman el escenario de debilidad de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo en la zona del euro continúan firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%.

De cara al futuro, el Consejo de Gobierno seguirá muy atentamente la evolución de los factores y considerará todos los instrumentos disponibles. El Consejo de Gobierno tiene la firme determinación de mantener un alto grado de acomodación monetaria y actuar con rapidez si fuera necesario. En consecuencia, no excluye medidas adicionales de relajación de la política monetaria y reitera firmemente su expectativa de que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en unas perspectivas de inflación en general contenidas a medio plazo, dada la debilidad generalizada de la economía, las bajas tasas de utilización de la capacidad productiva y la lenta creación de dinero y crédito. Al mismo tiempo, el Consejo de Gobierno sigue atentamente la evolución de los mercados monetarios. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar eficazmente los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro creció en el último trimestre de 2013 un 0,2%, en tasa intertrimestral, tras registrar un aumento del 0,1% en el tercer trimestre y del 0,3% en el segundo. Los datos procedentes de las encuestas relativas al primer trimestre de este año son compatibles con un crecimiento moderado continuado, lo que confirma las anteriores expectativas de que la actual recuperación se ve favorecida cada vez más por una demanda interna más sólida. De cara al futuro, deberían materializarse algunas mejoras adicionales en la demanda interna, respaldadas por la orientación acomodaticia de la política monetaria, los efectos de la actual mejora de las condiciones de financiación en la economía real, y los avances realizados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales. Además, las rentas reales se están beneficiando de la moderada evolución de los precios, en particular del descenso de los precios de la energía. Se espera también que el fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro favorezca la actividad económica. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado las primeras señales de mejora, el desempleo en la zona del euro sigue siendo elevado y, en general, el nivel de utilización de la capacidad productiva es considerablemente bajo. Asimismo, los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. La evolución de los mercados financieros mundiales y de las economías emergentes, así como los riesgos geopolíticos, podrían afectar negativamente a las condiciones económicas. Otros riesgos a la baja están relacionados con una demanda interna más débil de lo esperado y una aplicación insuficiente de reformas estructurales en los países de la zona del euro, así como un menor crecimiento de las exportaciones.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,5% en marzo de 2014, frente al 0,7% registrado en febrero. Este descenso refleja

las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de alimentos, bienes y servicios, compensadas parcialmente por una reducción más moderada de los precios de la energía. Teniendo en cuenta los tipos de cambio vigentes y los precios actuales de los futuros sobre la energía, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC repunte ligeramente en abril, debido en parte a la volatilidad de los precios de los servicios en los meses en torno a Semana Santa. En los próximos meses, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC siga siendo baja, antes de aumentar gradualmente en 2015 y situarse en niveles próximos al 2 % hacia finales de 2016. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo permanecen firmemente ancladas en niveles compatibles con la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno considera que los riesgos tanto al alza como a la baja para las perspectivas sobre la evolución de los precios son limitados y, en general, están equilibrados a medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones tanto de los riesgos geopolíticos como de la evolución de los tipos de cambio serán objeto de un seguimiento atento.

En lo que respecta al análisis monetario, los datos de febrero de 2014 apuntan a un crecimiento subyacente débil del agregado monetario amplio (M3). El crecimiento interanual de M3 se mantuvo en general estable en el 1,3 % en febrero, frente al 1,2 % observado en enero. El crecimiento del agregado monetario estrecho M1 continuó en un vigoroso 6,2 % en febrero, tras el 6,1 % de enero. El principal factor del crecimiento interanual de M3 siguió siendo el incremento de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, que refleja el elevado interés de los inversores internacionales en los activos de la zona del euro.

Los préstamos concedidos por las IFM al sector privado continuaron descendiendo en febrero. La tasa de variación interanual de los préstamos a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) se situó en el -3,1 %, frente al -2,8 % registrado en enero. La débil evolución de los préstamos a las sociedades no financieras sigue reflejando su desfase con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. El crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) se mantuvo en el 0,4 % en febrero de 2014, prácticamente sin variación desde principios de 2013.

