BBVA | RESEARCH

Ajustes Fiscales y Crecimiento Económico en Europa

Rafael Doménech

Las Medidas del Sector Público para el Estímulo de la Actividad Económica en España

UIMP, Sevilla, 9 de mayo de 2013

Mensajes principales

1. Las políticas de estímulo fiscal pueden ser un instrumento útil para la **estabilización de la actividad económica a corto plazo ...**

2. ... pero hay una clara evidencia sobre la persistencia de los déficit fiscales estructurales y sus efectos sobre la deuda pública...

3. ... **con efectos negativos sobre el crecimiento económico a largo plazo**

4. La **estabilidad presupuestaria** da lugar a **importantes beneficios a largo plazo** a través de **menores tipos de interés y mayores niveles de inversión privada y de PIB,** con los consiguientes **efectos positivos sobre el consumo privado y el empleo**

5. Estos resultados justifican la **existencia de reglas fiscales** que traten de potenciar al máximo los beneficios de la estabilidad presupuestaria y doten de margen de maniobra a la política fiscal como instrumento estabilizador en el corto plazo

Índice

Sección 1
La política fiscal y estabilización del ciclo económico

Sección 2
Déficits estructurales y dinámica de la deuda pública

Sección 3
Déficit, deuda y tipos de interés

Sección 4
Déficit público, ahorro e inversión privados

Sección 5
Estabilidad presupuestaria y crecimiento económico

Los efectos a corto plazo: el multiplicador fiscal

Uno de los temas más controvertidos desde el inicio de la crisis económica ha sido el efecto de las políticas fiscales sobre el crecimiento económico a corto plazo

El multiplicador fiscal mide la variación del PIB respecto a la variación del déficit público debida a políticas discrecionales:
$\Delta PIB / (\Delta G^* - \Delta T^*)$

Barro (2009): si el multiplicador es 1, la producción total aumenta lo suficiente para atender el mayor gasto público, sin reducir la producción del resto de bienes, manteniendo el consumo y la inversión privados

Si el multiplicador es mayor que 1, "el proceso es aún más maravilloso": el PIB aumenta más porque también lo hace el consumo y/o la inversión privados (capacidad infrautilizada que se puede utilizar)

El multiplicador fiscal

Si el multiplicador es muy elevado, los efectos negativos de la austeridad fiscal sobre el PIB serán cuantitativamente importantes

En esta situación la consolidación fiscal en tiempos de crisis sería autodestructiva (*self-defeating*)

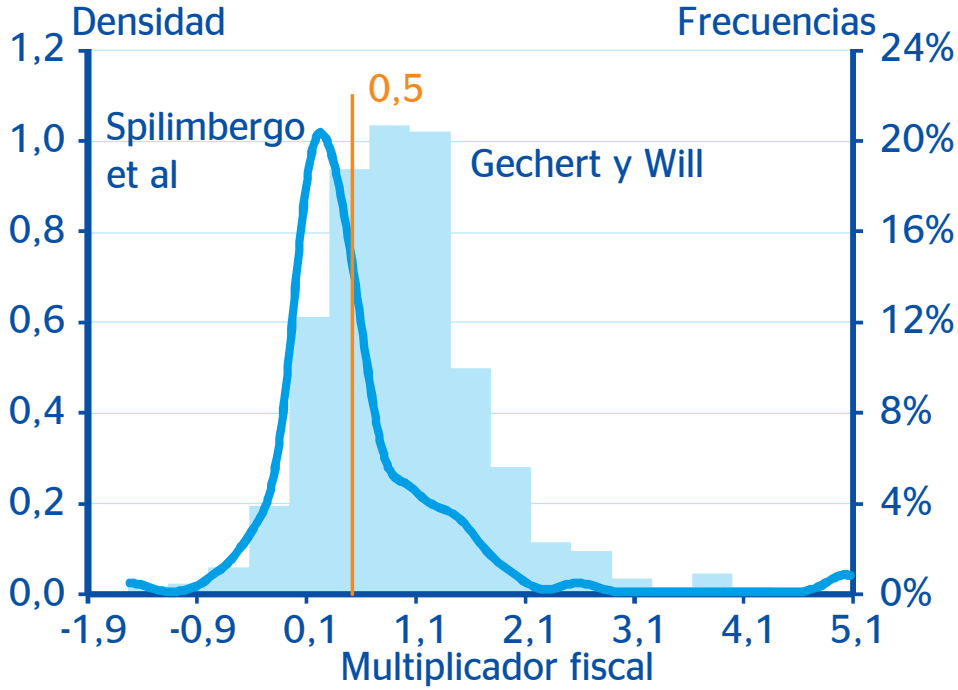
Algunos economistas (e.g., De Long y Summers, 2012) incluso han llegado a defender que, en esas circunstancias, para que el déficit disminuya lo apropiado sería aumentar el gasto público

¿Cuál es el valor del multiplicador fiscal?

