

## ¿Qué margen de maniobra tiene la política económica?

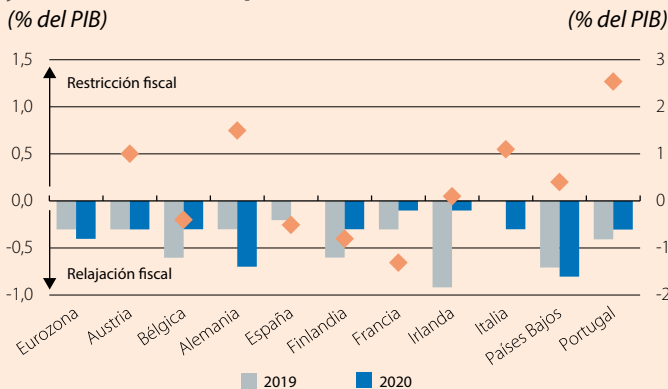
Tras unos años de expansión, la economía mundial se ha desacelerado en los últimos trimestres y los riesgos de recesión han empezado a generar inquietud. Todas las miradas se han centrado ahora en cómo las políticas monetaria y fiscal podrían ayudar a impulsar la economía. La política monetaria ya ha movido ficha: la Fed ha recortado tres veces los tipos de interés y el BCE ha emitido un nuevo paquete de estímulo.

### Política monetaria: ¿todavía *the only game in town*?

En la última década, el grueso de la responsabilidad para estabilizar la economía ha recaído en los bancos centrales, hasta el punto de popularizarse la expresión *the only game in town* (la única alternativa) para referirse a la política monetaria. Sin embargo, tanto la intensidad de las turbulencias vividas desde 2008 como las fuertes dinámicas estructurales latentes<sup>1</sup> han reducido el margen de actuación futuro de los bancos centrales. Por ejemplo, en 2007 la Fed partía de un tipo de interés del 5,25% (lo que permitía 20 recortes de 25 p. b. antes de chocar con el 0%). En cambio, en el último ciclo de subidas de tipos (entre 2015 y 2018) la Fed solo consiguió elevar los tipos hasta el 2,50%.

A pesar de su menor margen de acción, los bancos centrales ya han agotado en 2019 buena parte del espacio disponible. Así, en EE. UU., los tres recortes de 25 p. b. de la Fed han consumido un tercio de los 225 p. b. del margen con el que contaba para reducir los tipos de referencia. Y, en Europa, el BCE podría quedarse sin capacidad de comprar más activos de deuda pública hacia finales de 2020 si se mantienen los límites actuales por los que no puede comprar más de un 33% de cada emisión. Por otro lado, con el último recorte de tipos, el BCE podría estar acercándose a la llamada «cota de reversión»: el nivel en el que una nueva reducción de los tipos de referencia tendría efectos contractivos sobre la economía (las estimaciones la sitúan alrededor del -1,0%, una cota relativamente cercana al -0,50% en el que se encuentra el tipo depo).<sup>2</sup> De este modo, esta cercanía muestra que el margen de estímulo de la política monetaria es más limitado que en el pasado.

### Eurozona: posición de la política fiscal\* y saldo estructural primario\*\*



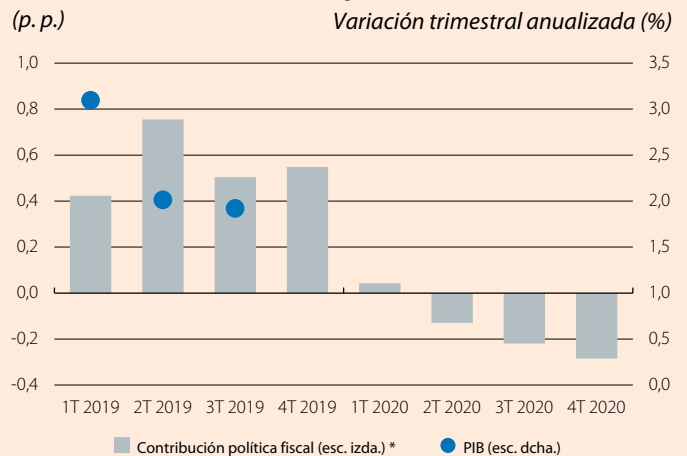
Notas: \* La posición de la política fiscal (esc. izda., columnas) se aproxima con el cambio en el saldo fiscal estructural primario. \*\* El saldo estructural primario previsto para 2020 (esc. dcha.) se representa en rombos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de la evaluación de la Comisión Europea sobre el borrador de los Planes Presupuestarios 2020.

Administración Trump podría renovar el estímulo fiscal en caso de una desaceleración más marcada de la economía.

En la eurozona, por otra parte, se prevé un cierto impulso fiscal. Así, como recoge el segundo gráfico, según los planes presupuestarios presentados ante la Comisión Europea, en 2020 se estima un impulso fiscal en el conjunto de la eurozona de 0,4 p. p. de PIB.<sup>4</sup>

### EE. UU.: contribución de la política fiscal al PIB



Nota: \* Acorde con la metodología del Hutchins Center, una contribución positiva indica que la política fiscal empuja el crecimiento del PIB por encima del crecimiento potencial (y viceversa).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las estimaciones del Hutchins Center Fiscal Impact.

