



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de octubre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Tras las decisiones adoptadas el 4 de septiembre de 2014, el Consejo de Gobierno también aprobó los principales detalles del funcionamiento del programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos y del nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados. Ello permitirá al Eurosistema comenzar a adquirir bonos garantizados y bonos de titulización de activos en el cuarto trimestre de 2014, empezando por las compras de bonos garantizados en la segunda quincena de octubre. Los programas tendrán una duración de al menos dos años. Junto con la serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO) hasta junio de 2016, estas compras tendrán un impacto considerable en el balance del Eurosistema.

Las nuevas medidas apoyarán a segmentos específicos del mercado que desempeñan un papel fundamental en la financiación de la economía. Por tanto, seguirán mejorando la transmisión de la política monetaria, facilitarán la provisión de crédito al conjunto de la economía y generarán efectos positivos en otros mercados. Considerando las perspectivas generales de baja inflación, la pérdida de impulso del crecimiento en la zona de euro durante los últimos meses y la continuada atonía de la evolución monetaria y crediticia, las compras de activos por el Eurosistema deberían relajar el tono de la política monetaria de forma más amplia. También deberían reforzar las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reafirmar el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes.

Junto con el tono acomodaticio que ya muestra la política monetaria, la aplicación decidida de las nuevas medidas respaldará el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2%. Conforme estas medidas se transmitan a la economía, contribuirán al retorno de la inflación a tasas más próximas al objetivo del Consejo de Gobierno. Este es unánime en su compromiso de utilizar también, si fuera necesario, instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

En lo que respecta al análisis económico, tras cuatro trimestres de expansión moderada, el PIB real de la zona del euro se mantuvo en el segundo trimestre de este año sin variación respecto al trimestre anterior. Los datos procedentes de las encuestas disponibles hasta septiembre confirman la pérdida de impulso del crecimiento en la zona del euro, aunque sigue siendo compatible con una modesta expansión económica en el segundo semestre del año. De cara a 2015, se mantienen las perspectivas de una recuperación moderada en la zona del euro, si bien es necesario un seguimiento atento de los principales factores y supuestos que determinan esta evaluación. La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, la continuada mejora de las condiciones de financiación, los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales, y el efecto positivo del descenso de los precios energéticos en la renta real disponible. Asimismo, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial. Al mismo tiempo, es probable que el elevado nivel de desempleo, el considerable grado de capacidad productiva no utilizado, la continuación del crecimiento negativo de los préstamos al sector privado y los ajustes necesarios en los balances de los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la reciente pérdida de impulso del crecimiento en la zona de euro y la intensificación de los riesgos geopolíticos, podrían frenar la confianza y, en particular, la inversión privada. Asimismo, el insuficiente

avance de las reformas estructurales en los países de la zona del euro constituye un riesgo a la baja fundamental para las perspectivas económicas.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC en la zona del euro se situó en el 0,3 % en septiembre de 2014, frente al 0,4 % registrado en agosto. En comparación con el mes anterior, esta evolución refleja un descenso más acusado de los precios de la energía y un incremento algo menor de los precios de casi todos los demás componentes del IAPC. Sobre la base de la información disponible, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos durante los próximos meses, y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016.

El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía de la dinámica del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de agosto de 2014 siguen apuntando a una débil evolución subyacente del agregado monetario amplio (M3), cuya tasa de crecimiento interanual aumentó moderadamente hasta el 2,0 % en agosto, tras el 1,8 % registrado en julio. El crecimiento interanual de M3 sigue apoyándose en sus componentes más líquidos, con un crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) del 5,8 % en agosto.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) siguió siendo negativa, situándose en el -2,0 % en agosto, tras el -2,2 % observado el mes anterior. En promedio, las amortizaciones netas se han moderado en los últimos meses desde los niveles históricamente elevados registrados hace un año. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 0,5 % en agosto, prácticamente sin variación desde comienzos de 2013.