El multiplicador fiscal: la evidencia empírica

Multiplicadores fiscales: Función de densidad y distribución de frecuencias

Fuente: Andrés y Doménech (2013)



Amplia dispersión en los valores estimados de los multiplicadores fiscales

Los multiplicadores son específicos de cada país, de las circunstancias temporales y de las características del propio estímulo

El volumen de la deuda privada, el estrés financiero y fiscal y el ritmo de desapalancamiento influyen en la efectividad de la política fiscal

En general, no se deben esperar efectos no-keynesianos de los estímulos/consolidaciones pero tampoco consolidaciones *self-defeating*

El multiplicador fiscal: el consenso del WEO (2010)

En el WEO de 2010 Leigh et al. (2010) aplican el enfoque "action based" sobre una amplia muestra de países desarrollados, similar a la de Alesina y Ardagna

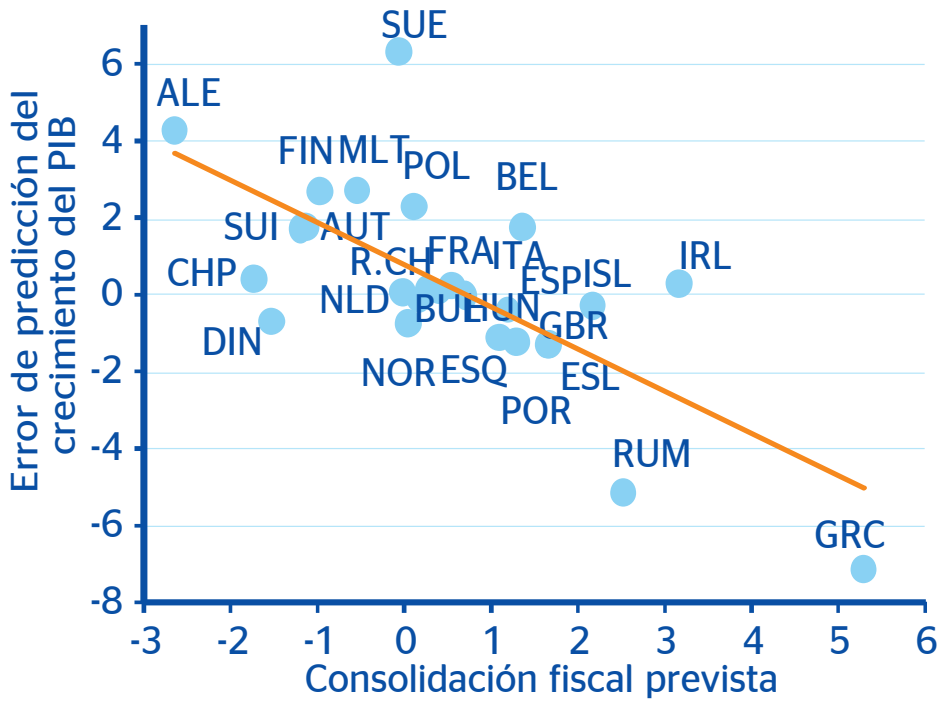
A corto plazo los multiplicadores son positivos, es decir la consolidación reduce el output

Los multiplicadores fiscales son positivos pero pequeños (alrededor de 0.5). Los recortes de gasto público son menos contractivos que las subidas de impuestos.

Las consolidaciones fiscales tienen un coste moderado en términos de output y empleo. No son *self-defeating*.

