



## 7. POLÍTICA FISCAL CUANDO LOS TIPOS DE INTERÉS ESTÁN A CERO

ÁNGEL UBIDE<sup>1,2</sup>

*Hoy en día se reconoce ampliamente que aunque un país tenga un banco central absolutamente benevolente (uno que intente aumentar al máximo la función de bienestar social), puede sufrir una tasa de inflación sistemáticamente demasiado elevada. (Rogoff, 1985)*

### 7.1. RESUMEN

Los marcos fiscales en uso a día de hoy, entre otros, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), se crearon para un mundo que ya no existe, un mundo en el que los tipos de interés eran positivos, el mayor riesgo era una mayor inflación y la política fiscal podía permitirse el lujo de ser pasiva y pasar por alto la estabilización cíclica. Era el mundo de Rogoff (1985) de “bancos centrales conservadores”, en el que la atención se ponía siempre en bajar la inflación: “A veces la sociedad puede mejorar nombrando a un banco central que no comparta la función de finalidad social, pero que a cambio ponga un peso “demasiado elevado” en la estabilización de la tasa de inflación en relación con la estabilización del empleo”.

---

<sup>1</sup> Director de análisis económico, Global Fixed Income, Citadel LLC.

<sup>2</sup> Versión ampliada y revisada de Ubide (2019). Quiero dar las gracias a Olivier Blanchard, Tito Cordella, Daniel Gros y Christian Odendahl, y a los participantes en la conferencia 2019 SUERF/Societe Generale/Columbia University/EIB del 16 de octubre de 2019 en Nueva York por sus comentarios. Me hago responsable de los errores existentes. Este artículo refleja el análisis y las opiniones de Ángel Ubide. El destinatario no debe interpretar en ningún caso que este artículo representa la opinión general de Citadel o sus empleados. Los hechos, análisis y opiniones presentadas en este análisis no han sido revisados por otros profesionales de Citadel y es posible que no reflejen información conocida por estos. Los supuestos, opiniones, visiones y previsiones forman parte del criterio del Sr. Ubide en la fecha indicada y están sujetos a modificaciones sin aviso previo ni obligación de actualizarlos. Citadel no se responsabiliza de los errores u omisiones contenidos en esta presentación y no acepta ninguna responsabilidad por las pérdidas directas o como consecuencia que puedan surgir del uso de este artículo y su contenido.



El mundo ha cambiado. Con tipos de interés a cero en muchos países y expectativas de que se mantengan así por mucho tiempo, y en un contexto en el que el principal riesgo es una inflación demasiado baja, el enfoque de la política económica debe cambiar hacia un aumento tanto del crecimiento como de la inflación, y la política fiscal debe ser activa y contribuir a la estabilización cíclica. Y los marcos y normas fiscales deben cambiar por ese mismo motivo, especialmente en la Zona euro.

El presente informe examina cómo la inercia y los sesgos de comportamiento son el principal escollo de una política fiscal más activa. En él se analiza la relación deseada entre la política monetaria y la fiscal en distintas configuraciones de tipos de interés e inflación y se llega a la conclusión de que, cuando los tipos de interés están a cero y la inflación muy por debajo del objetivo, la política fiscal debe ser el principal instrumento para impulsar el crecimiento y la inflación, mientras que la política monetaria debe apoyar a la política fiscal mediante la orientación de expectativas y la compra de activos. Asimismo, examina el concepto de espacio fiscal con límite inferior igual a cero y en un entorno de alta aversión al riesgo y baja inflación, argumentando que el espacio fiscal es un concepto de flujo y no de existencias, y que por ello las ratios de deuda y déficit no son buenos indicadores del espacio fiscal con límite inferior igual a cero. En un mundo caracterizado por un aumento persistente de la demanda de bonos, la consecuencia es que hay más espacio fiscal del que se supone normalmente. Por último, propone una serie de principios como guía para la política fiscal cuando los tipos de interés son cero. La aplicación de estos principios en la Zona euro sugiere que la política fiscal en la Zona euro es demasiado restrictiva y que un gran programa público de inversión multianual financiado mediante deuda sería adecuado para apoyar el crecimiento y contribuir a elevar la inflación hasta el objetivo.

**Palabras clave:** política fiscal, política monetaria, inflación, Zona euro, sostenibilidad de la deuda

## 7.2. INTRODUCCIÓN

Los marcos fiscales en uso a día de hoy, entre otros, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), se crearon para un mundo que ya no existe, un mundo en el que los tipos de interés eran positivos, el mayor riesgo era una mayor inflación y la política fiscal podía permitirse el lujo de ser pasiva y pasar por alto la estabilización cíclica. Era el mundo de Rogoff (1985) de “bancos centrales conservadores”, en el que la atención se ponía siempre en bajar la inflación: “A veces la sociedad puede mejorar nombrando a un banco central que no comparta la función de finalidad social, pero que a cambio ponga un peso “demasiado elevado” en la estabilización de la tasa de inflación en relación con la estabilización del empleo”.

El mundo ha cambiado. Con tipos de interés a cero en muchos países y expectativas de que se mantengan así por mucho tiempo, y en un contexto en el que el principal riesgo es una inflación demasiado baja, el enfoque de la política económica debe cambiar hacia un apoyo del crecimiento y de la inflación, y la política fiscal debe ser activa y



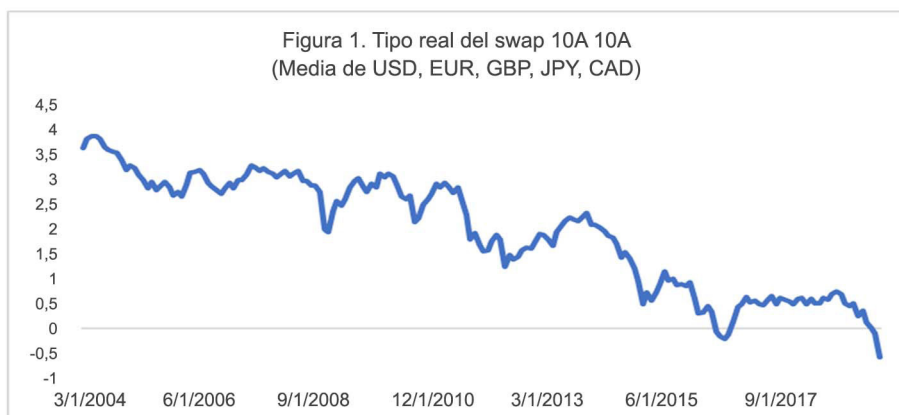
contribuir a la estabilización cíclica. Las normas fiscales deben cambiar por ese mismo motivo, especialmente en la Zona euro. Según el presente informe, la inercia y los sesgos de comportamiento son el principal escollo de una política fiscal más activa. En él se analiza la relación deseada entre la política monetaria y la fiscal en distintas configuraciones de tipos de interés e inflación, se examina el concepto de espacio fiscal con límite inferior igual a cero y se proponen una serie de principios como guía para la política fiscal cuando los tipos de interés son cero.

### 7.2.1. CAÍDA CONSTANTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS NOMINALES A LARGO PLAZO

Desde que Ken Rogoff publicó su influyente estudio sobre la necesidad de bancos centrales conservadores en 1985, los tipos de interés han sufrido una tendencia bajista constante y recientemente han alcanzado mínimos históricos. En agosto de 2019, los tipos alemanes a 10 años llegaron a un mínimo histórico del -0,71% y Alemania emitió por primera vez bonos a 30 años a un tipo de interés del 0%. Los tipos de interés en mínimos récord no se limitaron a los bonos AAA. Los tipos portugueses a 10 años llegaron al 0,07% y los españoles al 0,03%. Además, los mercados esperan que los tipos de interés se mantengan muy bajos durante largo tiempo. Por ejemplo, los mercados estiman que los tipos alemanes a 10 años seguirán siendo negativos los próximos 5 años. Cierto es que los mercados pueden equivocarse. Pero también pueden estar en lo cierto. Durante la última década, las expectativas del mercado de tipos de interés bajos o menores han demostrado ser más precisas que las advertencias de economistas y legisladores que afirmaban que la subida de los tipos de interés estaba a la vuelta de la esquina.

