

## Impacto global de la expansión fiscal como respuesta a la crisis

Mayte Ledo\*

### 1. Introducción

La crisis financiera ha conllevado una respuesta de política económica sin precedentes. En el caso de la política fiscal, ha supuesto el retorno de las medidas discrecionales frente a la idea vigente en los últimos años de que era preferible dejar actuar solamente a los estabilizadores automáticos y, en todo caso, plantear reformas fiscales de largo plazo. A pesar de la generalización de las políticas discrecionales, su efectividad está generando importantes incertidumbres. Diversos factores determinan dicha efectividad. En primer lugar, el propio diseño de las medidas fiscales puestas en práctica. En la medida en que se basen en mayor medida en políticas de gasto que de ingresos, cabe esperar una mayor efectividad. En segundo lugar, el elevado endeudamiento privado y las dificultades de los mercados financieros. Sólo en el caso de que, simultáneamente a la implementación de estas medidas, se avance significativamente en el desapalancamiento del sector privado, las medidas fiscales conseguirán finalmente impulsar la actividad de manera sostenida. En caso contrario, existe un importante riesgo de que, tras el impulso de la actividad en este segundo semestre de 2009, las economías entren en un periodo de estancamiento. Por último, otro factor clave en la efectividad de las políticas es el esfuerzo en la coordinación internacional de los planes de expansión fiscal. El énfasis puesto en esta coordinación desde el inicio de la crisis puede valorarse de manera positiva, ya que evita que las economías que adoptan estas medidas discrecionales vean reducido su impacto a causa del aumento de las importaciones y de los efectos sobre el tipo de cambio.

Con una perspectiva de largo plazo, una expansión fiscal de esta magnitud tiene un coste para las economías en términos de mayores tipos de interés reales y de menor crecimiento potencial. Sin embargo, es posible que estos costes sean acotados, especialmente si los países diseñan estrategias creíbles de consolidación fiscal en el futuro. Tras un periodo de ahorro privado históricamente bajo en las economías desarrolladas, es posible que el ahorro retorne ahora a tasas más razonables, lo que generará una demanda de bonos públicos que podría limitar el alza de sus rentabilidades. En el mismo sentido podría actuar el elevado grado de internacionalización de los mercados financieros y el hecho de que los países emergentes van a seguir manteniendo tasas de ahorro muy elevadas, con limitadas oportunidades de inversión doméstica.

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección dos, se analizan las medidas de política fiscal discrecional adoptadas en la crisis, con un especial foco puesto en EEUU. Las dudas sobre la efectividad de estas medidas se recogen en la sección tres, mientras que su impacto de largo plazo integra la sección cuatro. La sección cinco concluye.

### 2. El retorno de las medidas discrecionales en política fiscal

Después de un largo periodo en el que la política fiscal se basó principalmente en la utilización de los estabilizadores automáticos, la crisis financiera ha generado el retorno de las actuaciones discrecionales. Ciertamente, hay varios argumentos que han sustentado este cambio de orientación en la política presupuestaria. Por un lado, la profundidad, extensión y dimensión global de la desacele-

\* Servicio de Estudios Económicos del BBVA.

ración actual, y las especiales dificultades con las que se encuentran las familias para poder suavizar su consumo en esta recesión, ante los altos niveles de endeudamiento que han alcanzado. Por otro, el agotamiento del margen de actuación en política monetaria, a medida que los tipos de interés se situaban en mínimos históricos. Este es un argumento controvertido. Si bien es cierto que la recesión actual no está precedida de altos niveles de tipos de interés que faciliten un amplio margen de actuación en política monetaria, también lo es que se están explorando canales de actuación no convencionales que permiten que la política monetaria tenga un papel importante como medida contracíclica. Por último, existe toda una corriente de opinión, incluso previa a la crisis, que argumenta que los estabilizadores automáticos podrían haberse debilitado. Sin embargo, esta es una cuestión controvertida sobre la que economistas como Taylor (2009) no encuentran clara evidencia.