El multiplicador fiscal: Blanchard y Leigh (2013)

Consolidación fiscal prevista y error de predicción del PIB
Fuente: Andrés y Doménech (2013)



En 2010 se cometieron errores en las previsiones del PIB de 2010 y 2011, negativamente correlacionadas con las previsiones de consolidación fiscal

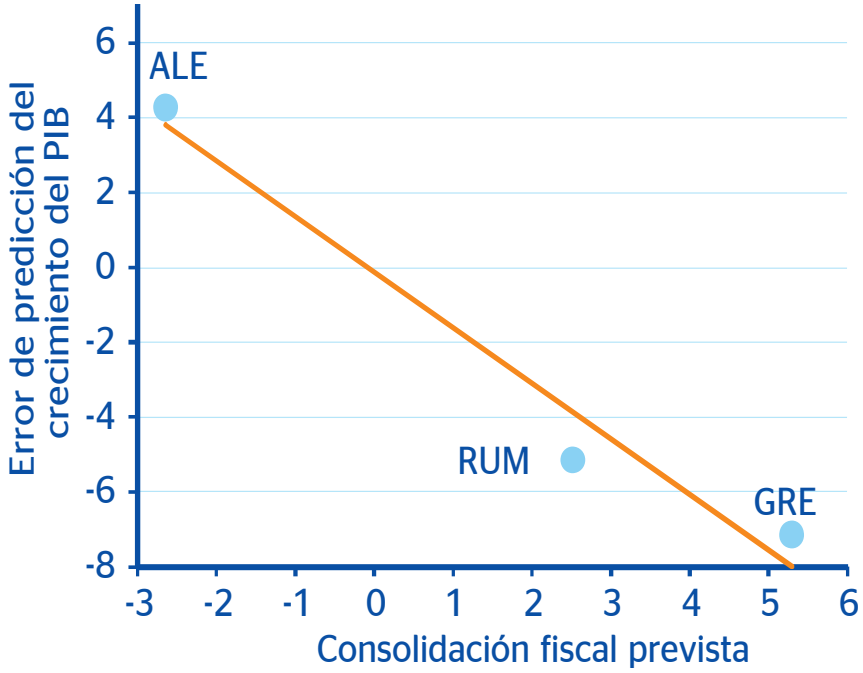
El coeficiente de regresión entre ambas variables es -1,095 y estadísticamente significativo

Conclusión: al menos durante esta crisis, los multiplicadores fiscales han sido superiores a los utilizados al elaborar esas previsiones económicas

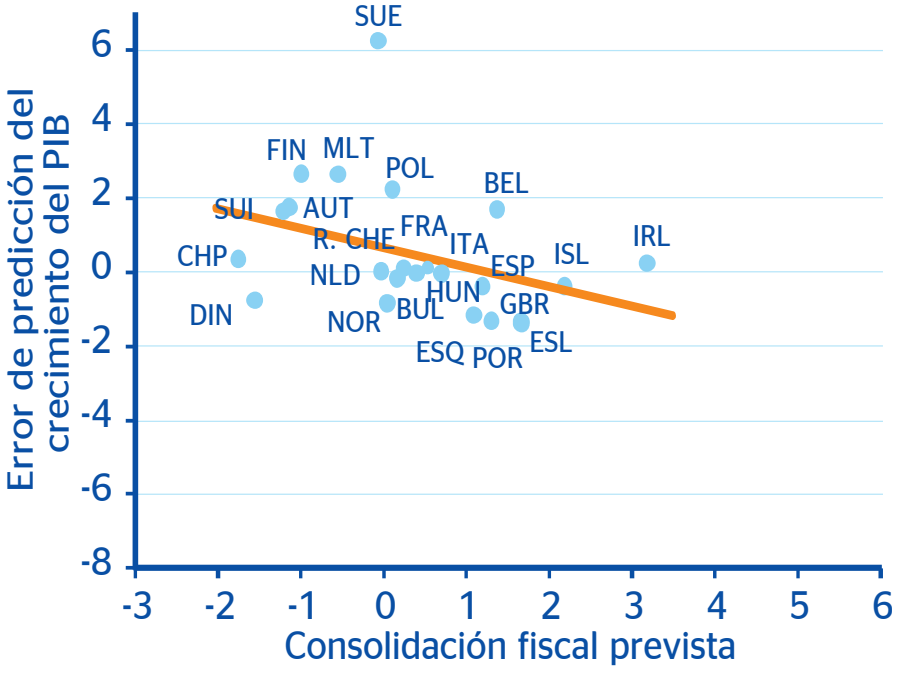
El impacto de la consolidación fiscal en 2010 y 2011 ha sido equivalente a la que cabría esperar con un multiplicador de 1,6