En este contexto de debilidad del crecimiento crediticio, el BCE pronto finalizará la evaluación global de los balances de las entidades de crédito, cuya importancia es primordial para superar las restricciones de la oferta de crédito.

El contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirma las recientes decisiones de aumentar el grado de acomodación de la política monetaria y respaldar el crédito a la economía real adoptadas por el Consejo de Gobierno.

El objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y su orientación acomodaticia contribuye a apoyar la actividad económica. Sin embargo, para reforzar la actividad inversora, la creación de empleo y el crecimiento potencial, otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones decisivas. En particular, es claramente necesario que la tramitación y aplicación de reformas estructurales cobren impulso en varios países. Esto se refiere a los mercados de productos y de trabajo, así como a la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial. En lo que respecta a las políticas fiscales, los países de la zona del euro deberían mantener los progresos logrados y actuar conforme al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto debería reflejarse en los proyectos de planes presupuestarios para 2015 que los Gobiernos van a presentar, en los que abordarán las recomendaciones específicas para cada país. El Pacto debería seguir siendo el ancla para la confianza en la

sostenibilidad de las finanzas públicas, y la flexibilidad que ofrecen sus normas debería permitir a los Gobiernos afrontar los costes presupuestarios derivados de reformas estructurales importantes, apoyar la demanda y lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento. Una aplicación plena y coherente del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la zona del euro es imprescindible para reducir las elevadas ratios de deuda pública, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primero se analiza el impacto de la crisis económica en los mercados de trabajo de la zona del euro. En el segundo se explica el concepto de esfuerzo fiscal y trata de que se conozcan los problemas conceptuales y de medición existentes para su evaluación.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La recuperación de la economía mundial avanza gradualmente, aunque sigue siendo vulnerable a posibles retrocesos en un entorno de ligero aumento de la dispersión de la dinámica del crecimiento tanto a nivel regional como de países. Tras la debilidad observada en el primer semestre del año, se prevé que la actividad económica global se fortalezca en los próximos trimestres, respaldada por las políticas monetarias acomodaticias aplicadas en las economías avanzadas, la favorable situación de los mercados financieros y la mejora del clima económico mundial. No obstante, la intensificación de los riesgos geopolíticos, la inquietud respecto a la estabilidad financiera y los obstáculos estructurales están limitando las perspectivas de crecimiento a medio plazo, en particular en las economías emergentes. La inflación mundial se ha moderado recientemente, mientras que las presiones inflacionistas continúan estando contenidas, reflejando la holgura de la economía, que se está reduciendo lentamente, y la desaceleración de los precios de las materias primas.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En agosto de 2014, el crecimiento interanual de M3 siguió recuperándose, aunque los datos monetarios continuaron señalando una debilidad subyacente del crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio estuvo determinado, principalmente, por una preferencia de los sectores tenedores de dinero por los activos líquidos, especialmente los depósitos a la vista. Por lo que respecta a las contrapartidas, la fuente externa de creación de dinero ha seguido siendo un factor de respaldo en los últimos meses, pero está perdiendo impulso, al tiempo que se está moderando el lastre derivado de la contracción del crédito. Los flujos de salida observados en la dinámica con respecto a los pasivos financieros a más largo plazo también han seguido respaldando el crecimiento de M3. El menor ritmo de contracción de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado en agosto confirma los indicios observados anteriormente de un cambio en la dinámica de los préstamos en torno al segundo trimestre de 2014.

2.2 EMISIONES DE VALORES DISTINTOS DE ACCIONES

En julio de 2014, la emisión de valores distintos de acciones por parte de residentes en la zona del euro siguió disminuyendo, aunque a un ritmo algo más lento que en junio. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores distintos de acciones por las sociedades no financieras aumentó de forma visible en julio, pero no compensó totalmente la tasa de crecimiento persistentemente negativa registrada por las emisiones de las IFM, que se debe, en parte, al proceso de desapalancamiento en curso. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por las IFM siguió siendo vigorosa en julio, lo que refleja el fortalecimiento en curso de los balances de este sector de la economía.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se redujeron en septiembre, tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el día 4 de dicho mes, registrándose mínimos históricos para el euríbor, el eonia y los tipos swap del eonia. El exceso de liquidez aumentó tras la adjudicación de la primera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés).