Desde el verano de 2012 se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito. Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial que la fragmentación de los mercados de crédito de la zona siga reduciéndose y que la capacidad de resistencia de las entidades de crédito se refuerce donde resulte necesario. Este es el objetivo de la evaluación global que el BCE está realizando actualmente.

En síntesis, el análisis económico confirma la expectativa del Consejo de Gobierno de un período prolongado de baja inflación, seguido de una evolución gradual ascendente de la inflación medida por el IAPC hacia tasas próximas al 2 %. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma el escenario de debilidad de las presiones subyacentes sobre los precios en la zona del euro a medio plazo.

En lo que respecta a las políticas fiscales, los países de la zona del euro han logrado importantes progresos en la corrección de los desequilibrios presupuestarios. Deberían mantener los esfuerzos de saneamiento del pasado y reconducir las elevadas ratios de deuda pública hacia una senda descendente a medio plazo, conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Las estrategias fiscales deberían garantizar un conjunto de medidas de saneamiento favorables al crecimiento, destinadas a mejorar la calidad y la eficiencia de

los servicios públicos y reducir al mínimo los efectos distorsionadores de los impuestos. Se precisan nuevas medidas decididas para reformar los mercados de productos y de trabajo con el fin de mejorar la competitividad, aumentar el crecimiento potencial, generar oportunidades de empleo e incrementar la flexibilidad de las economías de la zona del euro.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se examinan los motivos de los bancos centrales para proporcionar indicaciones sobre la futura orientación de la política monetaria (*forward guidance*) y se estudian los fundamentos y la eficacia de las indicaciones del BCE. En el segundo se analiza el debate en torno a los multiplicadores fiscales de corto plazo y los efectos a medio y más largo plazo del saneamiento presupuestario en la sostenibilidad de la deuda y el producto.



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La actividad económica mundial mantiene una senda de recuperación gradual, pese a que se ha observado cierta debilidad desde principios de año, debido en gran parte a factores transitorios. El cambio en la dinámica de crecimiento continúa en las diversas regiones y su ritmo se está afianzando en las economías avanzadas, mientras que la incertidumbre económica y geopolítica está afectando a las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes. La inflación mundial y las presiones inflacionistas se mantienen contenidas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En febrero de 2014, el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio y del crédito continuó siendo débil. El crecimiento interanual de M3 se estabilizó, respaldado por nuevas entradas mensuales en sus componentes más líquidos, especialmente en los depósitos a la vista. En cuanto a las contrapartidas, el crecimiento interanual del agregado monetario amplio siguió viéndose favorecido por los acusados incrementos intermensuales de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM, atribuibles, en cierta medida, a los superávits por cuenta corriente y al gran interés de los inversores internacionales por los activos de la zona del euro. La tasa de contracción interanual del crédito otorgado por las IFM al sector privado (ajustado de ventas y titulaciones) se estabilizó, aunque continuó siendo un lastre para la creación de dinero. Los niveles negativos observados son acordes con la situación del ciclo económico, el entorno de debilidad de la demanda y las restricciones de oferta, que están disminuyendo aunque solo gradualmente.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En enero de 2014, la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo más lento que en diciembre de 2013. El crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras siguió siendo intenso, pero no compensó totalmente la persistente tasa de crecimiento negativa de la emisión de valores distintos de acciones por las IFM. Este sector continuó siendo el que más contribuyó a la emisión de acciones cotizadas por parte de residentes en la zona.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