El multiplicador fiscal: Blanchard y Leigh (2013)

Consolidación fiscal prevista y error de predicción del PIB
Fuente: Andrés y Doménech (2013)

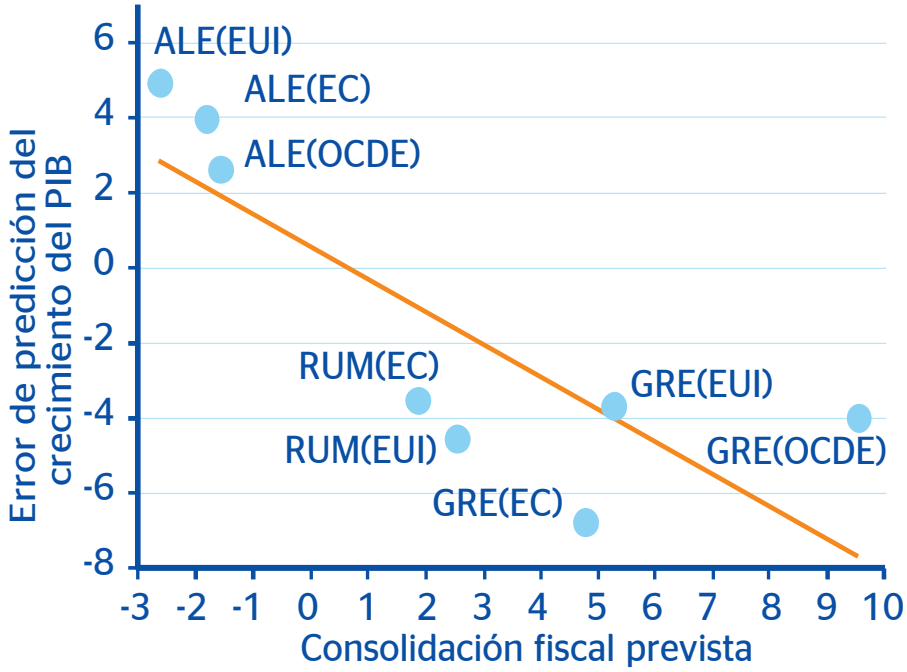


Consolidación fiscal prevista y error de predicción del PIB
Fuente: Andrés y Doménech (2013)

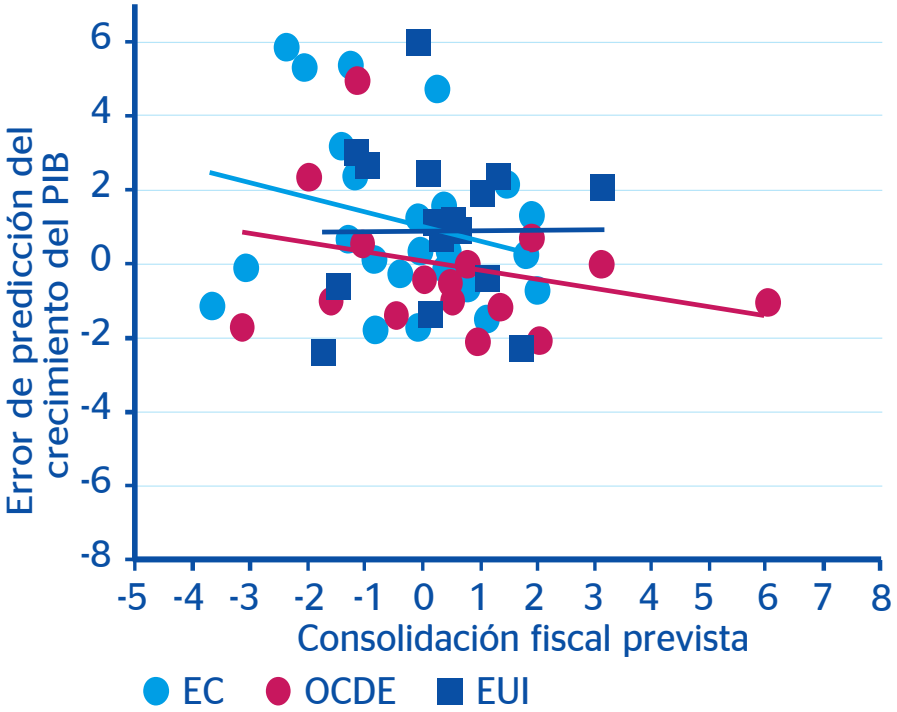


El multiplicador fiscal: Blanchard y Leigh (2013)

