

¿Ajuste o crecimiento?

Alfonso Carbajo*

Cuando, entrado el cuarto trimestre de 2011, aumentan los signos de una incipiente recesión en la Eurozona, con riesgos de extensión global, los países del mundo pueden dividirse en tres grupos. En uno están, además de muchos emergentes, las economías avanzadas que, por tener un marco institucional favorable (Australia, Nueva Zelanda o Canadá), resistieron el embate de la crisis financiera y las que, sufriendola inicialmente, decidieron combatirla frontalmente desde el primer momento (Estados Unidos, países escandinavos, Alemania u Holanda); se trata de países en los que los problemas financieros tienen en la actualidad importancia, pero no urgencia. Grecia, Irlanda y Portugal, los países intervenidos en situación grave, forman el segundo grupo. Italia, España, Bélgica, e incluso Francia y Reino Unido, están, en orden decreciente, cerca del precipicio.

Los países del primer grupo tienen un amplio margen de maniobra para enfrentarse a la recesión. Los del segundo no tienen ninguno, y deberán aceptarla como una desgracia a añadir a las que ya sufren. En los últimos se plantea un dilema. Si tratan de combatir la recesión con políticas fiscales expansivas agravarán todavía más su delicada situación presupuestaria, pudiendo precipitar una huida de los inversores; si continúan con la consolidación fiscal, intensificarán la recesión, pudiendo causar un déficit presupuestario más grande que el que querían evitar.

Surgen así dos propuestas de actuación enfrentadas: la de estimular la actividad y el empleo a costa de sacrificar la solidez de las cuentas públicas, y la de anteponer la

restauración del equilibrio presupuestario a costa de sufrir transitoriamente las perturbaciones de la coyuntura. Felipe González ha defendido con elocuencia la primera posición: "Europa debe entender que la obsesión por acelerar el ajuste de la deuda está matando el crecimiento económico e imposibilita el equilibrio fiscal"¹. David Cameron, por ejemplo, se ha situado en el extremo opuesto: "Those who argue that dealing with our deficit and promoting growth are somehow alternatives are wrong. You cannot put off the first in order to promote the second"².

Estas alternativas se manifiestan continuamente en los debates periodísticos y televisivos en los que, con más contundencia que precisión, se dicen cosas como estas: "la solución está en cortar los gastos y el despilfarro"; "la estrategia de enfriar la economía, con cinco millones de parados, va a conducir al desastre"; "hay que apostar por la expansión"; "el problema no está en el endeudamiento sino en la falta de crecimiento".

Antes de pasar revista a los trabajos técnicos realizados sobre este tema, es preciso despejar alguna confusión en la que se incurre en los debates mediáticos en torno al tema de la relación entre la solvencia, la recesión y la política anticíclica.

La primera, aunque es, en apariencia, exclusivamente una confusión terminológica, afecta a la sustancia de la discusión. Los profanos, entre los que se encuentran los políticos, tienden a hablar de crecimiento al referirse al

¹ En *El Economista* del 6/11/2011.

² En un discurso pronunciado en el World Economic Forum, recogido en el *New Statesman* de 20/01/2011.

* Economista y Técnico Comercial del Estado.

aumento del PIB de un trimestre al siguiente y a los cambios coyunturales a corto plazo de aumento o disminución del PIB, como de crecimiento o decrecimiento de la economía. Los economistas suelen reservar la expresión crecimiento económico para los procesos seculares de expansión de la producción y el nivel de vida, y emplean los términos expansión o contracción para referirse a las fases de las variaciones cíclicas a corto plazo.

La distinción es relevante para entender la dinámica de la deuda pública. Si la tasa de crecimiento real de la economía es superior al tipo de interés real de la deuda, la ratio Deuda/PIB (D/PIB) descenderá secularmente, aún con un déficit primario (si éste se mantiene bajo la cota apropiada). Si la tasa de crecimiento es inferior al tipo de interés real, incluso aunque el presupuesto registre un pequeño superávit primario, la tasa Deuda/PIB terminará creciendo de modo explosivo. Por eso, a los inversores no les preocupa tanto la marcha de la coyuntura italiana en este trimestre, o en este año o el próximo, como la ausencia de reformas profundas en una economía cuya renta per cápita es hoy inferior a la de hace doce años: una tasa de crecimiento real de un 1% aproximadamente, como la que ha experimentado la economía italiana en los últimos años, requiere un superávit primario muy fuerte para evitar que la ratio D/PIB se dispare hacia el infinito, y esto es lo que mantiene alerta a los inversores.

