

LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA

El impacto de una determinada actuación fiscal discrecional depende de múltiples factores, entre los que cabe destacar el espacio fiscal del que goza la economía que despliega la medida, la reacción de política fiscal de otras economías con las que la primera está estrechamente relacionada, y la respuesta y el margen de actuación disponible en el ámbito de la política monetaria¹. El propósito de este recuadro es ilustrar los diversos canales a través de los cuales estos factores inciden sobre el grado de efectividad de la política fiscal. Para ello, se emplea el modelo de equilibrio general estocástico desarrollado en Andrés *et al.* (2020)² y se analiza, bajo distintos escenarios, la respuesta de la economía a un estímulo fiscal transitorio como el que se está implementando en la mayoría de los países afectados por la pandemia de Covid-19.

El modelo considera una unión monetaria formada por dos países, uno con una ratio de deuda pública sobre el PIB elevada y otro con un nivel de deuda más contenido. En esta versión esquemática del área del euro, el Banco Central Europeo (BCE) establece la política monetaria ajustando el tipo de interés nominal en función de cómo evolucionan la inflación y la actividad en el conjunto del área. Por su parte, cada país decide su política fiscal de forma independiente, pero siguiendo una regla presupuestaria común. Esta regla es un mecanismo automático según el cual las desviaciones del déficit y de la deuda en cada país con respecto a los niveles de referencia fijados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE —del 3 % del PIB y del 60 % del PIB, respectivamente— se corrigen de manera gradual en el tiempo. Por último, los dos países cubren sus necesidades de financiación en cada período emitiendo deuda pública.

Un aspecto clave del modelo es que el coste de estas emisiones depende del grado de sostenibilidad de las finanzas públicas en cada economía. Así, si la ratio de

deuda pública sobre el PIB de un país se sitúa muy por encima del 60 %, los inversores pueden considerar que existe un cierto riesgo de que el Estado no cuente con recursos suficientes para financiar dicha deuda, por lo que exigen una prima de riesgo superior al tipo de interés que sería compatible con los tipos nominales de referencia fijados por la autoridad monetaria común. Cuando, por el contrario, el déficit y la deuda son relativamente reducidos, los inversores no suelen exigir un diferencial de rentabilidad positivo y el Tesoro de dicho país puede financiarse al tipo de interés acorde con la referencia establecida por el banco central. De acuerdo con la calibración empleada en el modelo, una economía cuenta con espacio fiscal suficiente para no tener que pagar una prima de riesgo en sus nuevas emisiones cuando su ratio de deuda sobre el PIB se sitúa por debajo del 70 % del PIB.

En este modelo, un aumento transitorio del gasto público, como el que se deriva de las medidas adoptadas para luchar contra los efectos de la pandemia de Covid-19, en un país de la unión monetaria estimula la actividad en el corto plazo. No obstante, la magnitud y persistencia temporal de dicho estímulo depende crucialmente de la respuesta de la política monetaria, del espacio fiscal disponible (que afecta al nivel de la prima de riesgo) y de las medidas fiscales adoptadas en el resto de la unión, tal y como se ilustra en los siguientes ejercicios de simulación. Teniendo en cuenta que el modelo utilizado constituye una representación muy simplificada de los distintos mecanismos que operan en una unión monetaria, estas simulaciones deben valorarse fundamentalmente desde una perspectiva cualitativa³.

