

# Comentario Económico del día

**Director: Mauricio Santamaría**  
*Nelson Vera y Carlos Camelo*

Febrero 13 de 2020

## Índice de Riesgo Fiscal Anif (IRFA): Espacio contra-cíclico fiscal en las economías desarrolladas

Mucho se ha discutido sobre la baja munición de la política monetaria para enfrentar una futura recesión en el mundo desarrollado, con escasos 175 puntos básicos (pb) de espacio para reducción de tasas en el caso del Fed (vs. los 400-500pb requeridos históricamente en períodos de recesión) y un espacio nulo en lo que respecta al BCE y al Banco de Japón (estos últimos sumidos en el llamado “hoyo negro” de las tasas de interés negativas).

Ante este panorama, algunos académicos y banqueros centrales han sugerido un pivote hacia estímulos fiscales para enfrentar el estancamiento secular de sus economías y eventuales períodos recesivos (ver Bernanke, Yellen, Rajan y Carney, 2020). Las vertientes moderadas de esa posición plantean que los países OCDE deberían aprovechar los actuales niveles bajos de tasas de interés para mayor gasto productivo (infraestructura-educación), argumentando la existencia de espacio fiscal (aunque muchas veces el contrafactual proviene del caso extremo de Japón, donde la relación deuda pública/PIB sobrepasa niveles del 200%). Se escuchan también extremos en cabeza de la Teoría Monetaria Moderna (MMT, por sus siglas en inglés), donde se argumenta que los déficits fiscales “no importan” en ausencia de presiones inflacionarias.

La hipótesis moderada de mayor gasto productivo resulta sensata en la coyuntura actual, aunque el elevado apalancamiento público de esas economías pone serias dudas sobre su potencial magnitud (aun antes de contemplar los múltiplos de la deuda contingente en salud y pensiones, como recientemente lo advirtiera el *Congressional Budget Office* de Estados Unidos).

Ahora bien, ello es muy diferente de las recientes propuestas que abogan por el uso exagerado de

la política fiscal en la micro-gestión del ciclo económico, profundizando el rol de los estabilizadores automáticos (subsidios de desempleo, transferencias monetarias, entre otros). En ese sentido, lucen poco atinadas las propuestas que conciben a la política fiscal como “libre de riesgo” y buscan equipararla con la política monetaria.

Esos planteamientos desconocen, en primera medida, la naturaleza de la política fiscal. En una democracia, la tributación y el gasto público son instrumentos esenciales para concretar la visión de justicia-equidad que acoge la sociedad. Como dicha visión suele mutar en el tiempo, la política fiscal irremediamente será presa de álgidas discusiones y vaivenes del ciclo político. Incluso en aquellas soluciones que “atan las manos” de los políticos (estabilizadores automáticos), el debate para definir las reglas *a priori* está lejos de resolverse: mientras para los “conservadores”, los estabilizadores automáticos deberían concentrarse en recortar impuestos; para los “moderados-progresistas”, la prioridad debería ser elevar el gasto público (ver Rogoff, 2020). Entre otras cosas, fueron estas las lecciones que derivaron en la tecnocracia de los bancos centrales independientes a finales del siglo pasado.

Ese arreglo institucional establecía que los gobiernos se encargarían de tomar las decisiones importantes sobre el rumbo de la economía en el largo plazo (vía política fiscal), dejando la mayoría de la estabilización del ciclo a la política monetaria. Hasta ahora, no hay evidencia alguna de un cambio sustancial en este paradigma de economía política que sugiera que los cuerpos legislativos estén en mejor capacidad de tomar las decisiones (políticamente costosas) de estabilización del ciclo económico (ver Blinder, 2018).