En marzo y principios de abril de 2014, los tipos de interés a corto plazo del mercado monetario experimentaron ligeros aumentos y mostraron algo de volatilidad, posiblemente como consecuencia de las fluctuaciones observadas en el exceso de liquidez, de los efectos de fin de trimestre y de la evolución del mercado monetario de Estados Unidos. Los tipos a largo plazo también se elevaron marginalmente.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se mantuvo prácticamente estable en marzo y a principios de abril, mientras que el correspondiente a la deuda pública de Estados Unidos registró una subida en ese mismo período. Esta evolución fue reflejo del impacto relativo de los datos económicos, de las turbulencias geopolíticas y de los cambios adicionales en el programa de relajación cuantitativa acordados por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos. Los diferenciales entre el rendimiento de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro y el tipo *swap* del eonia descendieron, en un contexto de ligera disminución de la incertidumbre en los mercados de renta fija. Los indicadores financieros de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro no registraron variaciones significativas y siguieron siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En febrero de 2014, los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras experimentaron un ligero descenso para los préstamos con períodos de fijación del tipo hasta un año y de más de cinco años, así como para los préstamos de más de un millón de euros y de hasta un millón de euros. Al mismo tiempo, los tipos aplicados por este sector a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda apenas se modificaron en ninguno de los dos períodos de fijación del tipo mencionados. Los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras y de los hogares se redujeron en febrero, mientras que los de los depósitos a corto plazo permanecieron básicamente inalterados. Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de mercado se estrecharon tanto para los préstamos con período de fijación del tipo hasta un año como para aquellos con período de fijación de más de cinco años.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de febrero y principios de abril de 2014, las cotizaciones bursátiles registraron subidas tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. La evolución de los índices fue consecuencia de las señales de consolidación adicional del repunte de la actividad económica que, no obstante, se vieron contrarrestadas en cierta medida por las repercusiones de la agudización de las tensiones geopolíticas. En marzo, la decisión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal de Estados Unidos de seguir reduciendo las compras de activos también puede haber afectado a los mercados de renta variable.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,5% en marzo de 2014, frente al 0,7% de febrero. Este descenso se debe a las caídas de las tasas de variación interanual de los componentes de alimentos, de bienes y de servicios, que se vieron contrarrestadas en cierta medida por una reducción más moderada de los precios de la energía. Tomando como base los tipos de cambio actuales y los precios vigentes en los mercados de futuros de la energía, se

prevé que la inflación interanual medida por el IAPC repunte ligeramente en abril, como consecuencia, en parte, de la volatilidad que registran los precios de los servicios en los meses cercanos a la Semana Santa. Se espera que en los meses venideros la inflación interanual medida por el IAPC siga siendo reducida y que aumente gradualmente en 2015 hasta alcanzar niveles próximos al 2% hacia finales de 2016. Asimismo, las expectativas de inflación a medio y largo plazo continúan estando firmemente ancladas en consonancia con la estabilidad de precios. Tanto los riesgos al alza como a la baja para las perspectivas de evolución de los precios siguen siendo limitados y, en general, continúan estando equilibrados en el medio plazo. En este contexto, las posibles repercusiones de los riesgos geopolíticos y de la evolución del tipo de cambio deben ser objeto de estrecho seguimiento.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el último trimestre de 2013, frente al 0,1% y el 0,3%, respectivamente, de los dos trimestres anteriores. Los indicadores de opinión correspondientes al primer trimestre de este año son compatibles con un crecimiento moderado y sostenido, lo que confirma las expectativas previas de que la recuperación en curso se está viendo respaldada de manera creciente por una demanda interna más sólida. De cara a los próximos años, debería materializarse una mejora adicional de la demanda interna, sostenida por la orientación acomodaticia de la política monetaria, la mejora de las condiciones de financiación que se está trasladando a la economía real y los avances en la consolidación fiscal y las reformas estructurales. Además, las rentas reales se ven favorecidas por una evolución moderada de los precios, en particular por unos precios de la energía más bajos. También se espera que la actividad económica se beneficie de un fortalecimiento gradual de la demanda de exportaciones de la zona del euro. Al mismo tiempo, aunque los mercados de trabajo han mostrado las primeras señales de mejora, el desempleo en la zona sigue siendo elevado y, en general, la capacidad productiva sin utilizar es considerable. Por otra parte, los necesarios ajustes de los balances de los sectores público y privado seguirán afectando al ritmo de la recuperación económica. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan siendo a la baja.