Es posible que los tipos de interés muy bajos parecieran algo excepcional e incluso una anomalía de los mercados. Sin embargo, un análisis de los dos componentes de tipos nominales a largo plazo, los tipos de interés reales y las expectativas de inflación, sugiere que los tipos de interés nominales a largo plazo descienden estructuralmente y es poco probable que aumenten en un futuro próximo.

1. Los tipos de interés reales en los países desarrollados han descendido las dos últimas décadas, como indica la figura 1, que muestra un tipo de interés a 10 años, 10 años adelante, extraído de swaps de tipos de interés para una cesta de las principales monedas. Este descenso se ha visto motivado por un conjunto de factores estructurales, entre otros, la situación demográfica, el cambio en la naturaleza de las inversiones y el descenso del precio de los bienes de capital, la falta de inversión pública, una disminución constante en la oferta de activos seguros y un aumento de la aversión al riesgo (véase, entre otros, Gagnon, Johansen y López Salido (2016) o del Negro et al. (2017)). Esto ha llevado a un descenso del tipo de interés real neutro, que actualmente se estima que está próximo a cero en la mayoría de los países desarrollados (véase Holston, Laubach y Williams (2017)) o incluso es negativo (véase Kiley (2019)).



- Las actitudes hacia la inflación también han cambiado. Antes de 2007 todo el enfoque estaba en los riesgos de inflación al alza. El crecimiento salarial era sólido, el precio de los productos básicos seguía una tendencia secular alcista, la inflación lograda alcanzó una media del 2% en la mayoría de países desarrollados y las expectativas de inflación estaban bien afianzadas en los objetivos (fuera de Japón). Probablemente, el hecho de que los tipos de interés fueran positivos, proporcionando así mucho margen para relajar la política, contribuyó a afianzar las expectativas de inflación. Hoy la situación es muy distinta. El crecimiento salarial es bajo, el precio de los productos básicos es estable, la inflación lograda está por debajo del 2% y las expectativas de inflación están por debajo del objetivo. Como resultado, la atención se centra en el riesgo de inflación a la baja y las primas de riesgo de inflación se han vuelto negativas. Por ejemplo, los mercados esperan que la inflación en la Zona euro esté por debajo del 1,5% a lo largo de la próxima década.

Los tipos de interés reales muy bajos pueden parecer un buen resultado, pero no lo son. Pueden resultar ser un exceso de algo bueno. Los tipos de interés nominales excesivamente bajos reducen el bienestar porque limitan el espacio de la política monetaria para amortiguar las recesiones y gestionar el ciclo de negocio. En otras palabras, cuando los tipos de interés y la inflación son demasiado bajos, aumenta el diferencial de producción previsto en el futuro.

### 7.2.2. LA “PARADOJA DEL RIESGO” EN POLÍTICA FISCAL

La “paradoja del riesgo” describe situaciones en las que los actores políticos, en su cruzada por ser conservadores y prudentes, equivocadamente no son lo suficiente agresivos y convierten las perspectivas en algo más arriesgado (véase Ubide (2017)). Este concepto describe bien los debates entre los bancos centrales durante la Gran Crisis Financiera, cuando la preocupación por “preservar las armas”, controlar a los gobiernos o minimizar las posibles pérdidas en los balances del banco central, impidieron una



relajación de las políticas más oportuna y agresiva. Al final, al aplazar sus acciones y actuar sin convicción, los bancos centrales acabaron teniendo que hacer más que lo que no quisieron en un principio, manteniendo los tipos de interés bajos durante más tiempo y comprando más bonos, por lo que la recuperación fue más débil y la inflación más baja.

La paradoja del riesgo se origina por la inercia inherente en los marcos de política y los sesgos de comportamiento que afectan a los actores políticos, que impiden una formulación de políticas ágiles<sup>3</sup>. La inercia se produjo como resultado de aplicar conceptos de políticas económicas que de otro modo serían sensatas, a situaciones económicas equivocadas; por ejemplo, llevó a que los bancos centrales tardaran demasiado tiempo en darse cuenta de que el riesgo principal no era que la inflación pudiera subir en espiral, como había ocurrido durante dos décadas, sino que quizás nunca aumentase lo suficiente. La aversión a la pérdida (aversión excesiva a reconocer una pérdida que da lugar a decisiones menos óptimas) llevó a un enfoque excesivo en los posibles inconvenientes de las medidas políticas, por ejemplo, el “coste” fiscal del alivio cuantitativo. El “efecto dotación” (valorar excesivamente cosas que se poseen) cegó a los actores políticos, llevándoles a mantener durante demasiado tiempo marcos políticos que estaban fallando, como la asimetría de los objetivos de inflación.

La paradoja del riesgo también ha afectado a la política fiscal. Un temor excesivo a la deuda y el déficit llevó a políticas fiscales contradictorias que oprimieron el crecimiento y la inflación en el momento equivocado, creando una situación muy desfavorable para la política monetaria y, a su vez, empeorando las previsiones fiscales en lugar de mejorarlas. La inercia política y los sesgos de comportamiento estaban de nuevo en juego. La inercia de considerar durante décadas la política monetaria como el único instrumento para la estabilización cíclica ha aplazado excesivamente la necesidad de flexibilizar la política fiscal. Esta inercia ha generado la falsa creencia de que la austeridad fiscal es la política adecuada en todo momento. El “efecto anclaje” (dar excesiva importancia a una observación inicial) de la crisis griega creó un poderoso incentivo para que los gobiernos endureciesen ciegamente las políticas primero e hiciesen preguntas después. El efecto dotación ha llevado a los gobiernos europeos a no modificar los principios fundamentales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, incluso aunque el mundo actual sea diametralmente opuesto al mundo en que se creó dicho pacto.

**a. La política fiscal es la principal política económica con límite inferior igual a cero (ZLB, por sus siglas en inglés).**

Un sesgo mental crítico que sigue obstaculizando la política económica es el concepto de políticas “no convencionales”. En política monetaria, “no convencional” se aplicaba en un principio al uso de orientación de expectativas (puesto que los bancos centrales solían operar según el principio de compromiso previo con una política), y de compra de activos (dado que a los bancos centrales les preocupaban las consecuencias de riesgo moral debidas a la compra de bonos del Estado. El término “no convencional”

---

<sup>3</sup> Para ver un análisis en profundidad sobre los sesgos de comportamiento como la aversión a la pérdida, el efecto dotación o el efecto anclaje, véase Kahneman (2011).



está estigmatizado, denota una naturaleza temporal y subraya un deseo de salir lo antes posible, llevando a políticas demasiado restrictivas. Como recomendé en Ubide (2017), el concepto “no convencional” debe abandonarse, puesto que todos los instrumentos de política monetaria dentro del marco legal de un banco central son legítimos y los bancos centrales solo deberían hablar de flexibilización o endurecimiento de políticas. Jerome Powell, presidente de la Reserva Federal de EE. UU. parece estar de acuerdo: “Quizás es hora de abandonar el término “no convencional” a la hora de referirse a los instrumentos que se utilizaron en la crisis”<sup>4</sup>. Como resultado, los bancos centrales están aceptando esta realidad y han emprendido una revisión de sus marcos de política monetaria.