Continúa

**Director: Mauricio Santamaría**  
*Nelson Vera y Carlos Camelo*

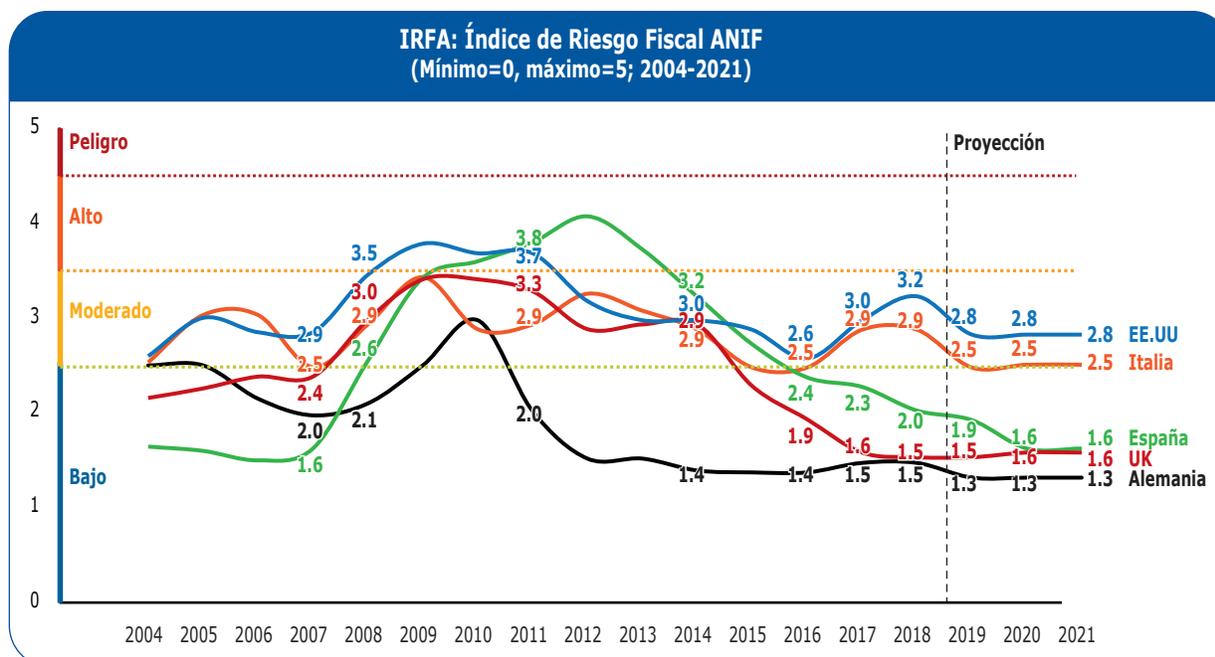
Por último, se tiene la restricción material más inmediata: no se cuenta con suficiente espacio fiscal en la mayoría de las economías desarrolladas. Ello puede observarse en el gráfico adjunto, donde hemos actualizado nuestro usual Índice de Riesgo Fiscal Anif (IRFA). Recordemos que ese índice sintetiza las vulnerabilidades fiscales provenientes de los indicadores de deuda pública/PIB (con ponderación del 35%), la relación balance fiscal/PIB (25%), el costo de refinanciamiento a 10 años (20%), la posición del primario (10%) y el promedio ponderado de vencimientos (10%). Mayores niveles del IRFA implican riesgos crecientes de insolvencia fiscal (ver *Comentario Económico del Día* 30 de abril de 2019).

El ligero incremento del espacio fiscal durante los dos últimos años en las economías desarrolladas proviene de los excesos de liquidez global (y su efecto sobre las menores tasas de interés), pues los parámetros clave de déficit y apalancamiento tienden a mostrar deterioros.

En Estados Unidos (IRFA de 2.8/5), cada vez talla más el incremento en la deuda pública que implicó la reforma tributaria de 2017 (bordeando niveles del 110% del PIB vs. 103% del PIB duran-

te 2010-2016). En Italia (2.5), ese problema de sobre-apalancamiento público (130% del PIB) es agravado por sus bajos ritmos de crecimiento económico. Por su parte, la precaria gobernabilidad de España (1.9) hace poco probable el trámite de estímulos fiscales generosos en el parlamento. Si bien Alemania (1.5) y otras economías del norte de Europa tienen algún espacio, luce poco probable que su reticencia política-cultural les permita estímulos fiscales considerables.

En síntesis, es verdad que en la coyuntura actual la munición de los bancos centrales de las economías desarrolladas está algo menguada. Ello probablemente requiera algún viraje de la política pública hacia mayor gasto productivo en metas de largo plazo como infraestructura y educación. Ahora bien, no resulta prudente olvidar las enseñanzas de ortodoxia fiscal de los años 80s y 90s, teniendo en cuenta los actuales picos de endeudamiento público del grueso del mundo desarrollado. La lección probablemente sea que se debe apretar el paso en las llamadas reformas de tercera generación (flexibilización del mercado laboral, reformas pensionales, entre otras) que permitan elevar la productividad de largo plazo (ver El-Erian, 2020).



Fuente: cálculos Anif con base en FMI y FRED.