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de agosto y principios de octubre, el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro con calificación AAA prácticamente no experimentó variación, pese al aumento observado en la primera parte del período de referencia. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se incrementó ligeramente durante ese mismo período. Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo en la zona del euro registraron un descenso, aunque siguen siendo acordes con la estabilidad de precios a medio y largo plazo.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En agosto de 2014, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos de los hogares y de las sociedades no financieras experimentaron un descenso, tanto para los depósitos a corto plazo como para los depósitos a largo plazo, con la excepción de los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras. Todos los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM se redujeron, con la única excepción de los aplicados a los créditos al consumo. Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés de mercado prácticamente no experimentaron variación tanto para los préstamos con períodos de fijación del tipo hasta un año como para los préstamos con período de fijación de más de cinco años. El diferencial entre los tipos aplicados a los préstamos hasta un millón de euros y los aplicados a los préstamos de más de un millón de euros se mantuvo prácticamente inalterado para ambos períodos de fijación del tipo.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de agosto y principios de octubre de 2014, las cotizaciones bursátiles se mantuvieron prácticamente estables en la zona del euro, mientras que, en Estados Unidos, registraron un descenso. La incertidumbre de los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se redujo en la zona del euro, pero aumentó ligeramente en Estados Unidos y Japón.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 0,3 % en septiembre de 2014, frente al 0,4 % de agosto. En comparación con el mes anterior, este descenso refleja una caída más pronunciada de los precios de la energía y unos incrementos algo menores en la mayoría de los otros componentes del IAPC. Tomando como base la información disponible actualmente se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en niveles reducidos en los próximos meses y que aumente de forma gradual en 2015 y 2016. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, especialmente en lo que se refiere a las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica del crecimiento, la evolución geopolítica y del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

Tras cuatro trimestres de expansión moderada, el PIB real de la zona del euro no experimentó variación entre los dos primeros trimestres de este año. Los datos de las encuestas disponibles hasta septiembre confirman el debilitamiento del ritmo de crecimiento en la zona del euro, aunque siguen siendo coherentes con una expansión económica moderada en el segundo semestre del año. De cara a 2015 se mantienen las perspectivas de una recuperación moderada en la zona del euro, aunque será necesario realizar un estrecho seguimiento de los principales factores y supuestos que sustentan esta estimación. La demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, por las mejoras que se observan en las condiciones de financiación, por los avances realizados en materia de consolidación fiscal y reformas estructurales, y por los precios más bajos de la energía, que están contribuyendo a mejorar la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial. Al mismo tiempo, es probable que las elevadas tasas de desempleo, la notable capacidad productiva sin utilizar, la persistencia del crecimiento negativo de los préstamos bancarios al sector privado y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando el ritmo de la recuperación económica. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan situándose a la baja.

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



I EL IMPACTO DE LA CRISIS ECONÓMICA EN LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA ZONA DEL EURO

La crisis económica ha tenido un fuerte impacto en los mercados de trabajo de la zona del euro. Una de sus características destacadas ha sido el considerable grado de heterogeneidad de los ajustes laborales llevados a cabo en los distintos países, ya que algunas economías han salido relativamente indemnes, mientras que otras han registrado acusados y persistentes incrementos del desempleo. En este artículo se analiza el impacto de la crisis en los mercados de trabajo de la zona del euro, prestando especial atención a los diferentes efectos de las dos recesiones que ha sufrido la zona durante la crisis y a la interacción de las características sectoriales e institucionales que ha determinado los resultados observados en estos mercados. Pese a las reformas estructurales en curso en algunos países de la zona del euro, los avances han sido parciales y desiguales. Es necesario profundizar en la reducción de las rigideces existentes en los mercados de trabajo de la zona del euro para aumentar su capacidad de ajuste y acelerarlo, contribuyendo con ello a la disminución de los elevados niveles actuales de paro estructural.

