

## La efectividad de la política fiscal en tiempos de COVID

- Dado el fuerte aumento de la deuda pública, la calidad, y no solo la cantidad, de las medidas fiscales tomadas frente a la crisis de la COVID es crucial.
- Durante la fase de contención, las medidas tomadas por los gobiernos de los cuatro mayores países de la eurozona fueron muy efectivas para evitar un fuerte aumento del paro y de quiebras de empresas.
- Durante la fase de recuperación, el desafío es combinar protección a la vez que se facilita la reasignación de recursos y se impulsa el crecimiento.

El mes pasado analizamos el tamaño del impulso fiscal para contrarrestar la crisis del coronavirus en los cuatro principales países europeos: Alemania, España, Francia e Italia. Sorprendentemente, aprendimos que, a pesar de que la cuantía de las medidas de apoyo parece muy dispar entre países, en 2020 el impulso fiscal en cada país (medido como el cambio del saldo público respecto al PIB previsto en 2020) será bastante similar.

Lógicamente, la siguiente pregunta es: a pesar de que cada país acabará gastando un porcentaje similar de su PIB, ¿qué países han tomado medidas fiscales más eficientes y de mayor calidad?

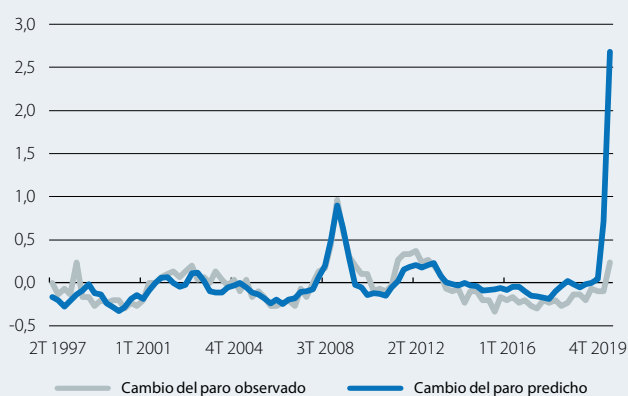
En tiempos normales, para responder a esta pregunta, miraríamos, para cada línea de gasto público, el impacto que ese tipo de gasto ha tenido en el pasado sobre el crecimiento (es decir, su «multiplicador fiscal»). Por ejemplo, sabemos que, en general, la inversión en infraestructuras suele tener un «multiplicador» superior al de recortes de impuestos.

Pero los tiempos de COVID no son tiempos normales. En este momento, para responder a esta pregunta, es necesario dividir la crisis que estamos viviendo en dos fases: la fase de contención del virus y la fase de recuperación. Durante la fase de contención del virus, la prioridad es reducir las interrupciones sobre el mercado laboral y las empresas, para mantener el tejido productivo de la economía y evitar que empresas viables quiebren o que empleados necesarios una vez pasada la fase de contención acaben en paro. La principal razón son los costes (tanto en tiempo como en dinero) que suponen la creación de nuevas empresas o la búsqueda de empleo o de empleados: ¿por qué pagar esos costes si se pueden evitar y proteger a estos trabajadores y empresas durante esta fase? Durante la fase de recuperación, las medidas fiscales de mayor calidad serán las que tengan un mayor impacto sobre el crecimiento, pero también las que den un mayor impulso a la reasignación de factores (que incluyen trabajadores y capital) hacia los sectores más viables tras la crisis.

### Fase de contención

Para evaluar las medidas tomadas durante la fase de contención de esta crisis, tenemos que mirar su impacto sobre el mercado laboral y sobre la solvencia y liquidez de las empresas.

### Eurozona: cambio de la tasa de paro (p. p.)



**Nota:** Las predicciones de Okun del cambio en el paro se obtuvieron mediante la siguiente regresión con datos de la eurozona entre 1997 y 2019:  $\Delta U_q = \alpha + \beta_0 \Delta \log(\text{PIB}_q) + \beta_1 \Delta \log(\text{PIB}_{q-1}) + \beta_2 \Delta \log(\text{PIB}_{q-2}) + \varepsilon_q$  donde  $U_q$  es la tasa de paro en el trimestre  $q$ , PIB es el PIB real,  $\beta$  son los coeficientes de Okun y  $\varepsilon$  es el término de error.