Además, han aumentado las voces que alertan de los costes de un largo periodo de tipos negativos, hasta el punto de que, en Suecia, a pesar de una reducción de las expectativas de crecimiento y de inflación, el Riksbank ha decidido deshacer la política de tipos negativos.<sup>3</sup>

En EE. UU., a diferencia de la eurozona, la Fed todavía dispone de un espacio de 150 p. b. en sus tipos de referencia y, en caso de un deterioro muy sustancial del escenario, le quedaría el recurso de reactivar las compras de activos. Sin embargo, los temores a que la política monetaria esté cerca de sus límites han resonado con fuerza en la eurozona y se han intensificado las llamadas para que la política fiscal dé un paso adelante en 2020.

### Los equilibrios de la política fiscal

En EE. UU., aunque las estimaciones presentadas en el primer gráfico sugieren que la política fiscal detraerá algo de crecimiento (después de haber aportado de manera sustancial en 2018-2019), los indicadores señalan un desempeño razonablemente favorable de la actividad. Además, la Fed todavía tiene margen de maniobra. Asimismo, ante la proximidad de las elecciones presidenciales (noviembre de 2020), la

1. Es decir, la caída del tipo de interés natural. Véanse los distintos artículos del Dossier «El futuro de las condiciones financieras: ¿cambio de paradigma?» en el IM02/2019.

2. Véase el artículo «El adiós de (Super) Mario Draghi» en el IM11/2019.

3. El Riksbank incrementó los tipos del -0,50% al -0,25% en diciembre de 2018 y, el pasado octubre, mandó un mensaje claro de la intención de subirlos hasta el 0% en diciembre de 2019. Todo ello a pesar de que el consenso de analistas ha revisado la previsión de crecimiento del PIB para 2020 del 1,8% al 1,2% a lo largo de los últimos trimestres (y la de inflación del 2,0% al 1,7%).

4. Variación proyectada en el saldo primario estructural entre 2019 y 2020 según el análisis de la Comisión Europea de los Planes Presupuestarios 2020.

Los principales propulsores son, esencialmente, Alemania (0,7 p. p.) y los Países Bajos (0,8 p. p.), mientras que en Italia (0,3 p. p.) y Francia (0,1 p. p.) se estima un impulso más modesto. En España se espera una política fiscal relativamente neutral.

Para estimar el impacto de este impulso fiscal, debemos tener en cuenta cómo afecta al resto de componentes de la economía. Nos proporcionan esta información los llamados «multiplicadores fiscales», que estiman el efecto neto que tiene un aumento del gasto público sobre el PIB en su conjunto. De acuerdo con el consenso existente en la literatura, los multiplicadores del gasto público se sitúan entre el 0,6 y el 0,8,<sup>5</sup> con lo que los planes presupuestarios impulsarían el crecimiento en unos 0,3 p. p. en 2020.

El tercer gráfico muestra que la eurozona se encuentra con un margen de política fiscal limitado y distribuido de manera desigual. En este contexto, los siguientes elementos cobran importancia. En primer lugar, los multiplicadores fiscales son mayores en un entorno de bajos tipos de interés, por lo que es posible que los multiplicadores de la eurozona sean superiores a lo comentado. Por ejemplo, con datos para EE. UU., Ramey y Zubairy (2018)<sup>6</sup> encuentran que el multiplicador del gasto público aumenta hasta el 1,7 cuando los tipos de interés de referencia se encuentran anclados en el 0%.

Por otro lado, los estímulos fiscales generan externalidades que, en una unión como la eurozona (eso es, tipo de cambio fijo y política monetaria común), se vehiculan esencialmente por el canal comercial. En concreto, según los multiplicadores estimados por Dabla-Norris *et al.* (2017)<sup>7</sup> que reproducimos en el cuarto gráfico, el impulso fiscal de Alemania o de los Países Bajos comentado anteriormente podría añadir 0,1 p. p. al crecimiento de la periferia de la eurozona.