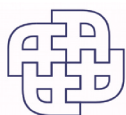
El problema del concepto “no convencional” también afecta a la política fiscal. La hipótesis del sesgo inflacionario de los gobiernos, combinado con la Gran Moderación, llevó al consenso de que la coordinación monetaria y de políticas conduciría a políticas incoherentes en el tiempo. Esto llevó a la visión “convencional” de una estricta división de funciones entre las políticas monetaria y fiscal, donde la política monetaria gestiona el ciclo de negocio y la política fiscal se centra únicamente en la sostenibilidad a largo plazo (y en los aspectos de distribución). Como resultado, las normas de política fiscal se han centrado, de manera asimétrica, en reducir la deuda y el déficit, casi independientemente de la posición cíclica de la economía.

El mundo ha cambiado y los marcos fiscales también deben revisarse. A pesar de los tipos de interés muy bajos y las grandes compras de bonos, la inflación es demasiado baja, no demasiado alta, y la política fiscal ha sido demasiado restrictiva. Al contrario de lo que se esperaba, a pesar de deudas y déficits más elevados, los tipos de interés han caído. La revisión de los marcos fiscales debe comenzar aceptando la idea “no convencional” de que, en ocasiones, la política monetaria y la política fiscal deben coordinarse. De hecho, la relación entre la política monetaria y la fiscal depende del nivel de inflación ( $\pi$ ) respecto al objetivo de inflación ( $\pi^*$ ) y del nivel de tipos de interés ( $r$ ), de manera estrictamente simétrica. La tabla 1 muestra un esquema depurado para entender dicha relación.

**TABLA 1. RELACIÓN ÓPTIMA ENTRE POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL**

	Monetario	Fiscal	Ejemplo
$\pi \gg \pi^*$	Contracción, leads	Contracción	1970-80s
$\pi \approx \pi^*$ y $r > 0$	Gestión del ciclo	Enfoque en la sostenibilidad	Gran moderación
$\pi \approx \pi^*$ y $r = 0$	Gestión del ciclo	Neutral	
$\pi \gg \pi^*$ y $r \leq 0$	Relajación	Relajación, leads	Japón, Eurozona hoy

<sup>4</sup> Véase Federal Reserve Board (2019)



Hay cuatro casos diferentes:

1. Caso 1: Cuando la inflación está claramente por encima del objetivo, la política monetaria lidera y la política fiscal coopera de manera explícita. Este es el legado de la experiencia de los años 70, que introdujo la literatura sobre la incoherencia temporal (Kydland y Prescott (1977)) y la necesidad de bancos centrales independientes y conservadores (Rogoff (1985)). La política monetaria tiene que ser restrictiva para reducir la inflación y las previsiones de inflación, y la política fiscal debe cooperar con ajustes fiscales para facilitar dicho proceso. De hecho, los episodios históricos en los que la inflación ha sido difícil de contener, han sido episodios en los que la política fiscal ha sido excesivamente expansionista y no ha cooperado con la política monetaria (por ejemplo, en los primeros años del mandato de Volcker en la Reserva Federal de EE. UU.).
2. Caso 2: Cuando la inflación está anclada en el objetivo y los tipos de interés son positivos, como en la Gran Moderación, la política monetaria y la fiscal pueden desvincularse. La política monetaria tiene suficiente espacio para flexibilizar la política para gestionar las fluctuaciones económicas, y la política fiscal puede centrarse en la sostenibilidad a largo plazo al tiempo que permite que operen estabilizadores automáticos. La definición de sostenibilidad a largo plazo puede variar de una sociedad a otra, ya que las preferencias no son necesariamente homogéneas respecto a las dimensiones del gobierno y los niveles de deuda y déficit. Este es el entorno del modelo nekeynesiano de referencia con inflación objetivo, donde la única distorsión que afecta a la economía son las rigideces nominales y la política monetaria, que da por sentada la política fiscal, puede compensar la distorsión y lograr su objetivo de inflación. Es importante destacar que esto asume que las expectativas de inflación están bien ancladas en el objetivo. Ese es el contexto económico en el que las contracciones fiscales expansionistas podrían ser efectivas.
3. Caso 3: Cuando la inflación está anclada en el objetivo pero los tipos de interés son muy bajos, este marco comienza a fallar. En esos casos, la política fiscal debería estar en modo “ante todo, no perjudicar”, con un postura sencilla o como mucho cíclicamente neutra, para evitar que se convierta en una fuerza deflacionista que, con tipos de interés muy bajos, se vuelva difícil de gestionar para la política monetaria. Este es el caso de Australia actualmente, por ejemplo (véase análisis en Lowe (2019)).
4. Caso 4: Cuando la inflación y las previsiones de inflación están por debajo del objetivo y los tipos de interés ya están a cero o son negativos, la política fiscal debe liderar con una postura expansionista y la política monetaria debe cooperar explícitamente, garantizando tipos de interés bajos durante el tiempo que se necesite. Este es el reflejo fiel de los años 70 (Caso 1): a menos que la política monetaria y la fiscal cooperen de manera activa, la economía no conseguirá restaurar la estabilidad de los precios y un crecimiento sostenible. Este es el caso de Japón en los últimos años, en los que el gobierno ha adoptado una postura fiscal



expansionista y el Banco de Japón está cooperando con su estructura de Control de la curva de rendimiento. Esto también describe muy bien la actual situación en la Zona euro. Una política fiscal expansionista cuando los tipos de interés son muy bajos está exenta de costes y tiene un gran efecto multiplicador (véase Blanchard (2019) y Cohen-Setton, et al. (2019)).

El caso 4 es el caso correspondiente a la actual situación económica. Además de impulsar el crecimiento y la inflación, una política fiscal expansionista bien diseñada en el límite inferior igual a cero tiene diversas ventajas (véase Ubide (2016)):

Aumenta los tipos de interés neutro reduciendo el ahorro público, incrementando la eficacia de la política monetaria y limitando el efecto restrictivo del límite inferior igual a cero.

Aumenta el crecimiento potencial de dos maneras principales: sosteniendo la demanda, reduciendo la inactividad y evitando el efecto de histéresis, facilitando de este modo la reincorporación en el mercado laboral de los desempleados de larga duración<sup>5</sup>; aumentando la inversión pública.

Ayuda a reducir la desigualdad y otros efectos secundarios de la política monetaria reduciendo la necesidad de tipos de interés muy bajos y su magnitud. En definitiva, la principal fuente de desigualdad es el desempleo, por lo que una política monetaria fácil que reduzca la tasa de desempleo reduce la desigualdad. Sin embargo, en igualdad de circunstancias, una combinación de política monetaria fácil y política fiscal restrictiva que conduzca a tipos de interés muy bajos durante largo tiempo favorece a los patrimonios de rentas superiores y perjudica a los pensionistas de rentas más bajas.

Ayuda a reducir los riesgos para la estabilidad financiera derivados de un periodo prolongado de tipos de interés muy bajos. El riesgo es más evidente para aseguradoras y fondos de pensión que proporcionan productos con rentabilidad garantizada (véase, Berdin y Grundl (2015)).

La pregunta clave para los actores políticos cuando la economía está dentro del caso 4 es esta: ¿preferirían una economía con un crecimiento y una inflación un poco más altos, unos tipos de interés un poco más elevados y déficits un poco mayores? La respuesta debería ser un sí inequívoco.

#### **b. Concepto de espacio fiscal con límite inferior igual a cero**

Una crítica normal de la idea de un uso más activo de la política fiscal para apoyar la demanda al límite inferior igual a cero es que no hay espacio fiscal, porque la deuda y el déficit ya son “demasiado” altos. También aquí la inercia y los sesgos de comportamiento desempeñan un papel.