Consolidación fiscal prevista y error de predicción del PIB
Fuente: Andrés y Doménech (2013)



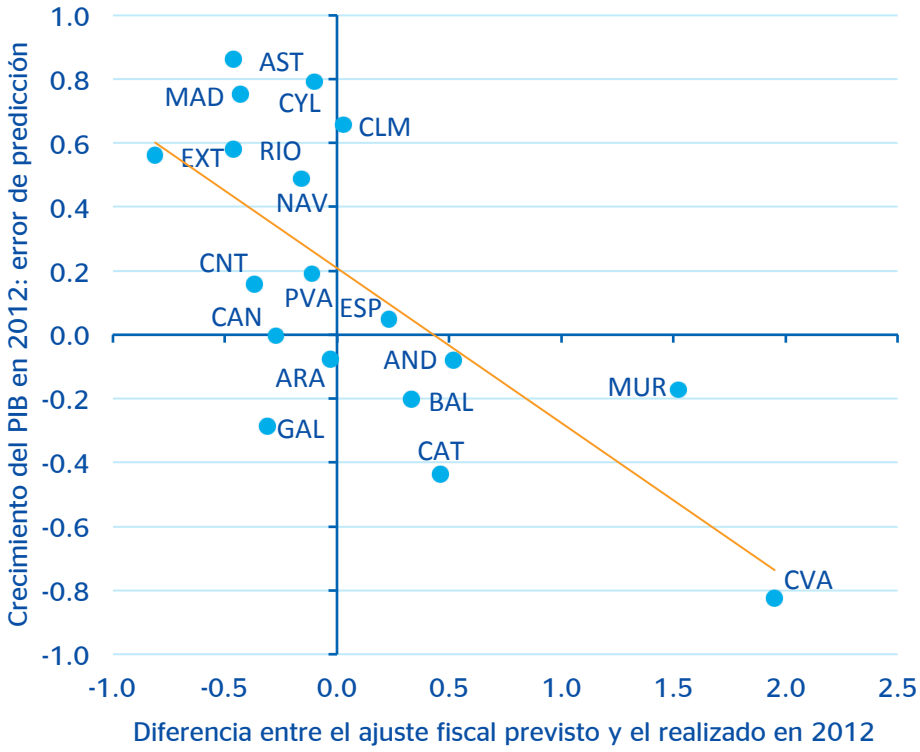
Consolidación fiscal prevista y error de predicción del PIB
Fuente: Andrés y Doménech (2013)



El multiplicador fiscal: la evidencia en España

Ajuste fiscal y crecimiento económico

Fuente: BBVA Research



En el modelo de equilibrio general REMS (Boscá, Doménech, Ferri y Varela, 2011) el multiplicador del gasto público es 0.52 para el conjunto del primer año

La evidencia de los años 2010, 2011 y 2012 es consistente con un multiplicador igual a 0.5 (estrés fiscal)

Al replicar el análisis de Blanchard y Leigh (2013) a las CC.AA. en 2012 se obtiene un multiplicador igual a 0.5, aunque con un intervalo de confianza elevado.

Al menos durante esta crisis no hay evidencia que invite a utilizar en España un multiplicador mayor que 0.5

El multiplicador fiscal: a modo de resumen

Los efectos estabilizadores de las políticas fiscales han de valorarse muy cuidadosamente, con un análisis coste/beneficio detallado para cada país, en función del instrumento fiscal y de las características del estímulo

Las políticas de ajuste y consolidación fiscal deben ser TTP: *Timely*, *Targeted* y *Permanent*

Los efectos a corto plazo de las políticas fiscales importan para la estabilización del ciclo económico, pero también tienen efectos a largo plazo importantes (multiplicador a largo plazo)

Si los multiplicadores fiscales fueran positivos a corto plazo (aunque sean pequeños) y no negativos a largo, ¿por qué no utilizar indefinidamente políticas fiscales expansivas?