El gráfico 1.1 muestra la reacción del PIB de un país con un espacio fiscal reducido a un aumento transitorio del gasto público de en torno a un 2,5 % del PIB, bajo dos escenarios diferentes en cuanto a la respuesta de la

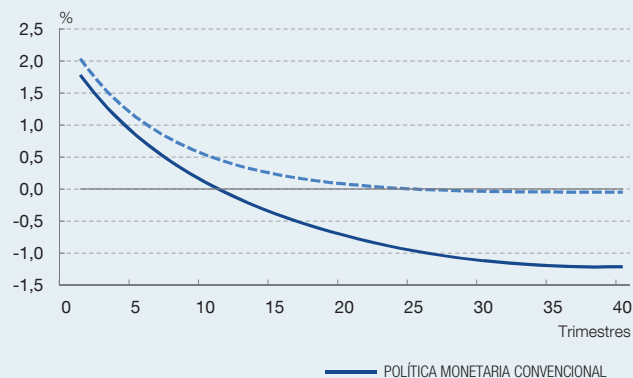
- 1 En el plano teórico, véase, por ejemplo, L. Christiano, M. Eichenbaum y S. Rebelo (2011), «When is the government spending multiplier large?», *Journal of Political Economy*, 119(1), pp. 78-121, The University of Chicago. Desde una perspectiva empírica, véase, por ejemplo, V. A. Ramey (2019), «Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research?», *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), pp. 89-114, American Economic Association. Las interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en el contexto de una unión monetaria con economías asimétricas, como la UEM, han sido objeto de estudio en Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.
- 2 J. Andrés, P. Burriel y W. Shen (2020), *Debt sustainability and fiscal space in a heterogeneous monetary union: normal times vs the zero lower bound*, Documentos de Trabajo, n.º 2001, Banco de España.
- 3 En particular, el modelo no contempla los efectos que el programa actual de compras de deuda soberana del BCE pueda tener sobre las primas de riesgo de cada país, ni sobre la fragmentación del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA (cont.)

El impacto de un estímulo fiscal sobre la actividad es mayor cuanto mayor es el grado de coordinación internacional en la implementación de dicho estímulo, cuando la reacción de la política monetaria es acomodaticia y cuanto mayor es el espacio fiscal disponible.

Gráfico 1
RESPUESTA DE UN PAÍS CON UN ESPACIO FISCAL REDUCIDO A UN AUMENTO TRANSITORIO DE SU GASTO PÚBLICO EN FUNCIÓN DE LA REACCIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

1.1 PIB DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

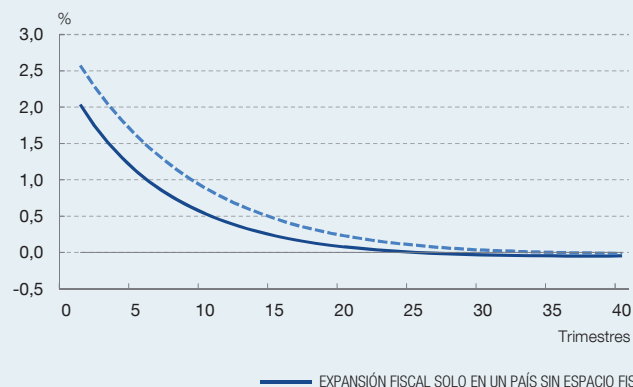


1.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL



Gráfico 2
RESPUESTA DE UN PAÍS CON ESPACIO FISCAL REDUCIDO A UN AUMENTO TRANSITORIO DEL GASTO PÚBLICO EN EL CONJUNTO DE LA UEM

2.1 PIB DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL



2.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA DE UN PAÍS SIN ESPACIO FISCAL