El efecto anclaje está detrás del límite arbitrario de déficit del 3% y del objetivo de deuda/PIB del 60% del Tratado de Maastricht: se eligieron simplemente porque el nivel de deuda medio en aquel momento era 60% y un déficit del 3%, asumiendo un crecimiento nominal del PIB del 5%, estabilizaría la deuda en torno a esos niveles. El umbral

---

<sup>5</sup> La experiencia de EE. UU. es muy positiva a este respecto, véase Krueger (2018).





del 90% que se popularizó durante la Gran Crisis Financiera ha demostrado no tener ninguna base empírica, pero creó un potente sesgo de aversión a la pérdida entre los actores políticos tras la crisis: los ministros de economía priorizaron la adopción de políticas destinadas a reducir la deuda a cualquier precio, a costa del crecimiento. Japón es un ejemplo perfecto de la irrelevancia de estos límites.

El espacio fiscal es una función de la voluntad de los gobiernos de ajustarse durante las malas épocas. Ante el desafío de una perspectiva fiscal problemática, la decisión entre reducir los déficits o el impago es una elección política sobre la asignación del coste del ajuste entre contribuyentes y acreedores. Por regla general, los gobiernos deciden reducir los déficits: Ostry et al. (2010) muestra que a medida que aumentan los niveles de deuda, los gobiernos son más propensos a tener mayores superávits primarios para estabilizar sus ratios de deuda. Utilizando el comportamiento en el pasado de los gobiernos, calculan la ratio de deuda “límite”, definida como ratio de deuda/PIB por encima de la cual la deuda crece sin límite, en función del comportamiento de saldo primario histórico de un país. Sus cálculos del límite de la deuda se sitúan entre el 150% y el 200% del PIB, estando la media en el 180%. Como es evidente, los autores recomiendan que los países permanezcan muy por debajo del límite de deuda, ya que las perturbaciones imprevistas podrían impulsar al país por encima del límite, o los gobiernos podrían cambiar radicalmente sus preferencias respecto a la voluntad de ajustarse y hacer la deuda insostenible. Pero del 180% al 60% hay una gran distancia.

El espacio fiscal, al igual que la sostenibilidad de la deuda, es en esencia un concepto de flujo, no de existencias. La teoría económica ha tratado los impagos como el resultado de las crisis de liquidez y de reinversión, y dichas crisis son, principalmente, un factor de credibilidad y diseño de las políticas económicas<sup>6</sup>. Reconociendo este concepto de flujo, el FMI ha ampliado su definición de deuda sostenible “con una alta probabilidad”, combinando una evaluación del nivel (ratio de deuda/PIB) con una evaluación del flujo (las necesidades de financiación bruta como cuota del PIB) (véase FMI 2013). Desde la perspectiva del flujo, el FMI considera que la deuda es sostenible si las necesidades de financiación bruta como cuota del PIB están por debajo del 15% en los países desarrollados y por debajo del 10% en los mercados emergentes. Este criterio de flujo se hace aún más relevante en un entorno de tipos de interés muy bajos. Por ejemplo, respaldó la evaluación de la previsión de deuda de Grecia como sostenible con una alta probabilidad, pese a una deuda/PIB del 180%.

La ecuación de la dinámica de la deuda ilustra el concepto de flujo del espacio fiscal. La ecuación 1, a continuación, muestra que la ratio de deuda/PIB ( $d/y$ ) es una función de la ratio de deuda pasada, el saldo primario ( $pb$ ) y la relación entre la ratio de crecimiento del PIB ( $g$ ) y el coste del tipo de interés de la deuda ( $r$ ):

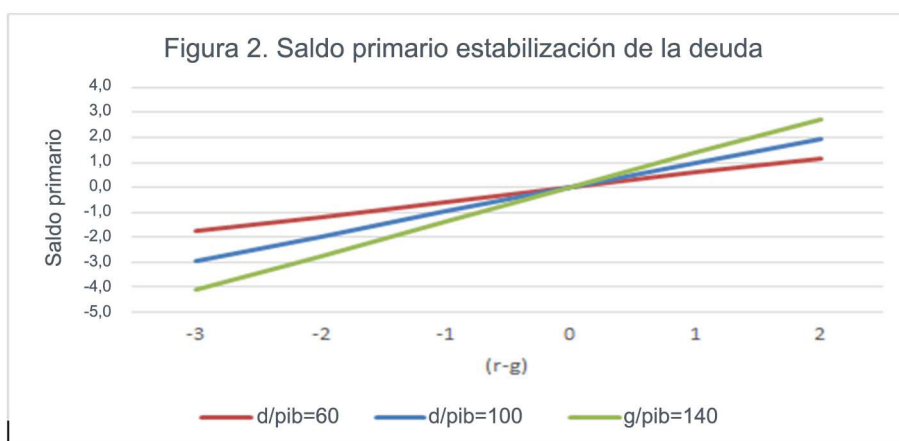
$$\frac{d}{y}(t) = \left( \frac{1+r}{1+g} \right) * \frac{d}{y}(t-1) - pb(t)$$

<sup>6</sup> Véanse, por ejemplo, Giavazzi y Pagano (1989) o Cole y Kehoe (1996)

Operando, el cambio en la deuda es una función del nivel de deuda, el saldo primario y  $(r-g)$ , la diferencia entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés.

$$\Delta \frac{d}{y} = \left( \frac{r-g}{1+g} \right) * \frac{d}{y} (t-1) - pb(t)$$

La senda de la deuda puede mejorar si el saldo primario mejora, si el crecimiento del PIB mejora o si el coste de los intereses de la deuda disminuye. Por ello, las políticas que aumentan el crecimiento potencial, como la inversión pública, mejoran la senda de la deuda, y las políticas que reducen los tipos de interés y se comprometen a mantenerlos bajos durante mucho tiempo, como la orientación de expectativas de los bancos centrales, también mejoran la senda de la deuda. Ambas amplían el margen de acción fiscal. Con un límite inferior igual a cero, donde los tipos de interés son muy bajos y  $(r-g)$  es negativo, la inversión pública financiada con deuda mejora la senda de la deuda.



Una propiedad interesante de esta ecuación es que, cuando la ratio de deuda/PIB es elevada, la evolución de la ratio de deuda/PIB es más dependiente de  $(r-g)$  que del saldo primario. La figura 2 muestra la relación entre los cambios en  $(r-g)$  y los cambios en el saldo primario que mantienen la deuda/PIB constante para distintos niveles iniciales de deuda/PIB. Con una deuda/PIB del 60%, el factor principal es el saldo primario: la línea está menos inclinada, lo que significa que  $(r-g)$  tiene que disminuir 2 p.p. para lograr el mismo efecto que una mejora de 1 p.p. en el saldo primario. Sin embargo, si es del 140%, el factor principal es  $(r-g)$ : la línea está más inclinada, lo que significa que una mejora en  $(r-g)$  de menos de 1 p.p. es equivalente a una mejora de 1 p.p. en el saldo primario. A niveles de deuda altos, la calidad de las políticas, que impulsa el tipo de interés y la tasa de crecimiento del PIB, se vuelven más importantes que la dimensión del saldo primario a la hora de determinar la evolución de  $d/y$ , y por tanto el espacio fiscal disponible.