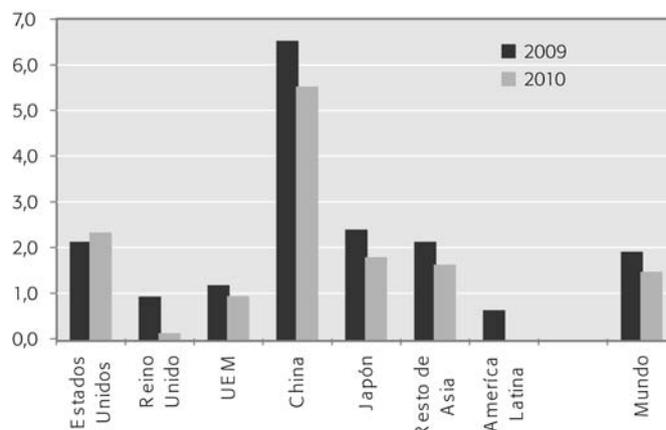
En cualquier caso, la expansión fiscal llevada a cabo ha sido indudablemente la mayor desde la Segunda Guerra Mundial. EEUU constituye un buen ejemplo de la utilización de medidas discrecionales en política fiscal, pero no es sólo un tema de EEUU, sino que la expansión fiscal ha tenido lugar en todo el mundo, como se observa en el gráfico 1. En el caso de la economía norteamericana, la primera medida adoptada fue el *Economic Stimulus Act*, aprobado en enero de 2008. En este programa se incluyen principalmente una devolución de impuestos de 100 mil millones de dólares, que entre mayo y julio de ese año estaba en manos de las familias, y una serie de incentivos fiscales para estimular la inversión. En total, el programa suponía 152 mil millones de dólares. Un año después, en

febrero de 2009 se aprobó el *American Recovery and Reinvestment Act*, que alcanza un total de 787 mil millones de dólares distribuidos entre medidas impositivas (37 por 100 del total), medidas para ayudar a los gobiernos locales y estatales (18 por 100) y medidas de gasto, tanto social como en infraestructuras (45 por 100). En total, el estímulo fiscal supone aproximadamente un 2 por 100 del PIB tanto en 2009 como en 2010. De acuerdo con la propia Oficina Presupuestaria del Congreso y como ha subrayado el Presidente de la Reserva Federal, Bernanke (2009), el aumento esperado de la actividad como resultado de estas medidas se sitúa entre 1 y 3 puntos porcentuales para finales de 2010, con una creación de empleo que podría oscilar entre 1 y 3,5 millones de personas. El amplio rango de estas estimaciones ya refleja las dificultades para valorar la efectividad de la política fiscal discrecional.

En conjunto, la expansión fiscal de la economía norteamericana supone elevar el déficit en términos de PIB en 12 puntos porcentuales desde 2007 a 2009, siendo la mayor parte de este deterioro de carácter estructural. Se trata de un deterioro sin precedentes del déficit público que va a ser costoso poder revertir en los próximos años. En el gráfico 2 se observa la relación entre el componente cíclico del PIB y el déficit público. En el eje vertical que pasa por el origen, el componente cíclico del PIB es cero y por tanto el déficit se aproximaría al estructural. En líneas punteadas se ven cuatro episodios de aumento del déficit (años 74-76, 81-84, 90-91 y el actual). Como se puede observar, si proyectamos el comportamiento de cada uno de ellos hasta el eje vertical, en ninguno de los casos anteriores se observó un déficit estructural como el que se alcanzará en 2010. El resultado de este deterioro del déficit