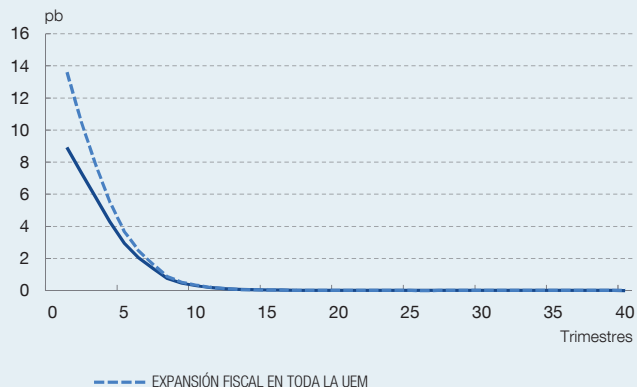
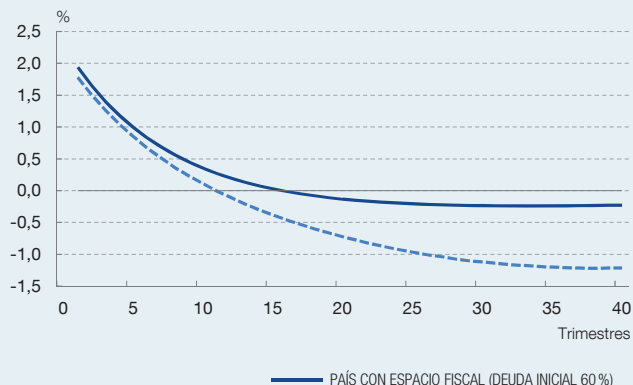
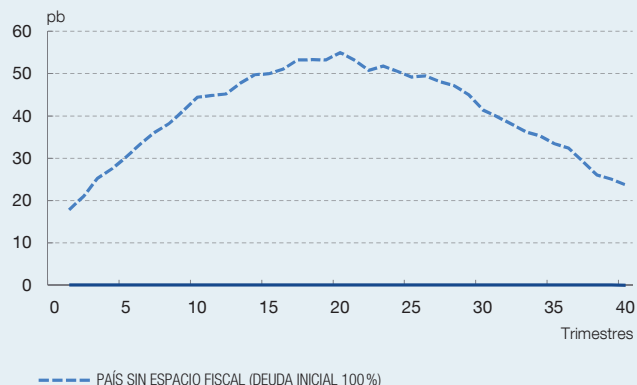


Gráfico 3
RESPUESTA DE UN PAÍS A UN AUMENTO TRANSITORIO DE SU GASTO PÚBLICO EN FUNCIÓN DEL ESPACIO FISCAL DISPONIBLE

3.1 PIB



3.2 PRIMA DE RIESGO SOBERANA



FUENTE: Banco de España, usando el modelo descrito en Andrés, Burriel y Shen (2020) (véase nota 2).

a Las variables se presentan como diferencias con respecto al escenario base.

LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA (cont.)

política monetaria⁴. En particular, la línea sólida muestra la evolución del PIB cuando la política monetaria opera en las circunstancias habituales —distintas de las actuales en el caso de la UEM—, en las que el banco central reacciona ante cualquier subida de la inflación elevando sus tipos de interés de acuerdo a su regla convencional. En este caso, los efectos expansivos de la política fiscal desaparecen de una forma relativamente rápida. Este resultado se debe a que el aumento de la actividad en el corto plazo por efecto del estímulo fiscal presiona al alza sobre los precios, lo que conlleva que el banco central suba los tipos de interés oficiales. Esto, a su vez, hace que la inflación se modere, pero, al mismo tiempo, lastra el dinamismo de la actividad al traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación tanto para el sector público como para el sector privado. Por otra parte, la expansión fiscal supone un incremento significativo de los ratios de déficit y de deuda pública, ya de por sí elevadas. Ello provoca un aumento de la prima de riesgo exigida por los inversores, lo que tiene un efecto adverso adicional sobre la actividad (véase la línea continua del gráfico 1.2).

Por su parte, las líneas discontinuas de los gráficos 1.1 y 1.2 muestran la reacción de las variables seleccionadas cuando la política monetaria mantiene una orientación acomodaticia y no reacciona a las mayores presiones inflacionistas. Este caso describe mejor la situación actual de la eurozona, en el sentido de que la persistencia de tasas de inflación sistemáticamente inferiores a la referencia de estabilidad de precios de medio plazo (representada como una tasa de inflación inferior, pero cercana, al 2 %) hace innecesaria una respuesta de la autoridad monetaria. De este modo, el aumento de los precios llevaría a una caída del tipo de interés real, lo que tendría un mayor impacto positivo en la actividad tanto en el corto como en el medio plazo. Al mismo tiempo, el mantenimiento de los tipos de interés oficiales se traduciría en una moderación del coste de financiación real de la deuda del país con un espacio fiscal reducido, lo que a su vez limitaría el aumento de la prima de riesgo.

