

laboratorio de ideas.

Revisionismos. El multiplicador fiscal

**EMILIO
ONTIVEROS**

La experiencia es la más valiosa de las herramientas en política económica. Y sería fácil convenir que la aportada por esta crisis dispone de una importancia diferencial. Desde las circunstancias de su emergencia en el sistema financiero de EE UU hasta el rápido desplazamiento de su epicentro a la eurozona, las lecciones aportadas están siendo muy relevantes. En alguna ocasión anterior, en estas mismas páginas, he destacado que en cierta medida constituyen una cura de humildad para la profesión, no solo por las limitaciones mostradas para la anticipación de la crisis, sino quizás lo más relevante, por la insuficiente capacidad de los economistas para tomar decisiones de política económica en situaciones tan complejas como las reveladas en estos cinco últimos años.

Presunciones consideradas fundamentales en el análisis económico han sido cuestionadas por la realidad. Hemos aprendido que las cosas son más complicadas, que las enseñanzas de la experimentación son más valiosas que los prejuicios. Hay lugar, por tanto, para un detenido revisionismo en ámbitos, e incluso en hipótesis fundamentales, como la propia racionalidad sistemática de los agentes económicos o la completa eficiencia de los mercados financieros. También para revisar aspectos esenciales en la formulación de políticas económicas como el divorcio que ha presidido hasta ahora la relación entre la macroeconomía y el desarrollo de los mercados financieros, o la pertinencia de controles de cambio. La revisión se extiende ahora, con razón, al papel que han desempeñado las políticas fiscales durante la gestión de la crisis, fundamentalmente en Europa, y al que han de jugar para asentar la recuperación dado el relativo agotamiento de las políticas monetarias.

La necesidad de saneamiento de las finanzas públicas en algunas de las economías de la eurozona ha amparado la adopción de indiscriminadas y ambiciosas políticas de consolidación fiscal cuyos efectos están siendo manifiestamente contractivos sobre el crecimiento económico, al tiempo que no satisfacen los objetivos previstos de reducción del déficit público. Un ajuste fiscal demasiado rápido —contemplado como una carrera de velocidad, en lugar de una de fondo, con las expresiones popularizadas por los responsables del FMI— alimenta ese bucle diabólico en el que están insertas economías como la española. Lejos de fortalecer la confianza de los agentes económicos, contribuyen al deterioro del empleo, de la calidad de los balances bancarios y del propio crecimiento potencial de la economía. El escepticismo, en el mejor de los casos, se apodera de esos inversores en bonos públicos que se toman como referencia legitimadora de esas políticas voluntaristas. La falta de credibilidad se añade al convencimiento

de que sin crecimiento, sin una suficiente generación de rentas, las deudas no pueden pagarse.

Hace tiempo que instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI) advirtieron de las contraindicaciones de la austeridad a ultranza. Ahora, en la reunión de Tokio, la directora gerente del FMI ha vuelto a cuestionar la excesiva concentración temporal de los ajustes fiscales en Europa. Lo ha hecho con el res-

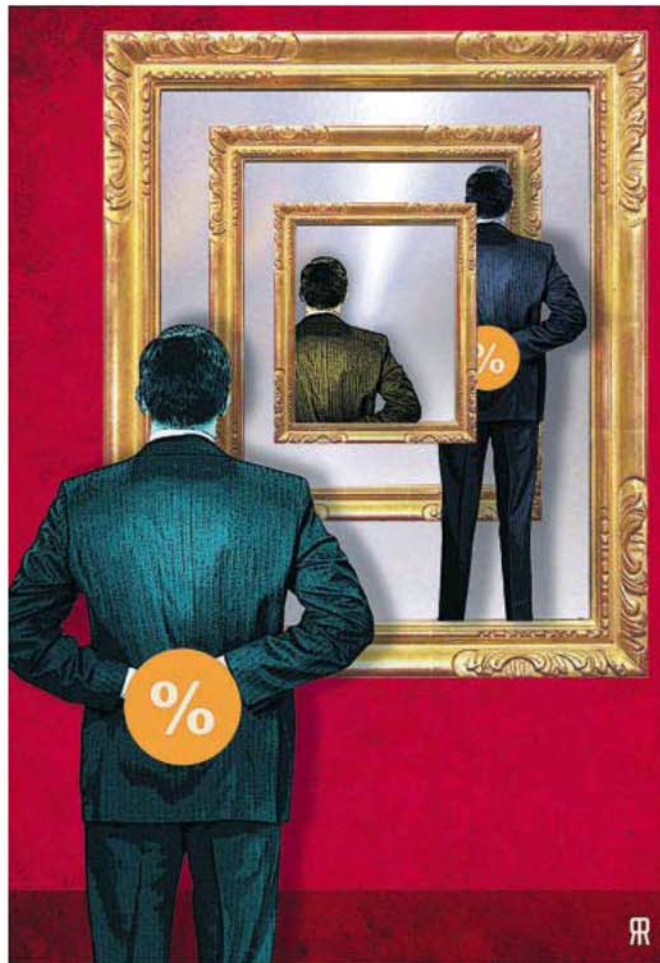
El multiplicador fiscal viene expresado como el ratio de una variación en la producción a un cambio exógeno en el déficit fiscal, en el gasto público o en los ingresos impositivos. En la introducción al WEO, de Olivier Blanchard, responsable de la investigación económica que produce la institución, se destaca el efecto contractivo de las políticas fiscales europeas. Admitiendo como necesario el saneamiento de las finanzas públicas,