CONCLUSIONES

El considerable aumento del desempleo observado durante la crisis se ha concentrado en gran medida en las economías de la zona del euro especialmente afectadas por las tensiones registradas en los mercados financieros, en las que la crisis puso de manifiesto el recalentamiento de algunos sectores, los desequilibrios estructurales y las rigideces laborales. Todo ello contribuyó a acusadas caídas del producto y del empleo. Los grupos más afectados fueron los jóvenes, los trabajadores no cualificados, los trabajadores con contratos temporales y los desplazados de la construcción, un sector que anteriormente había experimentado un crecimiento excesivo. Además, la crisis ha provocado un fuerte avance del desempleo estructural y de larga duración en algunos países.

Durante la primera fase de la crisis, la respuesta estimada de los salarios de la zona del euro a variaciones en la tasa de paro fue inferior a la observada en el período anterior a la crisis, pero parece haber aumentado (con una curva de Phillips «más pronunciada») al persistir la crisis. Dado el elevado desempleo, una respuesta más rápida y flexible de los salarios a la situación de los mercados de trabajo debería ayudar a restablecer la competitividad y a incentivar la creación de puestos de trabajo. La adopción de reformas adicionales en materia de negociación colectiva —para permitir que los acuerdos salariales a nivel de empresa reflejen mejor las condiciones específicas de los diferentes mercados de trabajo y la evolución de la productividad, así como una mayor diferenciación salarial— mejoraría los mecanismos de señalización relativos a la demanda de distintos tipos de trabajadores.

Las reformas de los mercados de trabajo han sido particularmente intensas en los países que han recibido asistencia financiera internacional (Irlanda, Grecia, España, Chipre y Portugal). Pese a estos esfuerzos, los avances en las reformas laborales siguen siendo parciales y desiguales en los distintos países de la zona del euro. Aunque las reformas ya emprendidas podrían tardar cierto tiempo en dejar sentir todos sus efectos, es posible que sea necesario adoptar más reformas para lograr el grado de flexibilidad laboral compatible con la pertenencia a una unión monetaria. La intensificación de los esfuerzos para aumentar la movilidad interregional y transfronteriza en las economías de la zona del euro contribuiría a afrontar el elevado desempleo a escala local, reduciendo con ello el riesgo de que los altos niveles actuales de paro se traduzcan en nuevos incrementos del desempleo estructural, así como a aliviar los incipientes estrangulamientos de

oferta en las economías de la zona con un mayor crecimiento. La reducción adicional de las rigideces en el ajuste del empleo y de la dualidad existente en los mercados de trabajo ayudaría también a acelerar la redistribución del empleo hacia sectores más productivos.

Contrarrestar la fuerte subida del desempleo de larga duración exigirá hacer mayor hincapié en las políticas de reactivación, dando prioridad a las políticas activas de empleo —entre ellas, medidas de capacitación profesional específicas—, de modo que aumente la empleabilidad de los trabajadores desplazados de sectores cuyo tamaño ha quedado reducido de forma permanente. Las medidas deberían centrarse, en particular, en los grupos de jóvenes y de trabajadores menos cualificados, con el fin de prepararlos para nuevas oportunidades de empleo, ayudar a reducir el desajuste entre la oferta y la demanda de cualificaciones y focalizarse en actividades más productivas, todo lo cual contribuirá a acelerar el proceso de reestructuración. No obstante, si bien las políticas laborales activas pueden favorecer la reintegración de los jóvenes y de los parados en el mercado de trabajo, así como facilitarles el acceso a formación que aumente su productividad y experiencia, no pueden sustituir las medidas adicionales necesarias para propiciar unos mercados de trabajo más flexibles.

Por último, con el fin de cosechar todos los beneficios de las reformas laborales, será preciso emprender reformas adicionales en los mercados de productos para aumentar la competencia y la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a futuras perturbaciones, lo que evitará los mayores costes derivados de la caída del producto y del mayor desempleo asociados a ajustes más lentos y prolongados.