Los gráficos 2.1 y 2.2 muestran cómo cambia la respuesta del PIB y de la prima de riesgo al mismo estímulo fiscal

transitorio considerado anteriormente en función de la respuesta de política fiscal desplegada en el resto de la unión monetaria. En particular, las líneas sólidas reflejan el comportamiento de las variables seleccionadas cuando el agregado formado por el resto de los países de la UEM no implementa ningún estímulo fiscal discrecional, mientras que las líneas discontinuas se corresponden con un escenario en el que el incremento del gasto público en estos países es similar al implementado, en promedio, en la UEM durante esta crisis (3,5 % del PIB según la estimación del Eurosistema⁵). En estos dos ejercicios se asume que el BCE no endurece su política monetaria en respuesta a estas medidas fiscales, como en el segundo caso descrito anteriormente⁶. Como se puede apreciar en estos gráficos, si el aumento del gasto público fuera simultáneo en todos los países de la unión monetaria, su efecto expansivo sobre la economía sin espacio fiscal sería mayor. Por un lado, el estímulo fiscal coordinado generaría mayores presiones inflacionistas, lo que, en un contexto de política monetaria acomodaticia, llevaría a una reducción más intensa de los tipos de interés reales. Por otro lado, la expansión de la actividad en el resto del área del euro también estimularía la actividad doméstica por la vía del incremento de las exportaciones. Ambos aspectos conllevarían una mejora de las perspectivas para las finanzas públicas de este país, lo que ayudaría a reducir la prima de riesgo y, a su vez, a amplificar el efecto expansivo de esta medida fiscal.

Por último, los gráficos 3.1 y 3.2, muestran en qué medida el grado de efectividad de la política fiscal está condicionado por el espacio fiscal disponible en cada país. En particular, las líneas sólidas en estos gráficos se corresponden con un escenario en el que únicamente un país con un espacio fiscal reducido (con un nivel de deuda cercano al 100 % del PIB) implementa un estímulo fiscal transitorio y en el que la política monetaria responde de manera convencional. Estas líneas coinciden, por lo tanto, con las líneas sólidas del gráfico 1. En cambio, las líneas discontinuas muestran cuál sería la reacción de la economía a este impulso fiscal en un país miembro de la UEM con una ratio de deuda pública sobre el PIB del 60 %. Como se puede apreciar en el gráfico 3, la respuesta endógena de la prima de riesgo a la dinámica

4 En estos dos ejercicios se asume que el otro país que forma parte de la unión monetaria, con un espacio fiscal mayor, no proporciona ningún estímulo fiscal discrecional.

5 Véase [Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2020](#).

6 Por lo tanto, las líneas discontinuas del gráfico 1 coinciden con las líneas continuas del gráfico 2.

LA IMPORTANCIA DE UNA RESPUESTA DE POLÍTICA FISCAL COORDINADA A NIVEL INTERNACIONAL Y SU INTERACCIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA (cont.)

de la deuda pública hace que la efectividad de la política fiscal sea sustancialmente mayor cuanto menor sea el nivel de partida de la deuda pública y, por tanto, mayor el espacio fiscal disponible.

En definitiva, los resultados presentados en este recuadro subrayan los efectos positivos agregados para el conjunto de la unión monetaria cuando se da una respuesta de política fiscal coordinada entre sus economías. En un

contexto en el que el espacio fiscal del que gozan algunos países es relativamente limitado, la coordinación internacional puede requerir que las instituciones supranacionales desempeñen un papel preeminente. Además, una política monetaria acomodaticia, como la desplegada por las autoridades monetarias en la inmensa mayoría de los países afectados por la pandemia, también contribuye a aumentar la efectividad de la respuesta expansiva de política fiscal.