[Si desea leer el capítulo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



I LA FORWARD GUIDANCE DEL BCE

Desde julio de 2013, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha ofrecido indicaciones sobre la orientación de la política monetaria con respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE («forward guidance»), condicionadas a las perspectivas para la estabilidad de precios. En este artículo se analizan la fundamentación lógica de esta herramienta, así como las diferentes formas de comunicarla que han adoptado los bancos centrales, se explica la forward guidance proporcionada por el BCE y se evalúa su impacto. En términos generales, el objetivo de la forward guidance del BCE es clarificar la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación en la zona del euro y su estrategia de política monetaria basada en dicha valoración. La evidencia sugiere que estas indicaciones han cumplido hasta el momento el objetivo del BCE al aportar mayor claridad sobre la orientación condicional de la política monetaria del Consejo de Gobierno.

INTRODUCCIÓN

Tras su reunión de 4 de julio de 2013, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que esperaba «que los tipos de interés oficiales del BCE se mantengan en los niveles actuales o en niveles inferiores durante un período prolongado. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dada la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria». Estas declaraciones condicionales sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales suelen conocerse con el nombre de *forward guidance*. El BCE ha mantenido su política de *forward guidance* desde entonces, y el Consejo de Gobierno la «reiteró firmemente» en enero y en febrero de 2014. El 6 de marzo de 2014, este órgano reforzó su formulación indicando con mayor precisión las condiciones para una política de bajos tipos de interés.

El empleo de la *forward guidance* ha supuesto un cambio significativo en la comunicación por parte del BCE de su política monetaria, pues ha implicado que se transmita no solo cómo valora el Consejo de Gobierno de esta institución la situación económica actual y los riesgos para la estabilidad de precios a medio plazo, sino también qué implica dicha valoración para la orientación futura de su política monetaria.

Para afrontar las consecuencias macroeconómicas de la crisis financiera mundial, algunos bancos centrales, al igual que el BCE, han realizado declaraciones explícitas sobre la senda futura de su política monetaria. El uso de la *forward guidance* por un número creciente de bancos centrales desde el comienzo de la crisis plantea varios interrogantes. ¿Cuál fue la fundamentación lógica para aplicar la *forward guidance*? ¿Cómo se han ofrecido las indicaciones en la práctica? ¿Qué indujo al BCE a introducir la política de *forward guidance* y qué forma adoptó? Por último, ¿ha cumplido la *forward guidance* del BCE sus objetivos?

Para contestar a estas preguntas, en este artículo se analizan, en primer lugar, las motivaciones que subyacen a la *forward guidance* y los diferentes enfoques adoptados por los distintos bancos centrales (sección 2), y posteriormente se explican, de forma más específica, la fundamentación lógica de dicha política del BCE y su eficacia (sección 3). En la sección 4 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIÓN

En este artículo se examina la política de *forward guidance*, consistente en ofrecer indicaciones explícitas sobre la orientación condicional de la política monetaria con respecto a la senda futura de los tipos de interés oficiales, con el fin de anclar mejor las expectativas de los agentes económicos con la senda prevista para los tipos de interés del banco central.

Aunque antes de la reciente crisis financiera mundial se habían aplicado algunas formas de *forward guidance*, su uso se ha extendido e intensificado durante esta crisis, dado que el tipo de interés oficial de los bancos centrales ha llegado o se ha aproximado al límite inferior. En este contexto, la *forward guidance* es una herramienta eficaz para guiar más firmemente las expectativas de los mercados relativas a la evolución futura de los tipos de interés a corto plazo en torno a la orientación de la política monetaria deseada por el banco central, particularmente ante una intensificación de la volatilidad financiera. Los bancos centrales de todo el mundo han recurrido a diversas formas de *forward guidance*, asociando a las mismas distintos tipos de condicionalidad, dependiendo de sus mandatos y de las respectivas condiciones económicas imperantes.

En un entorno en el que el riesgo de una mayor volatilidad de las condiciones financieras podría desdibujar la orientación deseada de la política monetaria, el BCE adoptó la *forward guidance* en forma de comunicación explícita de la orientación condicional de la política monetaria del Consejo de Gobierno con respecto a la senda futura de los tipos de interés oficiales del BCE. El objetivo de la *forward guidance* del BCE ha sido clarificar la valoración del Consejo de Gobierno de las perspectivas de inflación en la zona del euro y la reacción de su política monetaria a dicha valoración.