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

2 LA EVALUACIÓN DEL ESFUERZO FISCAL

Una condición indispensable para el buen funcionamiento de la UEM es que todos los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro apliquen unas políticas fiscales sólidas. El marco fiscal de la UE exige unos presupuestos públicos próximos al equilibrio o superavitarios a medio plazo, y que se eviten los déficits excesivos (superiores al 3 % del PIB) o, en caso de que se registren, que se corrijan a la mayor brevedad. En este contexto, la evaluación de la política fiscal de un país consiste en determinar si se han cumplido los objetivos de déficit nominal y si las medidas públicas exigidas —su esfuerzo fiscal— han sido suficientes para alcanzar estos objetivos de forma sostenible en un período de tiempo concreto.

Aunque el concepto de esfuerzo fiscal no se puede medir directamente, desempeña un papel fundamental en la planificación de una senda de consolidación presupuestaria que, teniendo en cuenta los efectos de retroalimentación de dicha consolidación sobre la actividad económica a corto plazo, garantice que las finanzas públicas vuelvan a situarse en una posición saneada en cuanto sea razonablemente posible. El esfuerzo fiscal trata de medir el efecto en el saldo presupuestario de las políticas adoptadas por el Gobierno en este ámbito y, por tanto, sirve de indicador para poder exigirle responsabilidades.

Tradicionalmente, el esfuerzo fiscal se ha calculado fundamentalmente a partir del saldo presupuestario estructural, que ajusta el saldo presupuestario por el ciclo económico y por determinados efectos transitorios. No obstante, se sabe desde hace tiempo que es una medida imperfecta de la actuación del Gobierno, y la crisis ha demostrado que los factores que están fuera de su control en el corto plazo pueden tener un efecto muy significativo sobre el saldo estructural. Más recientemente, la evaluación del esfuerzo fiscal se ha complementado con un análisis desagregado (bottom-up) más detallado. Este enfoque tiene por objeto lograr una cuantificación más directa del esfuerzo fiscal en términos del impacto de medidas de ingresos y de gasto específicas. Aunque los análisis desagregados de estas medidas constituyen un complemento importante de la estimación del saldo estructural, tampoco son una panacea, debido a las dificultades de medición. Además, es importante no perder de vista las cifras de déficit observadas y evaluar la política fiscal en función de esas cifras, ya que, en última instancia, determinan la acumulación de deuda pública y la sostenibilidad de las finanzas públicas.

INTRODUCCIÓN

Una condición indispensable para el buen funcionamiento de la UEM es que todos los Estados miembros pertenecientes a la zona del euro apliquen unas políticas fiscales sólidas. Cuando los déficits públicos alcanzan niveles elevados, como sucedió a causa de la reciente crisis económica y financiera, deben reducirse con prontitud para limitar el consiguiente incremento de la deuda pública, especialmente si el acceso al mercado corre peligro. No obstante, la consolidación fiscal puede tener efectos negativos a corto plazo sobre el crecimiento económico, y esto impone límites a la reducción del déficit que podría ser adecuada (es decir, factible) en un año determinado, lo que, a su vez, implica que la consolidación puede tener que extenderse a lo largo de varios años. Ello hace que la responsabilidad recaiga en las estrategias y en los requisitos de consolidación fiscal que estén correctamente calibrados de antemano (al formular recomendaciones en el contexto del procedimiento de déficit excesivo (PDE) y al elaborar los presupuestos nacionales) y que vayan seguidos de una evaluación rigurosa a posteriori de su aplicación.