Gráfico 1

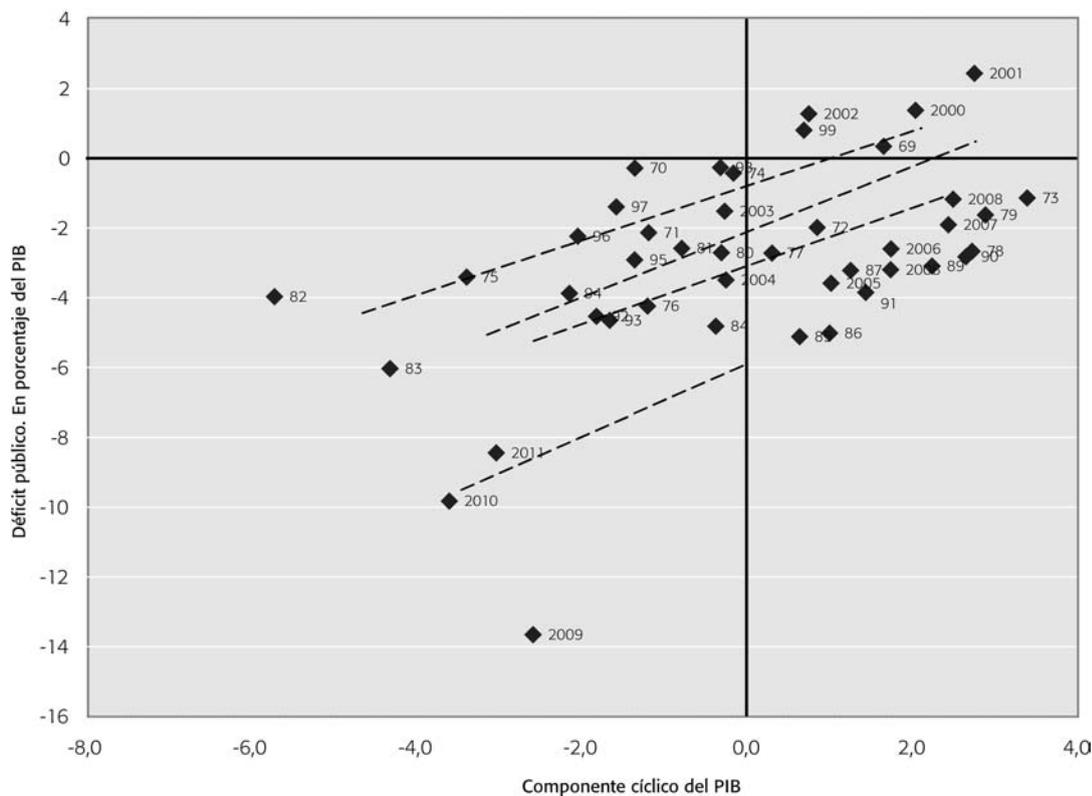
## PROGRAMAS FISCALES. EN PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: FMI y BBVA

Gráfico 2

## EEUU: COMPONENTE CÍCLICO DEL PIB Y SALDO PRESUPUESTARIO



Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso y BBVA

público va a ser que la deuda pública prácticamente se va a duplicar entre 2007 y 2011. En ese año se alcanzará una deuda próxima al 70 por 100 del PIB, algo no visto desde los años cincuenta, tras la Segunda Guerra Mundial.

### 3. Las incertidumbres sobre la efectividad de la expansión fiscal

Los rangos comentados en la sección anterior respecto a la estimación de los impactos de la política fiscal discrecional en EEUU revelan dudas sobre su efectividad o la capacidad de impulsar de forma significativa el crecimiento de la economía. Tres elementos son claves en esta efectividad: el diseño de las medidas, los avances en el desapalancamiento de economías fuertemente endeudadas y la coordinación global en su implementación.

En relación al primero, diseño de las medidas, parece claro que la efectividad de la política fiscal discrecional de-

pende en gran medida de la composición de las medidas adoptadas, que no es indiferente y enfatiza el hecho de que la política fiscal discrecional debe estar bien diseñada. Es conocido que ante medidas fiscales de carácter transitorio, los multiplicadores del gasto son normalmente más altos que los de las políticas de ingresos.

Un ejemplo sobre la incertidumbre de los multiplicadores de las medidas de ingresos es el análisis del impacto de las devoluciones de impuestos que se realizaron en EEUU en la desaceleración anterior y en la actual. A pesar de que en muchos casos se justifica la introducción de estas medidas en el aparente éxito de las devoluciones de impuestos realizadas en EEUU en 2001, en realidad la evidencia empírica no es contundente a favor de un impacto significativo de estas medidas en el consumo de los hogares. De hecho, algunas estimaciones apuntan a que mientras que la propensión marginal al consumo de la renta disponible es aproximadamente de 0,7, la correspondiente a las devoluciones de impuestos es tan sólo de 0,13, como señala Feldstein (2009). En el caso particular de 2008, la

devolución de impuestos de 80 mil millones de dólares se habría traducido en un aumento del gasto en consumo de tan solo unos 12 mil millones, ya que los consumidores habrían preferido ahorrar este dinero o utilizarlo para pagar deudas. Este resultado está en línea con la teoría de la renta permanente, según la cual cambios transitorios en la renta de los hogares tienen un impacto limitado. Ahora bien, aunque éste es el resultado que se deduce de los datos agregados, algunas encuestas reflejan una mayor efectividad, especialmente en el gasto de los consumidores con bajos ingresos o con restricciones de liquidez, como defienden Broda y Parker (2008), lo que deja abierta la posibilidad de que el impacto haya sido mayor.