La discusión popular actual sobre los males de la patria, que diría Don Lucas Mallada³, y sus posibles remedios está viciada en muchos casos por una confusión subyacente entre medios y fines, instrumentos y objetivos, acciones y resultados, de la que sus protagonistas son raramente conscientes. Parecen ignorar que los gestores de la política económica, sean del partido que sean, son incapaces de conjurar mágicamente los resultados sociales deseables y que, para tratar de alcanzarlos, se ven constreñidos a manipular uno o varios instrumentos de alcance limitado, de precisión dudosa y de efectos colaterales, en algunos casos, perjudiciales. Por desgracia, en los debates públicos la discusión pocas veces desciende al terreno prosaico de la idoneidad y viabilidad de los instrumentos con respecto a los objetivos perseguidos, moviéndose en el mundo feliz de los *desiderata*, lo que permite expresarse con más contundencia, aunque con nula utilidad práctica. Proclamar, sin más, que “España debe apostar por una estrategia de desarrollo” no tiene más sentido que el consejo del médico que le dijera al paciente: “Usted debe adoptar una estrategia de curación”.

Cualquiera que esté dispuesto a bajar desde el Olimpo de los nobles fines a este mundo terreno, podrá com-

³ Lucas Mallada (1969): *Los males de la patria y la futura revolución española*.

probar, sin mucho esfuerzo, que el juego de herramientas de que disponen las autoridades, en esta época turbulenta, para acometer políticas activas de estabilización macroeconómica —nótese que no estamos hablando de mecanismos para potenciar el crecimiento a largo plazo sino de medidas anticíclicas para moderar las fluctuaciones de la producción y del empleo a corto plazo, básicamente, para combatir la recesión— ya no da para mucho.

Para empezar, muchos países no pueden contar con la política monetaria como instrumento activo de política anticíclica. Y no sólo los que, como España al adoptar el euro, han renunciado formalmente al ejercicio de la política monetaria (y a alterar el tipo de cambio), encomendado ahora al Banco Central Europeo (BCE) con la misión de que establezca el nivel de precios de la Eurozona. También la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Japón, por ejemplo, el primero desde el comienzo de la crisis en 2008, y el segundo desde mucho antes, se ven impotentes para realizar una política monetaria convencional expansiva, por la sencilla razón de que, siendo ya el tipo de interés de intervención prácticamente cero, no lo pueden rebajar más, ya que no puede ser negativo. Y las medidas heterodoxas, como las inyecciones de liquidez a la banca, tampoco han dado resultado. Los aumentos de la base monetaria no han llegado a traducirse en aumentos de la oferta monetaria y del crédito porque las entidades han preferido aumentar sus reservas en el banco central. En la UEM, las circunstancias hacen al BCE igualmente impotente, y aunque el tipo de intervención es 1,25%, el crédito está estancado debido a la congelación del mercado interbancario y a la desconfianza de los inversores de ultramar.

Descartada la política monetaria, a los estados sólo les queda la política fiscal expansiva para luchar contra la recesión. Queda por saber si el activismo fiscal, a diferencia de los estabilizadores automáticos, es una estrategia potente y segura.

La política fiscal activa, el multiplicador y el multiplicando

En el curso introductorio de macro, la política fiscal es muy potente. Un incremento en el gasto público se traduce siempre (excepto en pleno empleo) en un aumento mayor del PIB, igual al aumento del gasto multiplicado por el multiplicador (el recíproco de 1 menos la propensión marginal al gasto inducido), que es siempre superior a la unidad. Si esa propensión marginal es 0,75, el multiplicador es 4, de modo que bastaría un aumento del gasto público de 25 millardos para conseguir un crecimiento del

PIB de equilibrio de 100 millardos (casi un 10% del PIB) y más de un millón de empleos. En el mundo keynesiano de los años cincuenta y sesenta, diseñar una política anticíclica parecía un problema simple.