La evidencia sugiere que la *forward guidance* ha cumplido los objetivos de BCE al aportar mayor claridad y transparencia sobre la orientación de la política monetaria del Consejo de Gobierno con respecto a la senda futura de los tipos de interés oficiales del BCE, condicionada a las perspectivas de estabilidad de precios. Esta herramienta ha mejorado sensiblemente el control sobre los tipos de interés del mercado monetario, contribuyendo a estabilizar las condiciones de este mercado y a anclar más firmemente las expectativas sobre los tipos de interés oficiales. Por tanto, la *forward guidance* ha ayudado con éxito al BCE a cumplir su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro a medio plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 LOS MULTIPLICADORES FISCALES Y EL MOMENTO DE LA CONSOLIDACIÓN

Este artículo pretende relacionar el debate sobre los multiplicadores fiscales a corto plazo (definidos como la variación del PIB real que se produce tras una perturbación fiscal unitaria) con el impacto a medio y largo plazo de la consolidación fiscal sobre la sostenibilidad de la deuda y sobre el producto. Considera que existe una considerable incertidumbre en torno al tamaño de los multiplicadores fiscales a corto plazo. Cabe señalar que los multiplicadores pueden ser más elevados en las recesiones profundas o en las crisis financieras, pero el efecto negativo de la consolidación fiscal se ve mitigado en situaciones de debilidad de las finanzas públicas. No obstante, hay argumentos de peso para adelantar la consolidación presupuestaria, incluso en tiempos difíciles —especialmente en el caso de los países sometidos a la presión de los mercados— y que ese adelanto es aconsejable por razones de economía política. Las simulaciones en las que se utilizan valores razonables de los multiplicadores sugieren que cualquier incremento de la ratio de deuda que se registre tras episodios de consolidación fiscal será, probablemente, de carácter transitorio en la mayoría de los casos y se corregirá en el medio plazo. Por otra parte, el aplazamiento de la consolidación exigiría, en general, un esfuerzo presupuestario más intenso para reducir las ratios de deuda. Por último, hay evidencia de que los multiplicadores son positivos (es decir, que la consolidación conduce a un aumento del producto) a largo plazo. En general, al determinar la senda del ajuste fiscal y la composición de la consolidación de las finanzas públicas, es necesario tener en cuenta tanto los costes a corto plazo como los beneficios a más largo plazo.

INTRODUCCIÓN

Desde el inicio de la crisis de la deuda soberana, muchos países de la UE han puesto en marcha procesos de consolidación fiscal a fin de restablecer la sostenibilidad de la deuda pública y de salvaguardar o recuperar el acceso a la financiación de mercado. Si se considera la zona del euro en su conjunto, se prevé que la consolidación presupuestaria continúe en 2014, aunque a un ritmo más pausado, tras los considerables esfuerzos realizados hasta ahora. Según las proyecciones de la Comisión Europea, se espera que, en promedio, la deuda pública de la zona del euro en porcentaje del PIB alcance un máximo en 2014 y que el producto se recupere, aunque de forma lenta¹.

Existe un amplio consenso acerca de que los beneficios a medio y largo plazo derivados de un proceso de consolidación fiscal bien diseñado suelen ir acompañados de unos costes a corto plazo en forma de pérdidas de producto. El reciente debate entre la comunidad académica y los responsables de la política económica ha tendido a centrarse en estos costes a corto plazo y en sus implicaciones para el ritmo de consolidación fiscal deseado. Algunos han llegado incluso a argumentar (véase sección 3) que si el impacto negativo sobre el crecimiento económico a corto plazo es suficientemente acusado, el adelanto de la consolidación puede tener un efecto contrario al pretendido y traducirse en ratios de deuda en relación con el PIB más elevadas. En este contexto, este artículo pretende ir más allá del debate sobre el impacto a corto plazo que la consolidación fiscal tiene sobre el producto y analizar sus efectos de medio a largo plazo sobre el producto y la sostenibilidad de la deuda. También examina la literatura reciente sobre los multiplicadores fiscales dependientes del estado de la economía, y concluye formulando recomendaciones relativas al diseño de la consolidación fiscal.