**Fuente:** CaixaBank, a partir de datos de Eurostat.

Los programas de ajuste temporal del empleo se han erigido en una política económica clave en Alemania (*Kurzarbeit*), España (ERTE), Francia (*chômage partiel*) e Italia (CIGS).<sup>1</sup> En mayo, en plena fase de contención del virus, una parte considerable de la fuerza laboral estaba en programas de ajuste temporal del empleo (más del 45% en Francia e Italia y cerca del 25% en Alemania y España). ¿Fueron efectivos estos programas, en los que estos países invirtieron una gran cantidad de dinero, para evitar grandes aumentos del paro y de desvinculaciones costosas entre empleados y empleadores? Para responder a esta pregunta, podemos investigar, para cada país, la relación habitual entre la actividad económica y la tasa de desempleo, la llamada ley de Okun: dadas las enormes caídas del PIB registradas en el 1T y 2T 2020, comparemos el aumento de la tasa de desempleo predicho por esta relación con el aumento que se produjo realmente. Los resultados son sorprendentes.

En el primer gráfico, se puede observar que las predicciones de la ley de Okun suelen ser un buen indicador del paro en la eurozona. Durante la crisis de 2009, este mode-

1. Véase el Focus «¿Qué podemos esperar de los ERTE y programas similares? Una mirada europea» en el IM07/2020 para más detalles sobre los aspectos de diseño institucional de los diferentes programas.

lo estimaba un aumento del desempleo muy parecido al que ocurrió realmente. Sin embargo, durante los dos primeros trimestres de 2020, la ley de Okun predijo un fuerte aumento del desempleo que no se materializó. La diferencia entre el aumento de la tasa de desempleo que ocurrió y el aumento predicho por la ley de Okun es una medida del éxito de las políticas tomadas para proteger el empleo. En el segundo gráfico, podemos ver esta diferencia por países. Según esta medida, España fue el país que, con los ERTE, evitó el mayor aumento del paro. En Alemania, sin embargo, el paro observado es parecido al predicho por la ley de Okun, quizás debido a la prevalencia del *Kurzarbeit* antes de esta crisis.

Hemos visto que las medidas tomadas para evitar interrupciones en el mercado laboral fueron altamente eficaces. ¿También es el caso de las medidas tomadas para proteger a las empresas? Para evitar en la fase de contención quiebras de empresas que en realidad seguirán siendo viables tras esta crisis, los países europeos tomaron medidas como el diferimiento de impuestos, las líneas de avales para créditos a empresas, subsidios y moratorias de deuda para mejorar la liquidez empresarial. Si una medida de la efectividad de estas políticas es la prevención de una gran oleada de quiebras, se puede decir que han tenido efectos impresionantes, pues, según las estadísticas nacionales, el número de insolvencias de empresas cayó un 38,2% en España en el 2T 2020 respecto al año anterior, mientras que en Francia cayeron un 25,1% y en Alemania, un 8,7%.<sup>2</sup> Es decir, ante el mayor *shock* económico que jamás ocurrió en la eurozona, están ocurriendo considerablemente menos insolvencias de lo normal. Este dato sorprendente, que seguro que en parte refleja las dificultades para presentar concurso de acreedores durante la fase de confinamiento,<sup>3</sup> nos lleva a valorar la importancia de un cambio estratégico en la política fiscal una vez pasada la fase de contención.