Índice

Sección 1
La política fiscal y estabilización del ciclo económico

Sección 2
Déficits estructurales y dinámica de la deuda pública

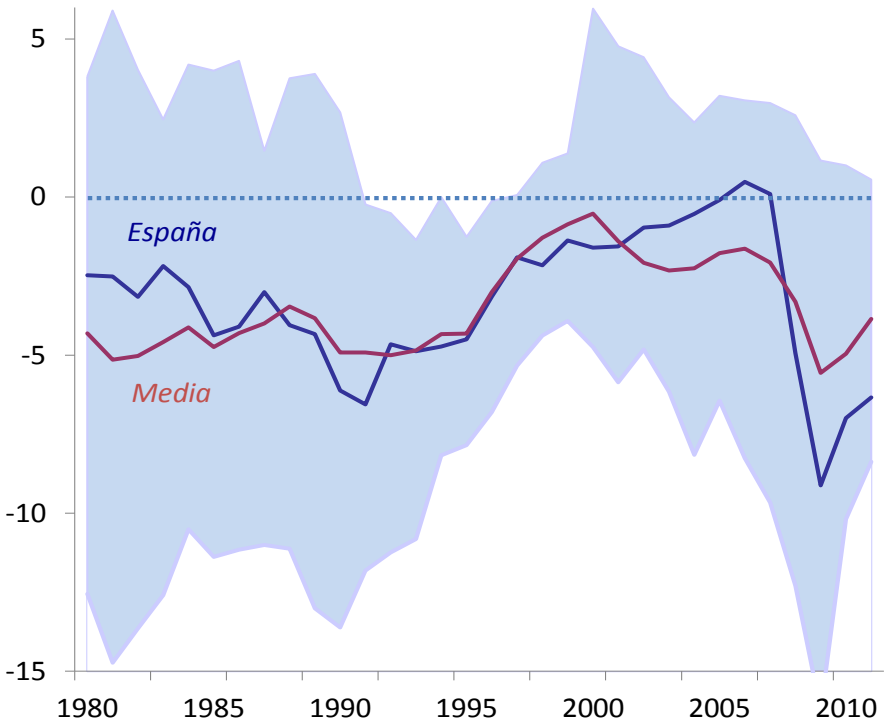
Sección 3
Déficit, deuda y tipos de interés

Sección 4
Déficit público, ahorro e inversión privados

Sección 5
Estabilidad presupuestaria y crecimiento económico

El componente estructural del déficit presupuestario

UE15 y EE.UU.: saldo presupuestario estructural (% PIB)
Fuente: Doménech y García (2013)



Saldo presupuestario estructural negativo durante las tres última décadas en las economías avanzadas

Muestra una enorme persistencia

Elevada dispersión alrededor de la media

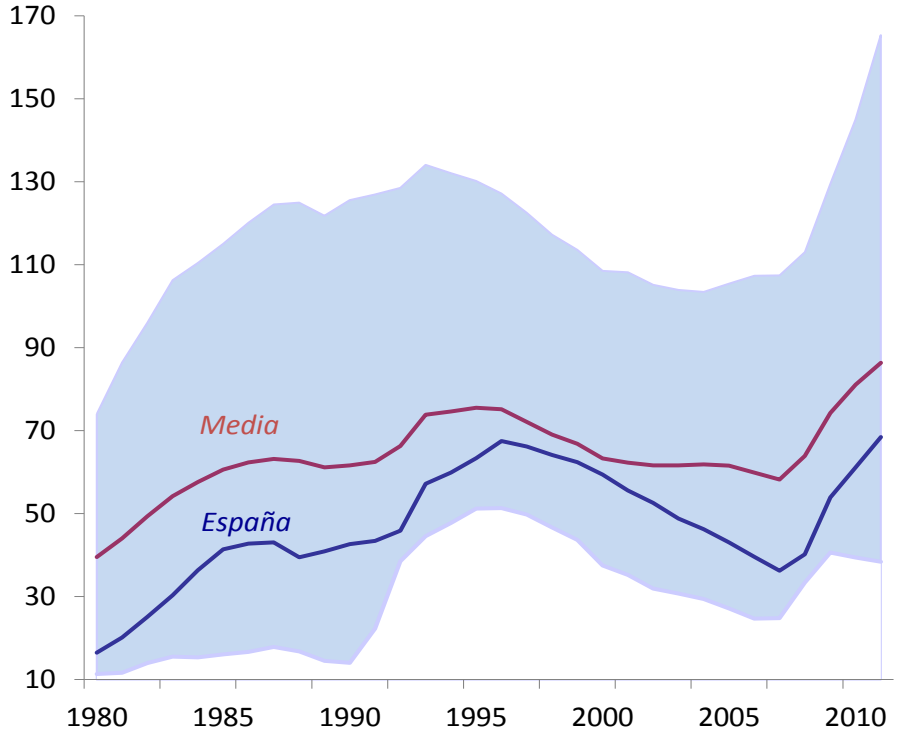
España ha tenido un déficit presupuestario medio muy similar al promedio, pero más volátil