Estas estrategias de consolidación incluyen dos elementos clave: el primero es el objetivo de reducción del déficit nominal en un plazo preestablecido y el segundo el esfuerzo fiscal que debe realizar el Gobierno

para alcanzar sus objetivos de déficit, teniendo en cuenta los efectos de retroalimentación existentes entre la consolidación fiscal y la actividad económica, así como otros factores que puedan afectar al vínculo entre el esfuerzo fiscal y la reducción del déficit. Por lo tanto, los saldos nominales y el esfuerzo fiscal deben desempeñar papeles complementarios, asegurando la coherencia de la estrategia de consolidación en su conjunto. Los objetivos nominales de saldo presupuestario son importantes porque son transparentes, garantizan la rendición de cuentas y, a través de sus efectos en las necesidades de financiación de los Gobiernos, determinan el impacto sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. El esfuerzo fiscal es un concepto que trata de reflejar con mayor precisión el efecto de las actuaciones públicas sobre el saldo presupuestario y, por ende, es algo en lo que el Gobierno puede influir directamente y por lo que se le puede exigir responsabilidades. En este sentido, es el instrumento que el Gobierno puede emplear para lograr sus objetivos en esta materia y, como tal, ha de ser coherente con la consecución de los objetivos de saldo nominal deseados. Con todo, el esfuerzo fiscal no es directamente cuantificable, y se han utilizado o se pueden utilizar numerosas vías alternativas para llevar a la práctica este concepto.

El establecimiento de una estrategia de consolidación fiscal conlleva la elaboración de planes que incluyan la senda que debe seguir el déficit, las medidas impositivas y de gasto consideradas necesarias para alcanzar ese déficit, así como el déficit estructural correspondiente. Habida cuenta de la interacción entre la evolución macroeconómica y la de las finanzas públicas, es preciso, en primer lugar, definir un escenario macroeconómico que sea coherente con la consolidación fiscal necesaria, basándose en determinados supuestos iniciales relativos a los planes tributarios y de gasto. Sobre la base de este escenario, y comparando la senda de déficit que se pretende seguir con la que resultaría de estimar los distintos componentes de ingresos y de gasto a partir de la legislación vigente, puede calcularse una «brecha fiscal» que debe reducirse con medidas impositivas y de gasto. A continuación se determina la senda correspondiente al saldo estructural utilizando la senda estimada del producto potencial y de la brecha de producción.

Tradicionalmente, y en particular en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), la evaluación del esfuerzo fiscal se ha basado fundamentalmente en la evolución del saldo (presupuestario) estructural en relación con el PIB, esto es, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas en relación con el PIB ajustado por el impacto estimado del ciclo económico y de determinados efectos transitorios. No obstante, las variaciones del saldo estructural reflejan no solo el impacto de las decisiones de política fiscal adoptadas por el Gobierno, sino también numerosos factores que están fuera de su control. Recientemente ha habido una iniciativa para basar más formalmente las decisiones adoptadas en el marco del PDE en un detallado análisis desagregado de las medidas de política fiscal, con el fin de calibrar mejor el impacto presupuestario de las actuaciones públicas.

En este contexto, este artículo trata de que se conozcan los problemas conceptuales y de medición existentes para evaluar el esfuerzo fiscal de un país. A fin de proporcionar el contexto adecuado, en la sección 2 se resume brevemente cómo ha evolucionado a lo largo del tiempo la evaluación del esfuerzo fiscal en el marco del PEC. En la sección 3 se analizan las medidas y la interpretación del saldo estructural, centrándose, en particular, en los factores que pueden abrir una brecha entre la evolución de este indicador y la orientación y el alcance de las decisiones tributarias y de gasto. En la sección 4 se examinan los problemas conceptuales y de medición relacionados con medidas desagregadas del esfuerzo fiscal más detalladas. Aunque este artículo está motivado, en cierta medida, por los cambios introducidos recientemente en la evaluación de las medidas efectivas adoptadas en el contexto del PDE y pone de relieve algunas cuestiones importantes en este contexto, también adopta una perspectiva conceptual más amplia en lo que respecta a la dificultad de medir el esfuerzo fiscal. En la sección 5 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

El esfuerzo fiscal trata de medir el efecto de las medidas adoptadas por el Gobierno en esta materia sobre el saldo presupuestario y, por tanto, sirve de indicador para poder exigirle responsabilidades. Este esfuerzo constituye el medio a través del cual el Gobierno puede lograr sus objetivos, y ha de ser coherente con la consecución de los objetivos de déficit nominal. No obstante, el esfuerzo fiscal no es directamente cuantificable, y se han utilizado o se pueden utilizar numerosas vías alternativas para llevar a la práctica este concepto.