Como es natural, esta dinámica se aplica de manera simétrica: una mala política puede erosionar rápidamente el espacio fiscal si lleva a que los mercados soliciten una prima de riesgo más alta sobre la deuda. La experiencia reciente en Italia durante 2018-19 proporciona un experimento en una situación real. La llegada del gobierno Lega-M5S llevó a un fuerte aumento en la rentabilidad de los bonos italianos, debido principalmente al llamado “riesgo de redenominación”: el miedo en base a las declaraciones de los dirigentes de la Lega, en las que sugerían que el gobierno italiano podía decidir abandonar el euro, aumentando así la probabilidad de un impago de su deuda. Cuando la mayoría parlamentaria cambió y la Lega pasó a la oposición, la rentabilidad de los bonos sufrió un fuerte descenso, puesto que el riesgo de redenominación había desaparecido por completo. El cambio en las políticas gubernamentales generó espacio fiscal, facilitando una política fiscal más expansionista. En el límite inferior igual a cero, la calidad, y no la cantidad de deuda y déficits, es el principal determinante del espacio fiscal.

### c. Espacio fiscal en un entorno de alta aversión al riesgo y baja inflación

El debate tradicional sobre el espacio fiscal siempre ha tenido como trasfondo los riesgos inflacionistas y los gobiernos con comportamientos erróneos, por lo que siempre se ha centrado en explorar las posibilidades de una mayor inflación y/o del impago. Pero hoy en día la situación es diferente, la inflación es demasiado baja y, en todo caso, los gobiernos están siendo demasiado austeros. Y esto requiere reconsiderar de nuevo el concepto de espacio fiscal.

El concepto de espacio fiscal describe fundamentalmente la probabilidad de que un gobierno pueda renovar su deuda. Por ello depende de la interacción entre la oferta y la demanda de bonos del Estado. Sin embargo, el debate sobre el espacio fiscal siempre se basa en modelos de sostenibilidad de la deuda que se centran solo en la oferta de bonos: los modelos analizan la evolución y las relaciones entre la deuda y los déficits (la oferta prevista de bonos), y buscan situaciones que puedan llevar a una senda de deuda asfixiante. En otras palabras, estos modelos asumen una demanda fija de bonos, invariable a lo largo del tiempo. En estos modelos, el tipo de interés de la deuda es simplemente una función positiva de la oferta de bonos, una función que en algún momento podría llegar a ser no lineal (véase, por ejemplo, FMI (2011) o D’Erasmus, Mendoza y Zhang (2016)).

Sin embargo, la premisa de la estabilidad de la demanda de bonos no es necesariamente cierta en la realidad y no ha sido cierta especialmente en los últimos años. La demanda de bonos no es fija. Se adquieren bonos con el fin de obtener un rendimiento como parte de una cartera. Como tal, su demanda depende del rendimiento esperado y de su valor relativo y características de riesgo frente a otros activos. Y estas consideraciones pueden cambiar a lo largo del tiempo.

Análiticamente, los rendimientos en bonos del Estado dependen de dos factores: la senda futura prevista de tipos de interés a corto plazo y una prima de riesgo que los inversores demandan para mantener títulos a largo plazo. La prima de riesgo varía a lo largo del tiempo y puede verse afectada por tres factores principales: (1) la inflación, que merma el valor real del principal, que es fijo en términos nominales; (2) el riesgo de impago, que reduciría el valor nominal del principal al vencimiento; y (3) los cambios en

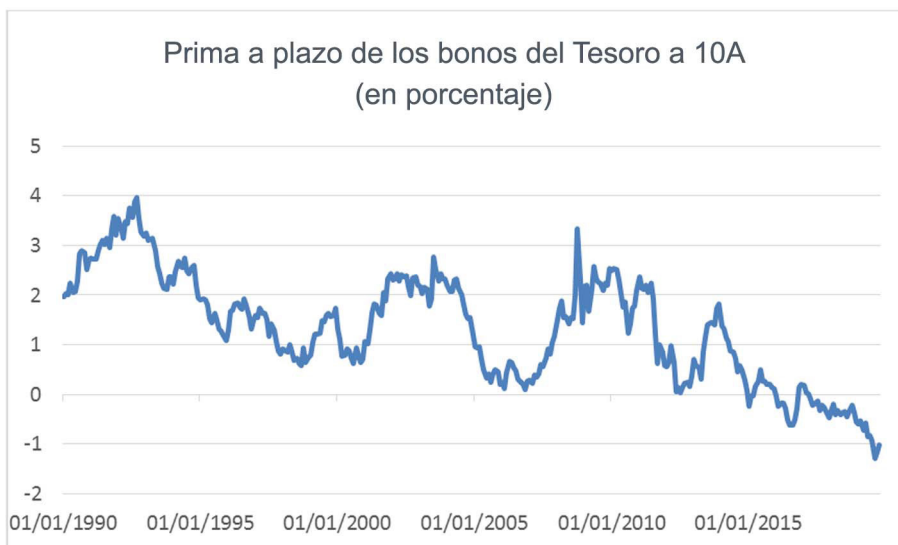


la demanda relativa de bonos frente a otros activos, que afectaría al precio de los bonos a lo largo del tiempo.

Cuando la prima de riesgo es baja y estable, el principal factor determinante del precio de los bonos son los tipos a corto plazo previstos para el futuro. En estos casos, existe una correlación positiva entre la rentabilidad de los bonos a largo plazo y la actividad económica: un menor crecimiento llevaría a tipos de interés más bajos. Lo que esto significa es que, asumiendo que los estabilizadores automáticos funcionan y que por ello los déficits aumentan durante las recesiones, unos déficits más altos estarían acompañados por tipos de interés a largo plazo más bajos, no más altos. Dado que los precios de los bonos disminuyen cuando los tipos de interés bajan, esto convierte a los bonos soberanos en un buen instrumento de cobertura en una cartera.

Cuando la prima de riesgo es elevada o volátil, o muestra una tendencia secular, puede resultar más relevante que la senda prevista de tipos a corto plazo para fijar el precio de los bonos. La naturaleza variable a lo largo del tiempo de la prima de riesgo es un buen indicador del elemento variable a lo largo del tiempo de la demanda de bonos (véase análisis en Cohen, Hordahl y Xia (2018)). Cuanto mayor es la demanda de bonos, menor es la prima a término, y viceversa. En función de la dirección y la volatilidad de la prima a término, la correlación entre la rentabilidad de los bonos y la actividad económica puede variar.

Tradicionalmente, la naturaleza variable a lo largo del tiempo de la prima a término se ha visto como una posible fuente de riesgo al alza para la rentabilidad de los bonos soberanos: el riesgo inflacionista y los riesgos fiscales pondrían una presión creciente en la prima a término. El concepto de contracciones fiscales expansionistas se basaba en este supuesto: una consolidación fiscal bien diseñada reduciría la prima a término y los tipos de interés a largo plazo, e impulsaría el crecimiento. Esto era posible porque la prima a término ha sido tradicionalmente positiva. Sin embargo, la prima a término ha disminuido de forma constante en los últimos años, llegando a ser continuamente negativa (véase Figura 3, que muestra la prima a término estimada en los rendimientos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, utilizando la metodología de Adrian, Crump y Moench (2013)). Esta caída constante de la prima a término sugiere que la demanda de bonos ha aumentado paulatinamente en los últimos años y, como resultado, el espacio fiscal se ha ampliado.



¿Por qué ha descendido la prima a término? Como se ha indicado anteriormente, la prima a término puede explicarse como una combinación de prima de riesgo de inflación (mayor si el riesgo de inflación es elevado), prima de riesgo de impago (mayor si el riesgo fiscal es elevado) y prima de riesgo de las acciones (mayor si la demanda relativa de acciones frente a bonos es elevada).