### Fase de recuperación

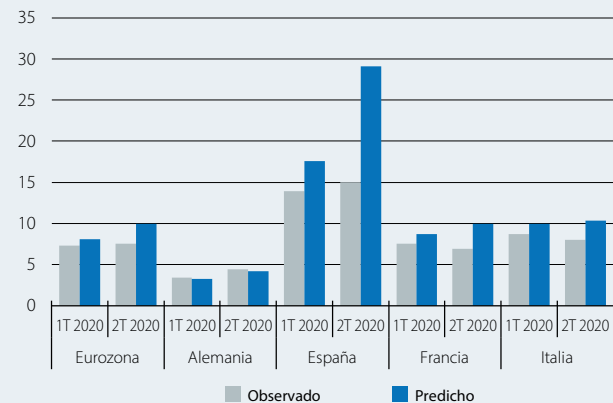
Una vez pasado el *shock* económico, los esfuerzos deberán concentrarse en la recuperación económica para espolear el crecimiento y evitar mayores cicatrices. Pero, para conseguirlo, será necesario algo más que un impulso fiscal convencional. El *shock* económico y sociológico ha sido tan fuerte que ya está suponiendo transformaciones estructurales en las economías. Por esta razón, las políticas deberán encarar la transformación económica y facilitar la reasignación de recursos hacia los nuevos sectores emergentes. Si bien algunas de las empresas que evitaron quiebras gracias a las políticas fiscales tomadas durante la fase de contención puede que ya no sean viables en el mundo post-COVID, aparecerán oportunidades en secto-

2. Según INE, Banque de France y Destatis.

3. Además, el efecto del entorno económico sobre las insolvencias se suele producir con un cierto retardo.

### Eurozona: tasa de paro observada respecto a la tasa predicha

(% de la fuerza laboral)



**Nota:** Las predicciones de Okun del cambio en el paro se obtuvieron mediante la siguiente regresión para cada país:  $\Delta U_q = \alpha + \beta_0 \Delta \log(\text{PIB}_q) + \beta_1 \Delta \log(\text{PIB}_{q-1}) + \beta_2 \Delta \log(\text{PIB}_{q-2}) + \epsilon_q$  donde  $U_q$  es la tasa de paro en el trimestre  $q$ , PIB es el PIB real,  $\beta$  son los coeficientes de Okun y  $\epsilon$  es el término de error.

**Fuente:** CaixaBank, a partir de datos de Eurostat.

res como el de la tecnología o la sanidad. Las medidas fiscales, pues, deberán facilitar estas transiciones con el menor coste económico. El desafío será combinar la protección que aún es necesaria para determinados sectores y colectivos con la reasignación en un contexto de incertidumbre elevada.

Por ejemplo, la experiencia con los programas de ajuste temporal del empleo muestra que son muy efectivos para amortiguar *shocks* temporales, pero pierden efectividad si se alargan en el tiempo. Así, a medio plazo, será importante que emerjan otras medidas como subvenciones salariales para crear incentivos a retomar la producción.<sup>4</sup> Del mismo modo, las líneas de avales irán perdiendo protagonismo, mientras que la agilización de los procesos de insolvencia será importante para minimizar las interrupciones provocadas por quiebras de empresas ya no viables.

Finalmente, el fuerte aumento de la deuda pública que conllevará la COVID-19 resalta la importancia de que la política fiscal sea eficiente, con el mayor impacto posible en el crecimiento por cada euro gastado. En este sentido, la evidencia empírica<sup>5</sup> demuestra que, de todos los tipos de gasto, la inversión pública tiene el mayor multiplicador, es decir, el mayor impacto sobre el crecimiento, superior al de reducciones de impuestos o ayudas directas a hogares. De esta manera, los gobiernos podrán combinar la transformación de sus economías hacia economías más verdes y digitales con una estrategia de crecimiento.

Álvaro Leandro

4. Véase Blanchard, O., Phillippon, T. y Pisani-Ferry, J. (2020). «A new policy toolkit is needed as countries exit COVID-19 lockdowns». Peterson Institute for International Economics Policy Brief 20-8.

5. Véase OCDE (2009). «The effectiveness and scope of fiscal stimulus». OECD Economic Outlook, Interim Report March.