Esta creencia sufrió una alteración profunda al publicar, en 1963, Friedman y Meiselman los resultados de sus investigaciones sobre la influencia comparativa de la inversión exógena y la cantidad de dinero en la determinación de la renta agregada, que mostraban que la inversión autónoma jugaba un papel residual, respecto al dinero, en la determinación de los movimientos cíclicos⁴. Esta tesis desencadenó una polémica que se extendió durante varios años en una serie de críticas, réplicas y dúplicas, en las revistas académicas más importantes⁵. De entre las muchas lecciones que se pudieron extraer de la confrontación, cabe destacar las siguientes: en la medida que el consumo depende de la renta permanente, y no de la renta corriente, las familias no esperan a reaccionar frente a las rebajas o elevaciones de impuestos a que éstas tengan efectivamente lugar, sino que se adelantan a ajustar sus decisiones de ahorro en cuanto se enteran de que tales modificaciones tributarias van a aplicarse, y esto cambia la naturaleza del multiplicador; la composición del gasto público es tan importante como su cuantía para determinar el impacto sobre el PIB, y por tanto, para estimar la magnitud del multiplicador; y un programa expansivo de gasto público que sea sustitutivo del consumo o la inversión privados tendrá un multiplicador nulo.

La política fiscal discrecional, que estaba arrinconada desde 1985, por su tosquedad como mecanismo estabilizador, por la clara superioridad de la política monetaria en este aspecto y por parecer innecesaria durante el cuarto de siglo de prosperidad que ha venido en llamarse la Gran Moderación, ha pasado a un lugar preferente de interés académico gracias a la crisis de 2008. Ante la ineffectividad de la política monetaria en una situación de trampa de liquidez, son muchos los analistas que han propuesto (y muchos los gobiernos que han ensayado) programas de estímulo fiscal para combatir la recesión y el desempleo.

⁴ Véase Friedman and Meiselman (1963): *The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier*, capítulo en el volumen de la Commission on Money and Credit, *Stabilization Policies*.

⁵ La controversia se desarrolló en tres frentes, el primero ante la crítica de Donald Hester (1964): *Keynes and the quantity theory: A comment on the Friedman-Meiselman CMC paper*, en *Review of Economics and Statistics*; y después, paralelamente con Albert Ando y Franco Modigliani (1965): *The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier*, en *American Economic Review* (AER), y con M. De Prano y T. Mayer (1965): *Tests of the relative importance of autonomous expenditures and Money*, también en AER.

La evaluación profesional del activismo fiscal no es unánime. En un extremo, Paul Krugman es partidario de estímulos fiscales masivos⁶; en el polo opuesto, Robert Barro sostiene que la política fiscal discrecional es inefectiva⁷. La posición dominante, en todo caso, sostiene que el valor del multiplicador fiscal es bajo. Incluso Christina Romer, asesora económica del candidato Obama y recién nombrada presidenta de su Consejo de Asesores Económicos, al defender el paquete legislativo del primer estímulo fiscal, la *Adjustment Recovery and Reinvestment Act* (ARRA) de enero de 2009, ponía de relieve la magnitud del estímulo (un 3% del PIB en 2008 y 2009, comparándolo con la mayor iniciativa del New Deal que sólo representó el 1,5% del PIB de 1934), pero cifraba el multiplicador de los 862 millardos de dólares de gastos en 1,6; y para muchos, este es un valor excesivamente alto.

La American Economic Association encargó recientemente a Valerie Ramey, uno de los grandes expertos en este tema, un artículo⁸ panorámico sobre las aportaciones a la estimación de los multiplicadores fiscales realizadas en América, en el que tras analizar 29 estudios independientes, unos inspirados en el modelo keynesiano simple, otros de corte nekeynesiano y, finalmente, otros clásicos, llega a las siguientes conclusiones: un impulso fiscal temporal tiene un multiplicador entre 0,8 y 1,5; las estimaciones más altas se obtienen con los modelos keynesianos, basados en mecanismos ad hoc de formación de expectativas, mientras que los valores más bajos son generados por los modelos nekeynesianos y neoclásicos, que también se ajustan mejor a los datos; la dinámica del consumo en la transición al nuevo nivel de renta no se entiende bien todavía.

Resulta, por tanto, que el cálculo de los multiplicadores fiscales está sujeto a un margen amplio de incertidumbre, incluso en el supuesto más favorable de considerar que el modelo aplicado es el correcto. Pero según análisis más recientes, la fiabilidad de la política fiscal es todavía más cuestionable. John Taylor ha investigado los efectos de varios programas federales de expansión del gasto público, utilizando una nueva base de datos del Bureau of Economic Analysis, que le permite hacer un seguimiento del gasto efectivo del programa a través de los diferentes niveles del gobierno, descubriendo que tales efectos son

⁶ Ver, por ejemplo, P. Krugman (2005): *Is Fiscal Policy Poised for a Comeback?*, en *Oxford Review of Economic Policy*.