La prima de riesgo de inflación se ha reducido porque la inflación lograda ha estado sistemáticamente por debajo del objetivo y el paso del crecimiento salarial a la inflación ha sido moderado, lo que ha quedado reflejado en el descenso de la inflación implícita. Con una inflación moderada, hay poca necesidad de protegerse contra la alta inflación y los bonos pasan a ser aún más atractivos como instrumento para protegerse frente a la debilidad del crecimiento, especialmente en un entorno en el que se espera que los bancos centrales utilicen la compra de activos como un instrumento de política, y por lo tanto en el que está casi garantizado un aumento en la demanda de bonos en una desaceleración. Este atractivo de los bonos como mecanismo de cobertura se ve ampliado por la estrategia de los bancos centrales de comunicar anticipadamente su función de reacción en el límite inferior igual a cero, que probablemente incluirá compras de activos y el mantenimiento de los tipos a cero durante largo tiempo, como manera de mejorar la eficacia de sus políticas.

La prima de riesgo de impago también ha descendido, a pesar del aumento de la deuda y el déficit tras la crisis que incrementó las necesidades de financiación y, por lo tanto, la oferta de bonos. La afirmación de que déficits más elevados llevan a tipos de interés más altos sigue siendo válida. Por ejemplo, tanto Rachel y Summers (2019), como Tedeschi (2019) muestran que una deuda pública más alta ha llevado, *ceteris paribus*, a tipos de interés más elevados. Sin embargo, el inciso *ceteris paribus* es fundamental, ya que ha habido varios factores de compensación que, en términos netos, han reducido



el riesgo de impago y han aumentado el atractivo de los bonos soberanos. Por ejemplo, las compras de activos de los bancos centrales han aumentado la demanda de bonos y han ejercido una presión a la baja en los tipos de interés. Además, las políticas centradas en reducir la incertidumbre acerca de la senda futura de tipos de interés, como la orientación de expectativas, también han contribuido a amortiguar la respuesta de los tipos de interés para una oferta de bonos más alta, creando más espacio fiscal. Además, el incesante enfoque de los gobiernos en reducir la deuda y el déficit en un entorno de crecimiento moderado y baja inflación ha reducido la sensibilidad de los tipos de interés a los niveles de deuda y déficits, y ha cambiado el enfoque a la calidad de la política fiscal, tal como mostraron los acontecimientos en Italia.

La prima de riesgo de las acciones ha permanecido elevada, apoyando la demanda de bonos (véase Caballero, Farhi y Gourinchas (2017)) y sus correspondientes referencias para conocer un análisis sobre los posibles factores subyacentes del nivel permanentemente elevado de la prima de riesgo de las acciones). La demanda relativa de bonos como activo de inversión es un elemento crítico y a menudo subestimado en el debate sobre el espacio fiscal. Un entorno de alta aversión al riesgo aumenta la demanda de bonos, lo que se ha calificado como una escasez de activos seguros, y con ella el espacio fiscal para un nivel determinado de deuda y déficit.

Como es natural, estas tendencias en la demanda de bonos pueden cambiar y la prima a término puede volver a aumentar. Pero los motivos que podrían llevar a dicho aumento, como una mayor inflación o una caída de la prima de riesgo de las acciones, serían fiscalmente favorables. Solo en caso de que un país decidiese degradar la calidad de su política fiscal o apunte a un impago estratégico, como es el caso de Italia en 2018-19, el aumento de la prima a término sería problemático merecidamente.

#### **d. Esto no es chartalismo**

Una crítica normal de esta idea que apoya un uso más activo de la política fiscal, es que este es un argumento en apoyo del chartalismo. La respuesta es no. Y merece la pena explicar por qué en detalle.

Para empezar, el chartalismo es una combinación de ideas sin una estructura clara. En esencia, sostiene que los países que emiten deuda en su propia moneda nunca pueden “quedarse sin dinero” de la manera en que lo hacen los hogares o las empresas porque, según el chartalismo, los gobiernos crean dinero siempre que gastan. En este discurso, la fiscalidad desempeña dos papeles: por un lado, da a los ciudadanos del país una razón para utilizar la moneda emitida por el gobierno y, por otro, los impuestos son una herramienta que los gobiernos pueden utilizar para controlar la inflación. Por último, una garantía de empleo (un empleo público con el salario mínimo) garantizaría que la economía siempre funcione a pleno empleo. Por ello, el chartalismo plantea que los gobiernos pueden utilizar sus políticas presupuestarias para promover sus objetivos políticos y para gestionar el ciclo de negocio (y por lo tanto, la inflación) mediante cambios en los impuestos. Los tipos de interés no son una variable relevante para gestionar la economía y, en su mayoría, el chartalismo defiende tipos de interés cero.



Hay muchas salvedades a esta historia. Por ejemplo, asume una credibilidad intertemporal perfecta de las políticas gubernamentales, sin comportamientos estratégicos ni crisis. La garantía de empleo como instrumento para gestionar la demanda tiene una amplia variedad de temas de distribución y eficacia. De hecho, lo que describe el chartalismo es un caso muy especial de modelo macro estándar cuando los tipos de interés son cero, la inflación es baja y las expectativas de inflación son totalmente fiables. Y aquí reside la diferencia fundamental: la búsqueda de una política fiscal más activa con límite inferior igual a cero es precisamente una estrategia para poder abandonar el límite inferior igual a cero y reubicar la economía en los casos 2 y 3, en los que la política monetaria puede gestionar el ciclo de negocio y la política fiscal puede centrarse en la redistribución y la sostenibilidad a largo plazo. El llamamiento a un papel más activo de la política fiscal con límite inferior igual a cero es precisamente una estrategia para evitar una situación económica como la que defiende el chartalismo.

### *7.2.3. POLÍTICA FISCAL EN LA ZONA EURO CON LÍMITE INFERIOR IGUAL A CERO*

La aplicación del análisis anterior a la Zona euro sugiere que el marco fiscal de la Zona euro no funciona con límite inferior igual a cero porque el PEC fue creado para un mundo que ya no existe. Era un mundo en el que el principal riesgo era una inflación excesiva y el sesgo de déficit en políticas económicas. Era un mundo con objetivos de inflación aún no ensayados y con dudas acerca de la credibilidad del aún inexistente Banco Central Europeo. En el marco de la tabla 1, el PEC se creó teniendo en mente los casos 1 y 2. Pero la Zona euro está ahora en el caso 4 y probablemente siga estando en el caso 4 en un futuro inmediato.

El PEC sirvió a la Zona euro razonablemente bien hasta 2007, cuando la economía estaba en el caso 2 y la política fiscal podía centrarse en la sostenibilidad de la deuda. A pesar de sus limitaciones y rigideces, los objetivos numéricos fueron un anclaje creíble para la política fiscal. El estigma político (y el enfoque asociado en los mercados y agencias de calificación) de entrar en un conflicto con la Comisión Europea, limitó de facto el espacio para graves errores políticos.

Sin embargo, las mismas razones que hicieron del PEC un instrumento útil hasta 2007, lo han convertido en un problema desde 2007. El efecto anclaje de los objetivos del PEC ha introducido una asimetría perjudicial y muy dañina en la política fiscal de la Zona euro. El PEC funciona bien en los casos 1 y 2, donde la política fiscal necesita ser pasiva y con una inclinación más estricta. No funciona bien en el caso 4, donde la política fiscal necesita ser activa y con una inclinación más fácil. A pesar de las sucesivas reformas para mejorar su flexibilidad, el PEC mantiene un sesgo restrictivo asimétrico y no hay ningún mecanismo para “forzar” a un estado miembro a aliviar la política fiscal contra su voluntad y lograr la postura óptima de política fiscal a nivel de la Zona euro. El freno de deuda alemán y la estrategia de “cero déficit” del gobierno alemán han acentuado este sesgo restrictivo.