La variación del saldo presupuestario estructural es una herramienta útil para calibrar el esfuerzo fiscal, pero no siempre refleja de forma razonablemente adecuada el impacto de las decisiones tributarias y de gasto adoptadas por los Gobiernos. Recientemente se ha dado mayor importancia a las evaluaciones del esfuerzo fiscal que tratan de identificar el impacto de las medidas impositivas y de gasto específicas. En principio, estos análisis «desagregados» constituyen un importante complemento de las estimaciones de la variación del saldo estructural. Con todo, su utilización plantea significativos problemas conceptuales y retos de carácter práctico. Si se pretende que estas evaluaciones adquieran mayor relevancia en la vigilancia presupuestaria en la UE, es importante aumentar la transparencia en lo que respecta a los métodos, los conceptos, los datos y la información.

En este contexto conviene distinguir entre la mayor parte de los ingresos públicos y las prestaciones sociales, sobre los que, al menos conceptualmente, está clara la idea de lo que es una «medida», y la mayoría de las partidas de gasto, para las que es conceptualmente difícil de identificar un escenario de referencia de ausencia de cambios en las políticas de gasto. En el primer caso, puede ser factible emplear un enfoque basado en «medidas individuales», mientras que, en el segundo, el único planteamiento razonable sería comparar los resultados con un criterio de referencia relevante.

Por lo que respecta al impacto de las medidas de ingresos específicas, es importante que los programas de estabilidad y la documentación presupuestaria de los Estados miembros indiquen claramente el impacto estimado de cada medida significativa y expliquen la naturaleza de estas estimaciones en términos de supuestos, conceptos contables y datos empleados. Estas estimaciones deberían estar sujetas a un análisis y una revisión a posteriori. Habría que hacer esfuerzos por publicar sistemáticamente información relevante que permitiera realizar un examen independiente. A los consejos fiscales independientes se les podría encomendar la tarea de revisar las estimaciones oficiales.

En cuanto al gasto, la elección y las características del criterio de referencia también deben ser claras y transparentes. A este respecto, el criterio de «un escenario sin cambios en la política fiscal» no está adecuadamente definido y es subjetivo, lo que compromete la imparcialidad de la evaluación de los distintos países. Unos criterios de referencia más apropiados serían un índice de inflación (para capturar el efecto del crecimiento del gasto en términos reales) o —como sucede actualmente en el marco del componente preventivo del PEC— el crecimiento potencial del PIB nominal (para capturar la tasa de crecimiento del gasto compatible con un saldo estructural estable).

Del mismo modo, la idoneidad de las políticas fiscales siempre deberá valorarse en relación con los resultados obtenidos a medio plazo, ya que son las cifras de déficit nominal las que determinan la acumulación de deuda pública y las que, en última instancia, son importantes para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las mayores necesidades de consolidación presupuestaria derivadas de un aumento del déficit (estructural), de una economía en proceso de reequilibrio, de un crecimiento potencial bajo o del envejecimiento de la población exigen, en general, un mayor esfuerzo fiscal cada año para lograr

que las finanzas públicas se sitúen o se mantengan en una posición saneada. El uso de distintos enfoques para medir el esfuerzo fiscal dará lugar a diferencias en la magnitud del esfuerzo necesario para realizar el ajuste requerido. Incluso si se lleva a cabo el esfuerzo fiscal recomendado, este puede ser insuficiente para obtener la mejora deseada del déficit nominal porque los supuestos o las previsiones empleados para calcular el esfuerzo necesario resultan ser erróneos. En tal caso, en los años siguientes se deberá acometer un esfuerzo fiscal mayor de lo previsto anteriormente con el fin de garantizar que el déficit nominal finalmente se reduzca hasta el nivel deseado.

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