ca. De la polarización en las primeras, especialmente en EE UU, dan cuenta las posiciones de profesores tan respetables como Robert Barro o Christina Rommer. El primero, afirmando que en tiempos de paz el valor de los multiplicadores en la economía estadounidense eran nulos; la segunda, partiendo de la base de que suponían un valor no inferior a 1,5.

La estimación más reciente del FMI aparece en un recuadro (*Are we underestimating short-term fiscal multipliers?*) del primer capítulo del WEO, cuyos autores son el propio Olivier Blanchard y Daniel Leigh. Utilizando amplia evidencia internacional, con 28 países en el análisis (las principales economías avanzadas integradas en el G-20 y las que pertenecen a la UE para las que están disponibles previsiones), se concluye que los multiplicadores utilizados en la elaboración de las previsiones de crecimiento económico realizadas desde el inicio de la crisis han sido en la mayoría de los países sistemáticamente demasiado bajos: entre 0,4 y 1,2, dependiendo de la fuente de las previsiones y de las especificaciones de las aproximaciones a la estimación. La evidencia manejada por el Fondo sitúa, sin embargo, el valor de esos multiplicadores muy por encima, en un rango entre 0,9 y 1,7, desde el inicio de la Gran Recesión. Se trata de resultados consistentes con otras investigaciones que sugieren que en el entorno actual de pronunciada contracción del PIB, políticas monetarias limitadas por el nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés y ajustes fiscales sincrónicos en muchas economías avanzadas, el valor de los multiplicadores puede estar por encima de 1. Conclusiones similares fueron anticipadas hace once años en diversas investigaciones, entre otras las del profesor del INSEAD Antonio Fatás, que ha respaldado estas últimas del FMI.

Se trata de resultados que refuerzan la sugerencia de abandonar de la austeridad a ultranza como una política económica de la eurozona. A pesar de la inmediata reacción del ministro de finanzas alemán, Wolfgang Schäuble, reafirmando su empeño en la consolidación fiscal, con analogías que apelaban al esfuerzo de abnegados montañeros, la realidad parece estar permeando en las convicciones de su Gobierno. La canciller Angela Merkel afirmaba recientemente que está considerando una reducción de impuestos en su país con el fin de estimular la demanda y fortalecer un crecimiento que, según el FMI, este año y el próximo no superará el 0,9%, frente al 3,1% del pasado año. El estímulo a la demanda ha sido una expresión hasta ahora excluida del lenguaje europeo. Han sido los institutos económicos alemanes los que han advertido del "gran peligro" de entrar en recesión si la crisis de la eurozona se deteriora aún más.

Tardío reconocimiento. Me atrevo a aventurar, en todo caso, que no será el último. Ocasiones tendremos en próximos artículos en esta misma sección para extender a otras proposiciones consideradas centrales en el análisis económico el revisionismo al que la profesión ahora se enfrenta. ■



RAFAEL RICOY

Sin crecimiento, sin una suficiente generación de rentas, las deudas no pueden pagarse

paldo analítico del *World Economic Outlook* (WEO) en su edición última. En esta ocasión, el argumento en el que se basa ese renovado distanciamiento de la orientación dominante de las políticas fiscales europeas es la reciente evaluación de los multiplicadores fiscales. Su estimación y análisis ha dejado de ser un asunto estrictamente académico para disponer de trascendencia política.

su distribución en el tiempo está siendo inadecuada: está debilitando la demanda mucho más de lo que las autoridades europeas anticipaban. En el actual entorno, los multiplicadores fiscales son importantes. Su magnitud ha pasado a ser un asunto relevante. Cuanto menores sean, menos costosa será la consolidación fiscal. A tenor de los resultados parece evidente que las autoridades europeas los han infraestimado. En caso contrario, si hubieran sido conscientes de su verdadero valor, las conclusiones no serían precisamente más favorables.

El FMI tiene bien ganada una cierta tradición en trabajos empíricos al respecto. Y su estimación contribuirá a documentar las discusiones entre economistas y las decisiones de política económica.