

La recuperación económica está permitiendo que se inicie el proceso de normalización de la política monetaria en algunas de las principales economías avanzadas, tras casi diez años de estímulo monetario. Este está siendo especialmente el caso en Estados Unidos. Así, en diciembre de 2015 la Reserva Federal comenzó, con un aumento de 0,25 pp, un proceso muy gradual de subidas de tipos de interés oficiales, con otro incremento en 2016 y tres más en 2017, iniciando el proceso de reducción de su balance en octubre de ese mismo año. Otros bancos centrales no han avanzado tanto en la retirada de estímulos monetarios, pero el Banco de Inglaterra elevó su tipo de referencia en noviembre e incluso el BCE y, en menor medida, el Banco de Japón ya comienzan a plantearse la estrategia que ha de seguir. En particular, la Reserva Federal afronta dilemas importantes en este proceso, pues la brecha de producción de la economía de Estados Unidos es positiva y el grado de holgura en su mercado laboral es muy reducido, pero, a la vez, las tasas de inflación continúan siendo muy moderadas. Además, si se produce un endurecimiento mayor de lo esperado del tono de las políticas monetarias, algunos mercados parecen expuestos a una corrección significativa, como mostraron las turbulencias del mes de febrero de 2018.

A ello se suma una política fiscal que ha adoptado un carácter marcadamente expansivo en los últimos meses, con la aprobación de una reforma fiscal a finales de diciembre y un acuerdo bipartidista, alcanzado a inicios de febrero, para elevar el techo de gasto en 296 mm de dólares en los ejercicios fiscales de 2018 y 2019<sup>1</sup>. Entre los cambios tributarios más relevantes se encuentra una reducción del tipo impositivo del impuesto sobre sociedades del 35 % al 21 %, así como la deducción inmediata del 100 % de los gastos por inversión con carácter temporal, además de otras medidas que afectarán a la imposición sobre los beneficios de multinacionales generados en el extranjero. La reforma introduce, además, modificaciones a la imposición directa de los hogares, que reducirán su carga impositiva en todos los niveles de renta entre 2018 y 2025.

En principio, la prociclicidad de estas medidas fiscales podría contribuir a un sobrecalentamiento de la economía, llevando a la inflación por encima del objetivo del banco central, lo que eventualmente podría requerir un alza de los tipos de interés más rápido de lo anticipado. A modo ilustrativo, a continuación se presentan los resultados de las simulaciones realizadas con el modelo NiGEM del efecto de la política fiscal expansiva (según reaccione o no a ella la política monetaria), analizando su impacto en Estados Unidos y en otras economías.

En el primer escenario simulado, la política monetaria no reacciona a los efectos del estímulo fiscal, por lo que el tipo de interés sigue la trayectoria actualmente esperada por la Reserva Federal. El impacto de la expansión fiscal sobre el nivel del PIB supera los 1,5 pp en el período 2018-2021 y se reduce hasta los 0,5 pp hacia

el final del horizonte de previsión, entre 2023 y 2027 (gráfico 1). Por su parte, la inflación aumenta por encima de lo previsto en el escenario base entre los años 2018-2022 (gráfico 2). Además, es importante tener en cuenta que las medidas expansivas contribuirán a que la senda de déficit público se incremente en casi 1 pp del PIB durante la próxima década, aspecto relevante en un contexto de endeudamiento público elevado (gráfico 3). Según el modelo, la demanda agregada y, consecuentemente, las importaciones aumentarían más rápidamente que las exportaciones, lo que deterioraría el déficit exterior en 0,4 pp en porcentaje del PIB respecto al escenario sin estímulo fiscal.