⁷ Véase, por ejemplo, R. Barro and C. J. Redlick (2011): *Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes*, en *Quarterly Journal of Economics*.

⁸ Acaba de aparecer en el *Journal of Economic Literature* de septiembre pasado, con el título *Can Government Purchases Stimulate the Economy?*

nulos. En el caso del ARRA, tan ponderado por Christina Romer, cómo el programa se instrumentó sustancialmente canalizando el gasto a través de los estados y éstos optaron mayoritariamente por reducir su endeudamiento o pagar intereses, Taylor pudo descubrir que, independientemente del valor teórico del multiplicador, el multiplicando fue cero⁹.

El importante trabajo de Ilzetzki, Mendoza y Vegh refuerza las dudas sobre la efectividad de la política fiscal. Estos autores aplican la metodología de vectores autorregresivos a una muestra de 45 países en el período 1960-2007¹⁰ y obtienen un rango amplio de multiplicadores, tanto más altos cuanto más avanzada es la economía, más fijo es el tipo de cambio y menor es la apertura al exterior y el endeudamiento.

Conviene recordar, por último, los elementos de ineficiencia inherentes a la política fiscal cuando esta no se instrumenta mediante la provisión exclusiva de bienes públicos, lo cual es frecuente en la época actual. Cuando el gasto público se materializa en bienes privados, cuanto más útil es ese gasto, menor es el multiplicador; y el multiplicador es tanto mayor cuanto más inútil es el gasto para los ciudadanos (Recuérdese la pintoresca receta de Keynes para combatir la depresión: crear empleo contratando a unos parados para que abran zanjas y a otros parados para que las rellenen). No es la solución a una economía cuya productividad está estancada.

¿Es la política de austeridad autodestructiva o expansiva?

A pesar de las reservas que la mayoría de la profesión opone a la fiabilidad de la política fiscal, una corriente de

⁹ El informe detallado de los fallos del ARRA se encuentra en J. Cogan and J. B. Taylor (2011): *What the Government Purchase Multiplier Actually Multiplied in the 2009 Stimulus Package* y en la presentación de Taylor, el 16/02/2011, ante el Comité de Supervisión y Reforma del Gobierno de la Cámara de Representantes, *The 2009 Stimulus Package: Two Years Later*. Ambos se pueden bajar de la página de Taylor, <http://www.jbtaylor.com>. Taylor ya había criticado las insuficiencias de la política fiscal, así como los errores de la política monetaria en los últimos años de la era Greenspan, en su excelente libro *Off Track*, del que hay una traducción española con el título *Sin rumbo*, de la Editorial Fundación FAES. Para un análisis crítico de los programas federales de estímulo fiscal emprendidos en este siglo y en la década de los setenta, véase John B. Taylor (2011): *An Empirical Analysis of the Revival of Fiscal Activism in the 2000's*, Journal of Economic Literature.

¹⁰ En E. Ilzetzki, E. Mendoza and C. Vegh (2010): *How Big (Small) are Fiscal Multipliers?*, en NBER w16479.

pensamiento sostiene que, en las condiciones actuales, el intento de reducir el déficit presupuestario puede entrañar un coste tan alto en términos de producción y de empleo (y consecuente caídas de recaudación y aumentos de subsidios de paro) que el sector público podría muy bien terminar con un déficit mayor del que pretendía corregir. Krugman¹¹ es el exponente extremo de esta posición según la cual con la política de estímulos fiscales estamos en el mejor de los mundos: no sólo acercamos la economía al nivel de pleno empleo (con todas las implicaciones ventajosas para el crecimiento a largo plazo) sino que, además, de pasada mejoramos las cuentas públicas. En suma, en las circunstancias actuales, la política fiscal expansiva tiene todas las ventajas y ningún inconveniente, mientras que la política de reducción del déficit tiene todos los inconvenientes y ninguna ventaja.