En consecuencia, dado que puede esperarse una mayor efectividad de las medidas de gasto, la expansión fiscal discrecional de EEUU podría tener un mayor éxito en impulsar el crecimiento, ya que estas medidas suponen casi la mitad de la expansión. El impacto será, en todo caso, indudablemente mayor que en Europa donde el peso de las medidas de inversión pública en los programas de expansión fiscal es limitado. El impulso fiscal en Europa supone el 0,9 por 100 del PIB en 2009 y una cifra similar en 2010, lo que resulta claramente inferior al de EEUU. El hecho de que la expansión fiscal europea sea menor que la norteamericana, debería haberse traducido en una mayor atención a su composición, lo que en la práctica no ha ocurrido.

El segundo factor que genera incertidumbre sobre la efectividad de la política fiscal discrecional es el hecho de que los mercados de crédito no funcionan normalmente. En la actualidad, las economías desarrolladas se enfrentan a una situación caracterizada por un elevado endeudamiento privado y un importante aumento del riesgo en los mercados financieros, que supone severas dificultades para obtener financiación. Estos hechos pueden contribuir a sesgar a la baja el efecto de las medidas fiscales, llevando a los agentes a dedicar una mayor parte de su renta a ahorrar o repagar deuda, en lugar de gastar. De hecho, como reconoce el informe anual del BIS (2009), un importante riesgo para la efectividad de las políticas fiscales es que no se aborde simultáneamente el problema del sector financiero. Una expansión fiscal que no va acompañada de avances importantes en el reconocimiento de las pérdidas de los bancos, en su recapitalización, e incluso en la eliminación del problema de sobrecapacidad del sistema financiero, puede ver significativamente limitado su impacto final en el crecimiento económico. De nuevo, en este caso, es importante subrayar que EEUU parece adelantarse a Europa en su capacidad para abordar los problemas del sistema financiero. Frente a un enfoque centralizado y con un elevado grado de transparencia, la resolución de los problemas del sis-

tema financiero europeo tiene un carácter fragmentado. Esta situación implica que Europa podría enfrentarse a una situación en la que, tras un impulso al crecimiento en la segunda mitad de 2009, la economía tendría más riesgo de entrar en un periodo de estancamiento de la actividad en los próximos años. Esto generaría una notable asimetría entre ambas regiones.

En todo caso, para favorecer un desapalancamiento del sector privado, es necesario que el sector público aumente su nivel de deuda. Por ello, el foco actual de los mercados financieros en el deterioro de la calidad de la deuda soberana, que genera presiones al alza en las rentabilidades, es un elemento que dificulta el avance hacia un mundo con menor grado de endeudamiento privado, limitando la efectividad de las medidas fiscales discrecionales.

Finalmente, dada la creciente internacionalización de las relaciones económicas, un elemento clave en la efectividad de la política fiscal discrecional, es la coordinación internacional en la adopción de estas medidas. Desde el inicio de la crisis quedó claro que la coordinación era una de las claves para asegurar cierto éxito en la efectividad de las políticas fiscales discrecionales. En efecto, una expansión fiscal realizada de forma unilateral en una economía provoca un aumento de la demanda interna cuyo impacto final en el crecimiento se ve limitado por dos canales. El primero es el aumento de las importaciones, resultado del mayor gasto en consumo e inversión. Necesariamente, este aumento limita el impacto final sobre la actividad doméstica de la política fiscal. El segundo es el impacto sobre el tipo de cambio. Habitualmente se asocia una política fiscal expansiva con una apreciación del tipo de cambio efectivo real, consecuencia de los mayores diferenciales de tipos de interés de largo plazo, al incorporarse una prima de riesgo en el país que lleva a cabo la expansión. Ante esta evolución del tipo de cambio, cabe esperar que se produzca un empeoramiento de la posición externa neta de la economía con efecto negativo en el crecimiento. Ahora bien, estos dos canales no operan si la expansión fiscal tiene un carácter global y no se produce de manera asimétrica. En ese caso, las medidas de política fiscal tendrán una mayor capacidad de impulsar el crecimiento. Un efecto añadido de una política coordinada globalmente es la eliminación de las tentaciones proteccionistas en el comercio, a las que podría dar lugar una expansión fiscal individual. En realidad, cuando un solo país realiza una expansión fiscal discrecional puede tener un claro incentivo a limitar el impacto de los dos canales mencionados mediante el establecimiento de restricciones a los flujos comerciales. Sin duda, el esfuerzo realizado en la coordinación de las medidas fiscales a nivel global se puede interpretar como un factor favorable respecto a la posibilidad de aumentar la efectividad de estas medidas.