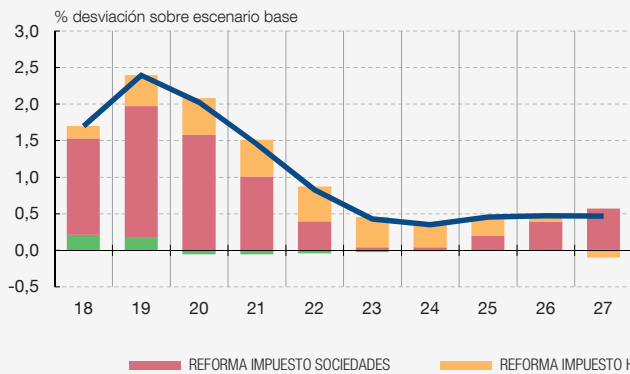
En el segundo escenario se permite que la política monetaria responda al efecto que el impulso fiscal tiene en la brecha de producción y la inflación. Y en un tercer escenario, además de esta respuesta endógena de la política monetaria, se asume que la prima por plazo aumenta en 75 pb, con lo que volvería a su nivel promedio histórico. En estos dos escenarios, los tipos de interés de corto plazo aumentan por encima de la senda actual esperada por el Comité Federal de Mercados Abiertos (FOMC), en menor medida en el último caso, ya que el incremento de la prima a plazo ya supone un endurecimiento de las condiciones financieras. Esta reacción de la política monetaria hace que tanto del PIB como la inflación se incrementen en menor medida que en el escenario inicial (gráficos 4 y 5).

En cuanto a los efectos sobre otras áreas, en el escenario de política monetaria exógena, el PIB de China, Japón y Reino Unido se elevaría en torno a cinco décimas a finales de 2019 respecto del escenario base a través de una mayor demanda de sus exportaciones por parte de Estados Unidos (gráfico 6). En el área del euro, el impacto sería algo menor (0,35 pp). En un escenario con respuesta de la política monetaria, los efectos son inferiores, de entre una y dos décimas en China, el área del euro y Japón, y serían incluso negativos en el Reino Unido (en -0,1 pp respecto al escenario base). Además, podría ocurrir que el aumento de la prima por plazo en Estados Unidos se contagiara al resto de países, dada la posición central que ocupa esta economía en los mercados financieros globales, con efectos contractivos sobre el PIB del resto del mundo. En algunos países, este canal financiero podría superar al canal comercial referido previamente.

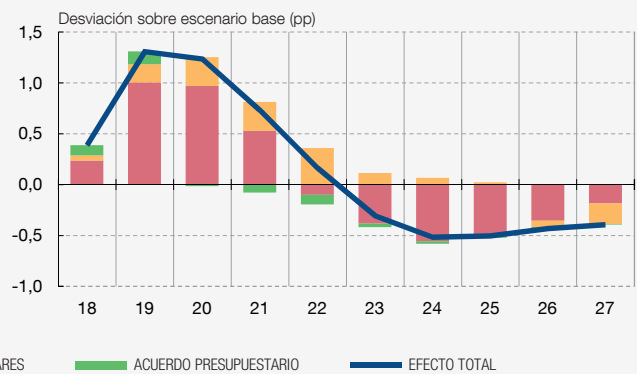
En definitiva, la expansión fiscal contribuirá previsiblemente a un mayor dinamismo de la economía estadounidense en el corto plazo, incluso aunque la Reserva Federal reaccionara intensificando el ritmo de normalización de la política monetaria en un contexto de brecha de producción positiva e inflación creciente. Sin embargo, este escenario central de mayor crecimiento de la actividad en el corto plazo viene acompañado, en un horizonte de medio plazo, de un aumento de los riesgos asociados al deterioro de las finanzas públicas y a la ampliación del déficit corriente. El impacto internacional de esta expansión fiscal será previsiblemente modesto, e incluso puede ser negativo si se produce un efecto contagio a los mercados financieros de otros países, especialmente si las autoridades de Estados Unidos decidieran introducir medidas proteccionistas para contrarrestar el deterioro de su saldo exterior.

1 Además, el presidente Trump presentó en febrero un plan para la mejora de las infraestructuras por 200 mm de dólares en diez años, que espera pueda generar una inversión total de, al menos, 1,5 billones de dólares, fomentando la inversión de los Gobiernos estatales y locales, así como de empresas privadas. No obstante, este plan está actualmente en una fase inicial de discusión y su aprobación se anticipa difícil.