También hay defensores, académicamente muy respetables, de la posición opuesta. Desde la triste experiencia de los años veinte, la ortodoxia fiscal está tan arraigada en el espíritu germano que muchos economistas alemanes defienden la corrección drástica de los desequilibrios presupuestarios no sólo con el propósito de mejorar las cuentas públicas sino para combatir la recesión. Fels, Froelich y Neumann, entre otros, expusieron la, llamada entonces, visión alemana (*german view*) en los ochenta¹² pero, desde hace más de 15 años, el abanderado indiscutible de esta doctrina, la de los efectos expansivos de los recortes presupuestarios (en inglés, "*expansionary fiscal contractions*") es Alberto Alesina quien, con colaboradores diversos, ha publicado decenas de trabajos¹³ defendiendo esa tesis. Probablemente la exposición más sencilla de esta posición se encuentra en la presentación que Alesina preparó para la reunión del ECOFIN de abril de 2010, celebrada en Madrid, titulado *Fiscal Adjustments: Lessons from Recent History*.

Según Alesina, la tesis de la escuela dominante, según la cual la corrección de los desequilibrios presupuestarios, por deseable, o incluso inevitable, que sea y por beneficiosa que sea a largo plazo, tiene siempre como contrapartida el coste, a corto plazo, de una contracción económica, es una tesis falsa. Los estudios econométricos de economías de la OCDE y el análisis de experien-

¹¹ En P. Krugman, *Self-defeating Austerity*, en el *New York Times* de 07/07/2011.

¹² Véase, por ejemplo, G. Fels and H. P. Froelich (1986): *Germany and the World Economy: a German View*, en *Economic Policy*.

¹³ Por ejemplo, Alesina and Perotti (1995): *Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Economies*; Alesina and Ardagna (1998): *Tales of Fiscal Adjustment* y los mismos autores en 2010: *Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending*, en J. Brown (ed): *Tax Policy and the Economy*.

cias históricas concretas le permiten extraer las siguientes conclusiones. En la mayoría de los casos, los programas de austeridad presupuestaria resultan en una expansión inmediata del PIB y del empleo. Para una corrección dada del déficit, las medidas que se centran en la reducción de los gastos, siempre que sean percibidas como permanentes, tienen un efecto expansivo mayor que las que operan a través de un aumento de los ingresos tributarios; y, en contra de la presunción generalizada, los gobiernos que emprenden medidas de estabilización presupuestaria son premiados por los electores.

Alesina y su escuela sostienen que las medidas de recorte del gasto público son doblemente beneficiosas porque corrigen el déficit por la vía directa y por la indirecta a través de la expansión inducida de la producción y del empleo. La austeridad fiscal consigue su objetivo sin ningún coste macroeconómico, ni siquiera a corto plazo. Es la posición antitética a la de Krugman.

La evidencia sugiere que los efectos de las medidas actuales de consolidación fiscal se situarían entre estos extremos. En un ejercicio econométrico reciente, realizado con el modelo GIMC, sobre datos de 15 países avanzados en el período 1980-2009, el FMI¹⁴ obtiene los siguientes resultados:

Normalmente, la consolidación fiscal tiene un efecto contractivo sobre el PIB a corto plazo (con un multiplicador de 0,5, aproximadamente).

De ordinario, los descensos de los tipos de interés tienden a moderar la contracción de la producción en los períodos de consolidación fiscal. Como es natural, las simulaciones del modelo indican que cuando los tipos se acercan a cero, la consolidación fiscal tiene un efecto contractivo mayor sobre el PIB.

Típicamente, la depreciación de la moneda del país que adopta el programa de austeridad fiscal contribuye a moderar el efecto depresivo sobre la producción de la caída de la demanda interna.

En general, las consolidaciones fiscales basadas en recortes de gastos tienden a tener un menor efecto contractivo que las basadas en subidas de impuestos – un resultado que coincide con los de Alesina-.

Cuando el riesgo de la deuda soberana es alto, los programas de reducción del déficit público suelen tener

efectos menos contractivos que la media y, en algunos casos, tiene efectos expansivos sobre la producción y el empleo.

Según las simulaciones realizadas, la reducción de la ratio D/PIB tiene un efecto expansivo sobre el PIB a largo plazo (un aumento de 1,4% del PIB a largo plazo por cada diez puntos porcentuales de descenso de la ratio D/PIB).