Además de ser asimétrico, el marco del PEC es poco fiable porque sus recomendaciones dependen esencialmente de una variable no observable, el diferencial de producción, que tiende a hacer la política fiscal procíclica tras un gran shock, ya que hay una tendencia en Europa (a diferencia de EE. UU.) de interpretar los grandes shocks como shocks permanentes para el potencial de producción. Lane (2019) muestra la notable diferencia entre los indicadores del FMI y la Comisión Europea del diferencial de producción de la Zona euro, que sugieren un cierre del diferencial de producción en 2019, y los de un modelo basado en el comportamiento de la inflación en la Zona euro, que sugiere un diferencial de producción del -3,5% del PIB aproximadamente en 2019 (véase también Brooks (2019)). El error de medición del diferencial de producción ha hecho la política fiscal de la Zona euro excesivamente restrictiva y ha creado una situación bastante desfavorable para el crecimiento y la inflación.

**a. ¿Y si el diferencial de producción fuese un concepto engañoso? Teoría de arrastre del ciclo de negocio**

Además de un error de medición, hay un defecto adicional respecto al uso del diferencial de producción como anclaje para la postura de la política fiscal: es posible que el concepto no esté bien definido. El diferencial de producción deriva de una visión de las fluctuaciones económicas que ve la producción como la combinación de una tendencia constante de crecimiento y un ciclo a su alrededor. Desde este punto de vista, la producción emplearía una cantidad de tiempo similar por encima y por debajo de la tendencia para que, de media, los diferenciales de producción fuesen iguales a cero a lo largo del tiempo.

Sin embargo, la realidad parece contradecir este punto de vista. Según las técnicas disponibles de estimación del desglose de tendencia-ciclo de actividades, parece que las economías han estado empleando más tiempo por debajo de la tendencia que por encima. En otras palabras, los diferenciales de producción medios han sido negativos (por ejemplo, los cálculos del FMI del diferencial de producción desde 1990 tanto en EE. UU. como en la Zona euro, ha tenido un promedio de -0,5% aproximadamente). Hay dos maneras de racionalizar este resultado empírico:

1. La política económica ha tenido un sesgo restrictivo constante, ya que en las últimas décadas su objetivo era reducir la tendencia inflacionista, en un enfoque de “desinflación oportunista”. Posiblemente este haya sido el enfoque adecuado tras la inflación de los años 70, pero sería necesario un enfoque simétrico ahora que la inflación y las expectativas de inflación están por debajo del objetivo; especialmente, la política económica debería centrarse en crear un diferencial de producción positivo de media durante los próximos ciclos de negocios.
2. La “teoría de arrastre” del ciclo de negocio, según la cual las economías nunca generan diferenciales de producción positivos, sino que solo vuelven a la producción potencial tras shocks negativos. La teoría fue desarrollada por Friedman (1964) y plantea que los shocks negativos llevan a un mayor desempleo, mientras que los shocks positivos conducen a un mayor crecimiento salarial. El resultado surge de rigideces nominales asimétricas, ya que los salarios nominales son



rígidos en la parte baja pero flexibles en la alta. La teoría tiene la implicación empírica, ampliamente confirmada por los datos (véase FMI 2019, recuadro 1.4), de que un aumento del desempleo durante una contracción pronostica la amplitud del posterior descenso del desempleo durante la expansión, pero el descenso del desempleo durante una expansión no tiene capacidad de previsión para el aumento posterior en la siguiente recesión. Según esta teoría, especialmente cuando la economía está en el caso 4, los legisladores deberían evitar los endurecimientos preventivos y comprobar siempre los límites de crecimiento, con el fin de garantizar el cierre del diferencial de producción.

Independientemente de cuál de las dos explicaciones es la correcta, la conclusión es que depender de estimaciones del diferencial de producción como factor impulsor de la política fiscal en el contexto actual podría llevar a políticas económicas excesivamente restrictivas. Esto es un error de bajo coste cuando la economía está en los casos 2 y 3 (tipos de interés positivos e inflación dentro del objetivo), pero es un error de alto coste cuando la economía está en el caso 4. Por ello, la política fiscal debería rediseñarse para eliminar su dependencia de los diferenciales de producción.

#### **b. Principios de la política fiscal en la Zona euro con límite inferior igual a cero**

El marco de política fiscal de la Zona euro debe cambiar para eliminar su asimetría, su complejidad y su prociclicidad, para ser eficaz con límite inferior igual a cero y para ayudar a la política monetaria a restaurar el crecimiento y la inflación. Con el fin de evitar la inercia y los sesgos de comportamiento que hacen ineficientes las estructuras políticas, seguimos las mejores prácticas de la ciencia del comportamiento. Esto implica suponer que el actual marco de política fiscal de la Zona euro no existe y plantear la siguiente pregunta: si la política fiscal de la Zona euro tuviera que diseñarse desde cero para el actual contexto de caso 4, ¿cómo sería? Llegamos a cuatro principios:

1. Lo pasado, pasado está en relación con la deuda/PIB. Los grandes aumentos de la deuda/PIB suelen producirse tras una gran crisis. La combinación de políticas tras la crisis debe centrarse en la necesidad de restaurar el crecimiento de la demanda y la inflación y cerrar el diferencial de producción lo antes posible, y no en volver a llevar la ratio de deuda/PIB a algún nivel arbitrario (supeditado, por supuesto, a una previsión de deuda no explosiva tras la recesión). Como es evidente, mientras lo llevan a cabo, los países pueden siempre adoptar políticas que mejoren la sostenibilidad a largo plazo de sus finanzas públicas y no se centren en la ratio de deuda/PIB actual, especialmente reformas de las pensiones.
2. Una regla de oro: la inversión pública neta debe financiarse con la deuda. La regla de oro permite aumentar el crecimiento potencial y evita los perjudiciales recortes en la inversión pública que los gobiernos aplican durante las recesiones, algo que no se resuelve con una regla de gasto nominal. La inversión pública debería definirse cuidadosamente e incluir programas que aumenten el crecimiento potencial, como por ejemplo, programas de infraestructura, inversión en educación preescolar o cualquier otro aspecto que cada país pueda necesitar para abordar sus problemas de crecimiento. Con límite inferior igual a cero, un



programa de inversión pública bien diseñado se amortiza con un mayor crecimiento futuro. Dado el amplio margen para un uso indebido de la regla de oro, los consejos fiscales independientes deberían determinar qué se incluye en el presupuesto de inversión. Un contexto obvio en el que podría aplicarse la regla de oro inmediatamente es la inversión pública para luchar contra el cambio climático: una regla de oro verde.