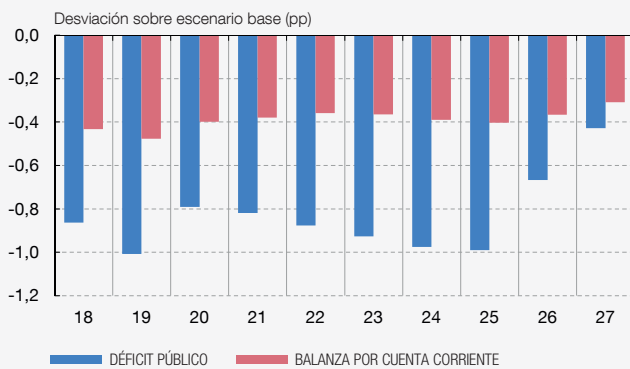
**Gráfico 1**  
PREVISIÓN DEL PIB (CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA)



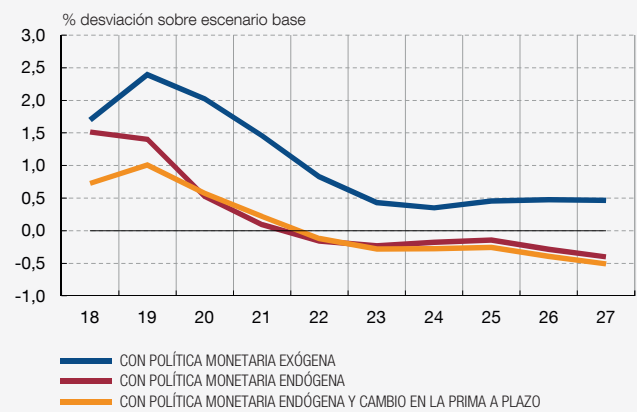
**Gráfico 2**  
PREVISIÓN DE LA INFLACIÓN (CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA)



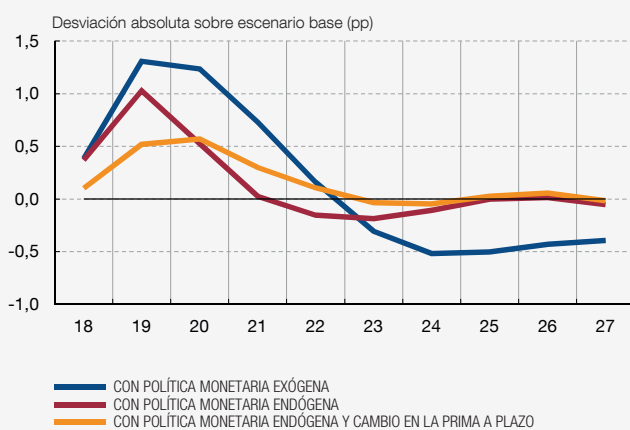
**Gráfico 3**  
PREVISIÓN DE LOS DÉFICITS GEMELOS (CON POLÍTICA MONETARIA EXÓGENA)



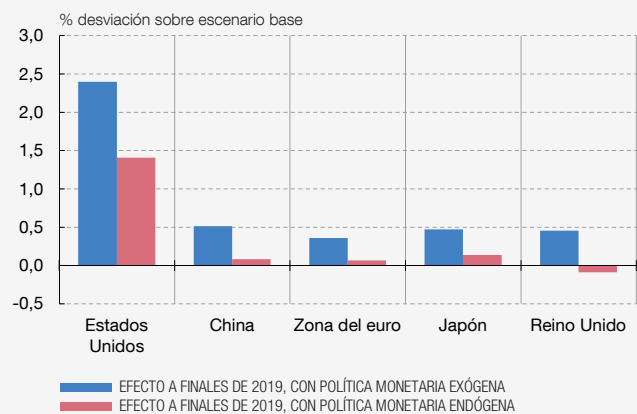
**Gráfico 4**  
PREVISIÓN DEL PIB



**Gráfico 5**  
PREVISIÓN DE INFLACIÓN



**Gráfico 6**  
SPILLOVERS INTERNACIONALES SOBRE EL PIB



FUENTE: Cálculos propios con modelo NiGEM.