#### 4. Efectos a medio plazo: ¿hacia un repunte generalizado de las rentabilidades de la deuda?

Analizadas las dudas sobre la capacidad de las medidas fiscales discrecionales de impulsar el crecimiento en el medio plazo, es relevante considerar el potencial impacto de largo plazo sobre la actividad. Así, de acuerdo con la Oficina Presupuestaria del Congreso, las medidas aplicadas en EEUU pueden reducir el crecimiento potencial de esta economía en aproximadamente dos décimas. El mecanismo habitual por el cual se produce este tipo de efecto es a través de un aumento de los tipos de interés de largo plazo, lo que provoca una expulsión de la inversión privada.

La primera cuestión a analizar es, por tanto, si existe una evidencia clara sobre el impacto de los déficits públicos en la evolución de los tipos de interés de largo plazo. En este sentido, Gale y Orszag (2002) revisan la literatura sobre esta relación y no encuentran que la evidencia a favor de este impacto sea elevada. En realidad, algo más de la mitad de los artículos que analizan encuentran evidencia a favor de este impacto, pero el resto obtienen un impacto negativo o mixto. En promedio, los análisis realizados en los últimos años obtienen que el aumento de un punto porcentual en el déficit público supone aproximadamente 30 puntos básicos de aumento de los tipos de largo plazo, pero teniendo en cuenta que el rango de estimación es muy elevado. De hecho, más importante que los resultados cuantitativos, que incluyen diversos tipos de

análisis, es concentrarse en los aspectos más relevantes de esta literatura.

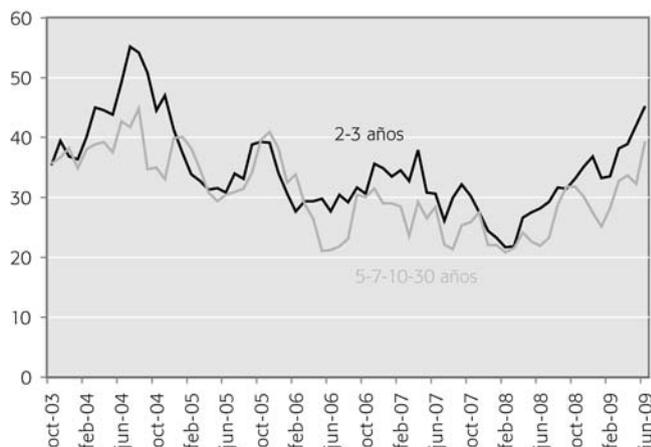
Así, un resultado claro de ella es que en la evolución de los tipos de interés de largo plazo influyen en mayor medida los déficits públicos esperados que los observados. Por ello, es importante subrayar la idea de que en la medida en que haya una confianza en que en el futuro se puede llevar a cabo una consolidación fiscal, el deterioro de las rentabilidades de la deuda será más limitado. Es claro, en todo caso, que esa consolidación no debe producirse de manera temprana para dar tiempo al desapalancamiento privado de las economías. Esto es, que si bien hay que tener diseñada una estrategia creíble de salida, no es adecuada su implementación rápida.

Además, en esta ocasión, el ahorro privado va a aumentar de forma significativa. En muchas economías, el ahorro de las familias ya está aumentando de manera importante y no es descartable que lo siga haciendo añadiendo un efecto precaución. En las economías desarrolladas, el ahorro de las familias, tras haberse reducido de forma importante en la última expansión, podría regresar a niveles próximos a los existentes a comienzos de los años noventa. En EEUU, por ejemplo, en el conjunto de 2009-10 el aumento esperado del ahorro de las familias podría llegar a alcanzar un 3 por 100 del PIB, lo que implica un aumento de la demanda de deuda pública, que limita el propio repunte de rentabilidades de este activo.