¹ Véase Comisión Europea «Previsiones Económicas Europeas – Otoño de 2013», *European Economy*, n° 7/2013, noviembre de 2013.

CONCLUSIONES

El análisis de la literatura relevante presentado en este artículo indica que no existe un único multiplicador a corto plazo asociado a la consolidación fiscal. Los multiplicadores son específicos de cada país, de cada momento y de cada episodio. En general, cabe esperar que la consolidación presupuestaria tenga un impacto negativo sobre el producto en el corto plazo, que es mayor no solo durante las recesiones o los períodos de tensiones financieras, sino también cuando la política monetaria está sometida a restricciones y la consolidación se lleva a cabo en muchos países simultáneamente. Se observa que el multiplicador fiscal es menor en situaciones de debilidad de las finanzas públicas, especialmente cuando existen riesgos para la sostenibilidad de la deuda pública. El multiplicador también varía en función del instrumento fiscal que se utilice.

No obstante, es importante ir más allá de este limitado enfoque de corto plazo. Existe un amplio consenso sobre que las consolidaciones fiscales bien diseñadas producen efectos positivos de medio a largo plazo. Los procesos de consolidación fiscal dan lugar a una mejora permanente del saldo estructural, mientras que el deterioro del crecimiento solo es temporal. Incluso en los casos en los que el multiplicador fiscal es elevado, la consolidación podría traducirse, inicialmente, en una ratio de deuda más alta, pero se trata de un efecto que, normalmente, se corrige en unos pocos años. En el caso de países con elevados niveles de deuda, si bien el efecto adverso a corto plazo sobre la ratio de deuda podría ser más prolongado, la consolidación fiscal hace que, en última instancia, la deuda retorne a una senda más sostenible.

Las simulaciones que utilizan supuestos razonables sugieren que adelantar la consolidación reduce el esfuerzo de ajuste total y estabiliza la ratio de deuda con más rapidez (aunque también implica mayores reducciones del producto a corto plazo). Sin embargo, en muchos casos, evitar esos costes a corto plazo no es una opción viable. Los países sometidos a tensiones fiscales se ven obligados a adelantar la consolidación fiscal para poder hacer frente a las necesidades de financiación y sanear las finanzas públicas con celeridad, a fin de evitar súbitas reacciones negativas de los mercados. Los que abogan por aplazar la consolidación fiscal señalan con frecuencia que, en el futuro, el nivel esperado de los multiplicadores será menor, una vez que se haya producido la recuperación. No obstante, esta podría ser una estrategia peligrosa, especialmente porque es improbable que se materialice una recuperación cuando el aplazamiento de la consolidación fiscal implica un mayor deterioro de la situación de las finanzas públicas. En tales situaciones, el aplazamiento de la consolidación exigirá mayores esfuerzos acumulados en este ámbito. En general, a la hora de diseñar una senda de ajuste fiscal, los argumentos antes mencionados a favor de adelantar la estrategia de consolidación suelen pesar más que los que ponen el acento en los costes asociados a las pérdidas de producto en el corto plazo, especialmente cuando se trata de cuestiones de economía política.

En todos los casos, la credibilidad del proceso de consolidación fiscal, que parece ser crucial para reducir los costes a corto plazo de dicho proceso, deberá reforzarse formulando planes a medio plazo bien diseñados y basados en medidas detalladas y permanentes. También es esencial que la consolidación fiscal se base en recortes del gasto público no productivo, ya que esta estrategia será la más beneficiosa para el crecimiento a medio plazo y tendrá un impacto duradero sobre el déficit. La confianza en los programas de saneamiento de las finanzas públicas de los Gobiernos se refuerza aún más si van acompañados de reformas estructurales que tengan efectos positivos por el lado de la oferta en el largo plazo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)