Los episodios históricos aportados por Alesina, como prueba del éxito completo de la consolidación fiscal, no son replicables en las circunstancias actuales de políticas monetarias enfrentándose a trampas de liquidez, niveles excepcionalmente altos de deuda soberana, vulnerabilidad de entidades bancarias y (al menos dentro de la Eurozona) imposibilidad de depreciar la moneda para ganar competitividad. Suecia superó sus crisis con devaluaciones. Irlanda que, tras el fuerte recorte del gasto público en 1987, entró en una senda de crecimiento con tasas al 7,5%, se pudo apoyar en el auge de la economía mundial y beneficiarse de la apreciación de la libra. Realmente, sólo el programa de Dinamarca de 1986, que dio lugar a un crecimiento basado en el consumo interno podría servir de ejemplo para los problemas de hoy. Debe quedar claro, por otra parte, que el hecho de que la consolidación fiscal no sea expansiva a corto plazo no implica que, en economías fuertemente endeudadas, no sea deseable o incluso urgente.

Por otro lado, aunque un estímulo fiscal, por bien diseñado que esté, no pueda producir el milagro de reducir el déficit (en contra de la tesis de Krugman) sino que lo aumentara, esa estrategia puede ser defendible, en principio, en la economía de Estados Unidos, con una tasa de desempleo desusadamente alta del 10%, el paro de larga duración en aumento y donde los desequilibrios presupuestarios graves se prevén para 2018.

Conclusiones

Tras este recorrido por la literatura sobre la consolidación fiscal, la respuesta a la pregunta que da título a este artículo, a saber, “¿Austeridad o ajuste?” es, como tantas veces en Economía, “depende”. Depende de la función de bienestar de cada país y de las circunstancias en las que se encuentra.

Estados Unidos, con la moneda refugio y un sistema financiero robustecido, puede permitirse intentar combatir el desempleo ahora y aplazar el ajuste fiscal para más adelante (aunque se plantea el problema de la inconsis-

¹⁴ FMI, WORLD ECONOMIC OUTLOOK, de marzo 2010. El capítulo 3, titulado *Will it Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation*, está dedicado al análisis de este problema.

tencia dinámica de los planes óptimos: ¿Cuándo en 2016 llegue la hora de realizar la aplazada consolidación fiscal, no sentirán los políticos del momento la tentación de pasar el muerto a los políticos de 2020?). La situación de las economías periféricas (entendiendo periférico en sentido amplio, incluso de Bélgica) de la UE, por el contrario, es delicada. Para ellas, aplazar la consolidación fiscal podría ser temerario. Por un lado, según la evidencia acumulada, el efecto expansivo de una política de déficit público, en una economía abierta y con problemas de credibilidad en cuanto a la sostenibilidad de su deuda, es, en el mejor de los casos, limitado. Por otro, los efectos adversos sobre los tipos de interés de cualquier reacción desfavorable de los mercados anularían el impacto del estímulo fiscal más ambicioso. Aplazar la necesaria consolidación fiscal en este caso, equivale a mantener a la economía en una zona donde es vulnerable a cualquier turbulencia en los mercados de capitales, que podría traducirse en el resultado que los gobiernos quieren evitar a toda costa: la insolvencia y la depresión.

Precisamente, los periféricos, con la excepción de Irlanda, se han distinguido por aplazar, en mayor o menor

grado, las medidas necesarias para hacer frente a la crisis financiera: la consolidación fiscal, el fortalecimiento del sistema financiero y la liberalización de los mercados de productos y factores de producción. En esta nota, dedicada a la estrategia de estabilidad presupuestaria, se han ignorado la reestructuración financiera y las reformas estructurales. Para terminar en tono positivo, haré una mención a la trascendencia de éstas últimas. En un trabajo reciente, de octubre pasado, y ya muy citado en las primeras semanas, los economistas españoles Jesús Fernández-Villaverde, Pablo Guerrón-Quintana y Juan Rubio-Ramírez demuestran, en un modelo neokeynesiano de dos períodos con los tipos de interés cercanos a cero, que una reforma estructural que aumente la productividad futura de los factores o reduzca el grado de monopolio, genera en el período actual, por la vía de un efecto riqueza, una expansión de la demanda y la producción¹⁵. Las reformas estructurales son la defensa frente al dilema crisis fiscal o recesión.

¹⁵ *Supply-side Policies and the Zero Lower Bound*, documento de trabajo del Federal Reserve Bank of Philadelphia, 11-47.