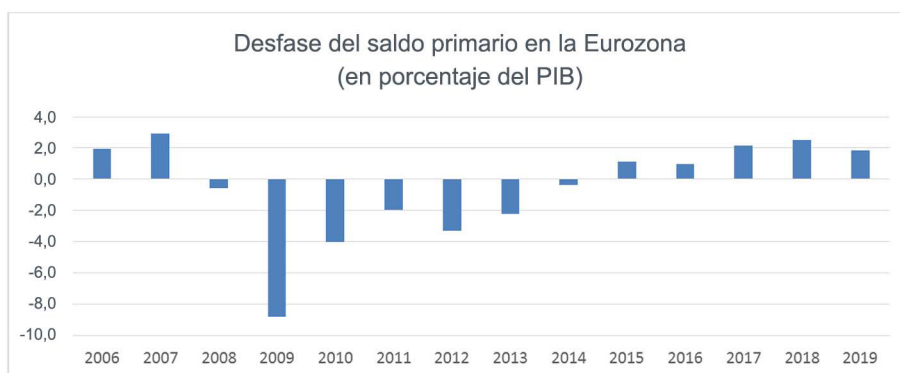
3. Una regla PAYGO para el actual presupuesto (sin inversión): los aumentos en el gasto actual o los recortes fiscales deben “sufragarse” (compensación con gastos más bajos o impuestos más altos) a futuro sobre una base de 5 años (o más, dependiendo del tamaño de la recesión). Los consejos fiscales independientes deben puntuar las nuevas propuestas fiscales antes de su adopción. Una regla PAYGO introduce disciplina permitiendo que la regla de oro funcione, al tiempo que se mantiene la confianza de los mercados y un periodo a 5 años permite un ajuste gradual para acomodar las fluctuaciones cíclicas. Además, el proceso de encontrar medidas compensatorias suele llevar a mejoras en la eficacia.
4. Una revisión anual obligatoria del gasto llevada a cabo por consejos fiscales nacionales independientes para garantizar la calidad de las finanzas públicas y reducir el despilfarro. Si la política fiscal se va a utilizar de manera más activa, debe supervisarse más de cerca. La premisa “gastar mejor para poder gastar más” debe estar en el centro de cualquier marco fiscal. Por ello, la creación de consejos fiscales independientes debe ser una condición previa para la aplicación de estos principios.

Estos principios pueden completarse con una regla fiscal simple: mientras la economía esté en el caso 4 (tipos de interés con límite inferior igual a cero e inflación por debajo del objetivo), los países deben diseñar su presupuesto cada año de manera que, considerando el nivel previsto de crecimiento del PIB y los tipos de interés, el saldo primario no conduzca, *ex-ante*, a la reducción de la ratio de deuda. En otras palabras, mientras los tipos de interés tengan límite inferior igual a cero y la inflación del país esté por debajo del objetivo, el desfase del saldo primario (diferencia entre el saldo primario planificado y el saldo primario de estabilización de la deuda) debe ser cero como máximo.

Esta regla simple tiene cuatro características deseadas: mantiene una política fiscal expansionista al tiempo que la inflación está por debajo del objetivo, ayudando a la política monetaria; permite a los países reducir su deuda cuando el valor  $(r-g)$  real resulta ser mejor de lo esperado; proporciona incentivos para mejorar la eficacia de la política fiscal y adoptar una combinación de políticas que mantengan los tipos de interés bajos; y no depende de ninguna variable no observable como el diferencial de producción. Naturalmente, esta regla se aplica a periodos de crecimiento positivo. Si la economía entra en recesión mientras se encuentra en el caso 4, la política fiscal debe ser expansionista y anticíclica.

Según esta regla, hay mucho margen de espacio fiscal actualmente en la Zona euro. La figura 4 muestra la evolución del desfase en el saldo primario. Muestra que, *ex post*, la política fiscal ha contribuido activamente a reducir la ratio de deuda/PIB en los últimos años. En base a la regla descrita anteriormente, esta estrategia de reducción de la deu-

da debe terminar, proporcionando a la Zona euro al menos 2 puntos porcentuales del PIB de espacio fiscal. Téngase en cuenta que estos cálculos son conservadores, ya que el desfase del saldo primario se calcula utilizando el coste actual de la deuda que, en este contexto de tipos de interés muy bajos, probablemente seguirá cayendo en los próximos años.



## 7.4. CONCLUSIÓN

Cuando los tipos de interés están a cero y la inflación es demasiado baja, la política fiscal debe apoyar los esfuerzos de la política monetaria para aumentar la inflación hacia el objetivo. Este artículo ha propuesto cuatro principios para guiar la política fiscal con límite igual a cero, que podrían servir como elementos constitutivos de una reforma del Pacto de Crecimiento y Estabilidad. Estos cuatro principios son: lo pasado, pasado está en relación con la deuda/PIB; una regla de oro para el presupuesto de inversión; una regla PAYGO para el presupuesto que no es de inversión; y revisiones anuales obligatorias del gasto realizadas por consejos fiscales independientes. Estos cuatro principios pueden completarse con una regla del saldo primario: mientras que los tipos de interés estén a cero y la inflación por debajo del objetivo, los presupuestos deben diseñarse de manera que el desfase en el saldo primario sea cero como máximo, para que no se prevea, *ex-ante*, una disminución de las ratios de deuda.

Cierto es que los tipos de interés pueden aumentar repentinamente. Pero, tal como se indica en Blanchard y Ubide (2019), los escenarios plausibles que podrían llevar a un aumento en el tipo de interés en los próximos años (una disminución de la prima de riesgo de las acciones, un aumento de la productividad o un aumento de la inflación) son todos fiscalmente favorables. Y si esto produjese un cambio en la economía del caso 4 al 2 o al 3, entonces la combinación de políticas debería volver a cambiar y la política fiscal podría centrarse de nuevo en reducir los déficits y la deuda. Esto no es un llamamiento a la responsabilidad fiscal. Es un llamamiento a que la política fiscal lidere cuando sea necesario y contribuya a proporcionar una combinación óptima de políticas.

**REFERENCIAS**

- Adrian Tobias, Richard K. Crump y Emanuel Moench, “Pricing the Term Structure with Linear Regressions,” *Journal of Financial Economics* 110, n.º 1 (octubre de 2013): 110-138
- Blanchard y Ubide (2019), “Why Critics of a More Relaxed Attitude on Public Debt Are Wrong”, *PIIE Real Time Economic Issues*, 15 de julio de 2019
- Berdin, Elia y Helmut Gründl (2015), “The effects of a low interest rate environment on life insurers,” *SAFE Working Paper Series 65*, Research Center SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe University Frankfurt.
- Brooks, Robin (2019), “Inflation consistent output gaps”, *Institute for International Finance*, manuscrito.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas (2017), “The safe asset shortage, the rise of mark-ups, and the decline in the labour share”, *VoxEU*, diciembre de 2017
- Cohen-Setton, Jeremie, Egor Gornostay y Colombe Ladreit de Lacharrière (2019), “Aggregate Effects of Budget Stimulus: Evidence from the Large Fiscal Expansions Database”. *PIIE*, documentos de trabajo 19-12.
- Cohen, Benjamin, Peter Hordhal y Dora Xia (2018), “Term premia: models and some stylized facts”, *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2018.
- Cole, Harold y Tim Kehoe (1996) “A self-fulfilling model of Mexico’s 1994–1995 debt crisis”, *Journal of International Economics*, 41-3-4, pp. 309-330
- D’Erasmus, P., Mendoza, E. y Zhang, J., “What is a Sustainable Public Debt?”, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2B, 2016, pp. 2557-2588.
- Del Negro, Marco, Domenico Giannone, Marc P. Giannoni y Andrea Tambalotti (2017). “Safety, liquidity, and the natural rate of interest”, *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2017, pp. 235-294
- Domar, Evsey D. (1993). “On Deficits and Debt”, *American Journal of Economics and Sociology* 52 (4): 475-478
- Gagnon, Etienne & Benjamin K. Johannsen & J. David López-Salido, 2016. “Understanding the New Normal: The Role of Demographics,” *Finance and Economics Discussion Series 2016-080*, Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Giavazzi, Francesco & Marco Pagano, 1989. “Confidence Crises and Public Debt Management,” *NBER*, documento de trabajo 2926, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Holston, Kathryn, Thomas Laubach y John Williams. 2017. “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” *Journal of International Economics* 108, suplemento 1 (mayo): S39–S75.
- FMI (2013), “Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries”.
- Kahneman, Daniel (2011), *Thinking Fast and Slow*, Farrar, Strauss and Giroux