Otro elemento importante que limita el impacto de los déficits públicos en los tipos de interés de largo plazo es el

Gráfico 3

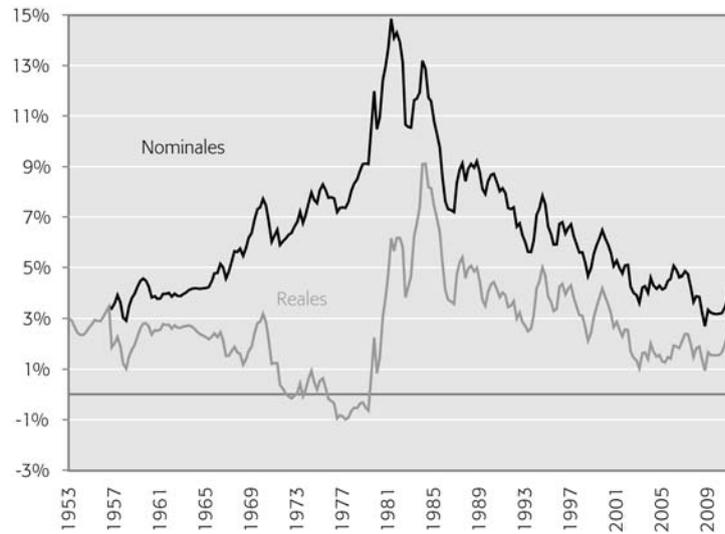
EEUU: DEMANDA INDIRECTA SUBASTAS (PROXY DEL % DE LA SUBASTA ASIGNADO A INVERSORES EXTERIORES EN PROMEDIO 3 MESES)



Fuente: Bloomberg

Gráfico 4

## EEUU: TIPOS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO



Fuente: Bloomberg y BBVA

grado de movilidad internacional del capital. Cuanto mayor es esta movilidad, menor es el repunte esperado de los tipos de interés. En los últimos años, este efecto de internacionalización de los mercados de capital ha tenido un impacto notable en la evolución de los tipos de interés de largo plazo de los países desarrollados, que podrían haberse situado en algo más de un punto porcentual por debajo de lo que indicarían sus fundamentos. El hecho de que el ahorro de los países emergentes siga siendo elevado, mientras que sus oportunidades de inversión son limitadas, supone una extraordinaria demanda de bonos del Tesoro de EE.UU. y Europa por parte de no residentes. Un buen reflejo de ello, son las elevadas ratios de cobertura que están mostrando las subastas de deuda en 2009, a pesar del hecho de que se espera un aumento significativo de las ratios de deuda pública sobre PIB. La demanda indirecta en estas subastas, que constituye una buena aproximación de la demanda de no residentes, ha repuntado alcanzando niveles similares a los máximos de 2003-04, cuando algunos países asiáticos estaban activamente aumentando sus reservas, tal como se observa en el gráfico 3.

En consecuencia, aunque no cabe duda de que habrá un aumento de la deuda pública en los próximos años, que será muy importante en magnitud en algunos países, el riesgo de que genere un aumento significativo de las rentabilidades está hoy relativamente acotado. Es previsible, por tanto, que los tipos de interés de largo plazo en

EEUU, se mantengan en niveles históricamente bajos en los próximos años, tanto en términos nominales como reales, como se ve en el gráfico 4.

## 5. Conclusiones

Aunque la composición de las medidas discrecionales adoptadas en política fiscal y el elevado grado de endeudamiento privado generan dudas sobre su efectividad, la importante coordinación global en la adopción de estas medidas es un factor que podría favorecer un impacto importante en la actividad. Sin duda, la efectividad de estas medidas será mayor en EE.UU. que en Europa, debido a que tienen un diseño más adecuado y se observan mayores avances en el desapalancamiento del sector financiero. Ello implica que los riesgos de estancamiento de la actividad son mayores en Europa.

En el largo plazo, los costes ligados a una expansión fiscal de estas características podrían ser acotados en un contexto de aumento del ahorro privado y de mercados financieros globales que limitan el aumento de las rentabilidades de la deuda. Ahora bien, de nuevo surgirán diferencias, y serán los países que adopten una política creíble de consolidación fiscal los que experimenten un menor impacto negativo a largo plazo.

---

## Referencias

- BRODA, C. y J. PARKER (2008): "The impact of the 2008 tax rebates on consumer spending: preliminary evidence", mimeo, Universidad de Chicago, julio
- BERNANKE, B. (2009): "Current economic and financial conditions and the federal budget", discurso ante el Comité Presupuestario de la Cámara de Representantes, junio.
- BIS (2009): *Informe anual*.
- FELDSTEIN, M. (2009): "Rethinking the role of fiscal policy", *American Economic Review*, volumen 99 (2), pps 556-559
- GALE W.G. y P.R. ORSZAG (2002): "The economic effects of long-term fiscal discipline", Urban Brookings Tax Policy Center Discussion Paper.
- TAYLOR, J. (2009): "The lack of a empirical rationale for a revival of discretionary fiscal policy", *American Economic Review*, vol 99 (2), pps 550-555