### Eurozona: multiplicadores fiscales y externalidades

Ratio entre el cambio acumulado del PIB y el cambio acumulado del gasto público

|              | País de origen del impulso |                            |                            |                            |                            |                            |
|--------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
|              | Alemania                   | Francia                    | Países Bajos               | Italia                     | España                     | Portugal                   |
| Alemania     | <b>0,71</b><br>(0,63-0,82) | 0,22<br>(0,14-0,31)        | 0,21<br>(0,15-0,26)        | 0,11<br>(0,07-0,15)        | 0,08<br>(0,05-0,11)        | 0,06<br>(0,03-0,08)        |
| Francia      | 0,09<br>(0,06-0,12)        | <b>0,53</b><br>(0,45-0,61) | 0,07<br>(0,05-0,10)        | 0,06<br>(0,04-0,10)        | 0,04<br>(0,02-0,06)        | 0,03<br>(0,02-0,04)        |
| Países Bajos | 0,17<br>(0,13-0,20)        | 0,14<br>(0,09-0,20)        | <b>0,52</b><br>(0,46-0,58) | 0,07<br>(0,04-0,10)        | 0,05<br>(0,03-0,07)        | 0,03<br>(0,01-0,05)        |
| Italia       | 0,13<br>(0,09-0,17)        | 0,16<br>(0,11-0,23)        | 0,11<br>(0,07-0,14)        | <b>0,50</b><br>(0,46-0,54) | 0,06<br>(0,04-0,09)        | 0,04<br>(0,02-0,06)        |
| España       | 0,12<br>(0,08-0,16)        | 0,14<br>(0,10-0,20)        | 0,09<br>(0,06-0,13)        | 0,08<br>(0,05-0,11)        | <b>0,31</b><br>(0,27-0,35) | 0,06<br>(0,04-0,08)        |
| Portugal     | 0,12<br>(0,08-0,16)        | 0,15<br>(0,09-0,20)        | 0,08<br>(0,04-0,12)        | 0,07<br>(0,03-0,10)        | 0,07<br>(0,05-0,10)        | <b>0,29</b><br>(0,25-0,33) |

**Nota:** Los elementos de la diagonal (en azul) son los multiplicadores fiscales y el resto de valores muestran las externalidades en los otros países. Las cifras entre paréntesis indican los intervalos de confianza del 68%.

**Fuente:** Dabla-Norris, M. E. *et al.* (2017). «Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak». IMF Working Paper.

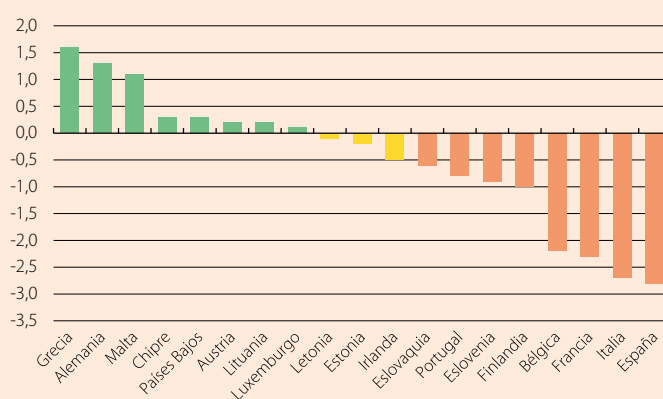
sentido, un impulso inversor enfocado hacia las infraestructuras, las nuevas tecnologías y la transición energética tendría la virtud de proporcionar un impulso fiscal frente a la desaceleración cíclica, a la vez que reduciría la incertidumbre respecto a las transformaciones estructurales que afectan a las principales economías e impulsaría el crecimiento potencial.

Con todo ello, ¿qué podemos esperar? Por un lado, aunque Alemania y los Países Bajos tienen un margen fiscal considerable, tradicionalmente ambos países han acabado implementando una política menos expansiva de lo esperado. Por otro lado, la presencia de externalidades positivas entre países de la eurozona y la heterogeneidad del espacio fiscal ponen de relieve la importancia de potenciar una autoridad fiscal supranacional, con capacidad para implementar una política fiscal coordinada.<sup>8</sup> ¿Será la eurozona capaz de dotarse de capacidad fiscal antes de la próxima recesión?

Adrià Morron Salmeron

### Eurozona: margen fiscal \*

(% del PIB potencial)



**Nota:** \* Diferencia entre el saldo fiscal estructural proyectado por los Planes Presupuestarios 2020 y el saldo estructural objetivo de medio plazo (MTBF).

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de la evaluación de la Comisión Europea sobre el borrador de los Planes Presupuestarios 2020.

### La importancia de una política fiscal inteligente

Las causas de la desaceleración (especialmente la incertidumbre y la madurez del ciclo) generan dudas sobre la efectividad de las políticas fiscales clásicas. Hay que tener en cuenta que los multiplicadores fiscales son mayores cuando hay un bajo uso de la capacidad productiva, y menores en economías con mayor deuda (por un potencial tensionamiento de las condiciones financieras si se cuestiona la sostenibilidad de la deuda). Sin embargo, en la eurozona, el mayor espacio fiscal se encuentra en economías con un alto grado de utilización de los recursos, mientras que aquellas con mayor desempleo son economías con poco margen fiscal y elevada deuda.

La complejidad del entorno actual hace necesario afinar el diseño de la política fiscal. En este

5. Ramey, V. A. (2019). «Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?» Journal of Economic Perspectives, 33(2), 89-114.

6. Ramey, V. A. y Zubairy, S. (2018). «Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from U.S. historical data». Journal of Political Economy, 126(2), 850-901.

7. Dabla-Norris, M. E. *et al.* (2017). «Fiscal spillovers in the Euro Area: letting the data speak». International Monetary Fund.

8. El presupuesto de la UE, que está discutiéndose para el horizonte 2021-2027, tiene un tamaño modesto: alrededor del 2% del gasto público total y del 1% de la renta nacional bruta de la UE.