Déficit y deuda

$$d = \frac{1+g}{r-g}(t-g)$$

UE15 y EE.UU.: deuda pública (% PIB)

Fuente: Doménech y García (2013)



Un mayor déficit estructural en el pasado da lugar a un mayor nivel de deuda pública en el presente...

...lo que obliga a mantener un mayor superávit primario en el futuro (regla de oro modificada)

Dado un nivel de gasto público sobre PIB, el mayor nivel de deuda obliga a que los ingresos tengan que ser mayores y, por ende, los tipos impositivos...

...con los consiguientes efectos distorsionadores y negativos sobre la inversión y el crecimiento del sector privado

Índice

Sección 1
La política fiscal y estabilización del ciclo económico

Sección 2
Déficits estructurales y dinámica de la deuda pública

Sección 3
Déficit, deuda y tipos de interés

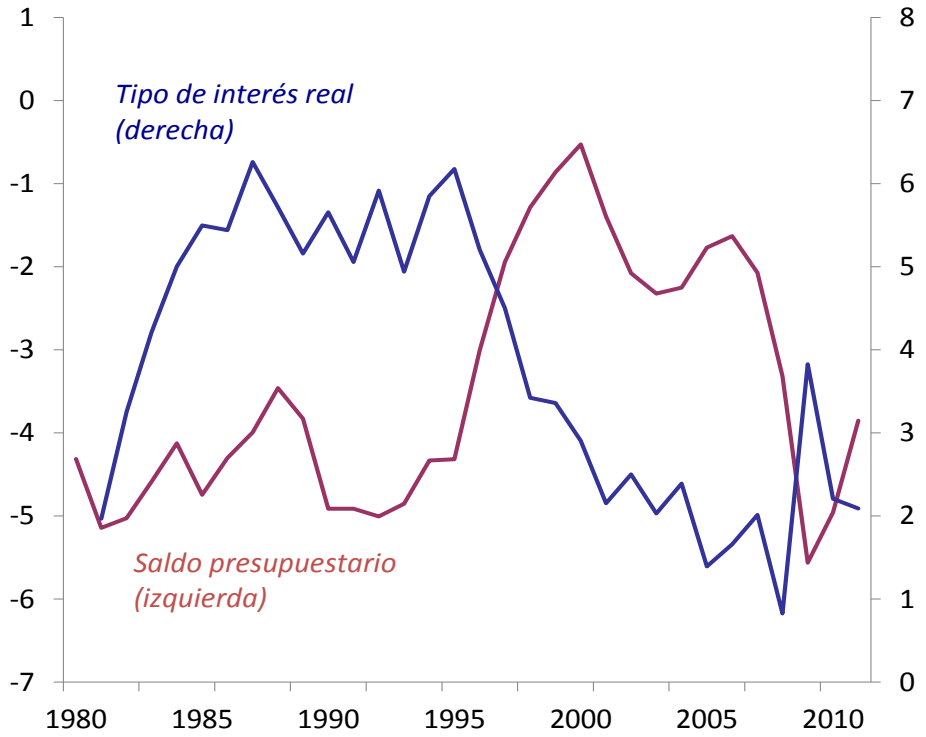
Sección 4
Déficit público, ahorro e inversión privados

Sección 5
Estabilidad presupuestaria y crecimiento económico

Impacto variables fiscales sobre tipos de interés

UE15 y EE.UU.: tipo interés real y saldo presupuestrario estuctural (% PIB)

Fuente: Doménech y García (2013)



Mayores niveles de déficit y deuda generan un aumento de los tipos de interés...

...un menor crecimiento y, por lo tanto, un aumento del superávit primario necesario para estabilizar la deuda

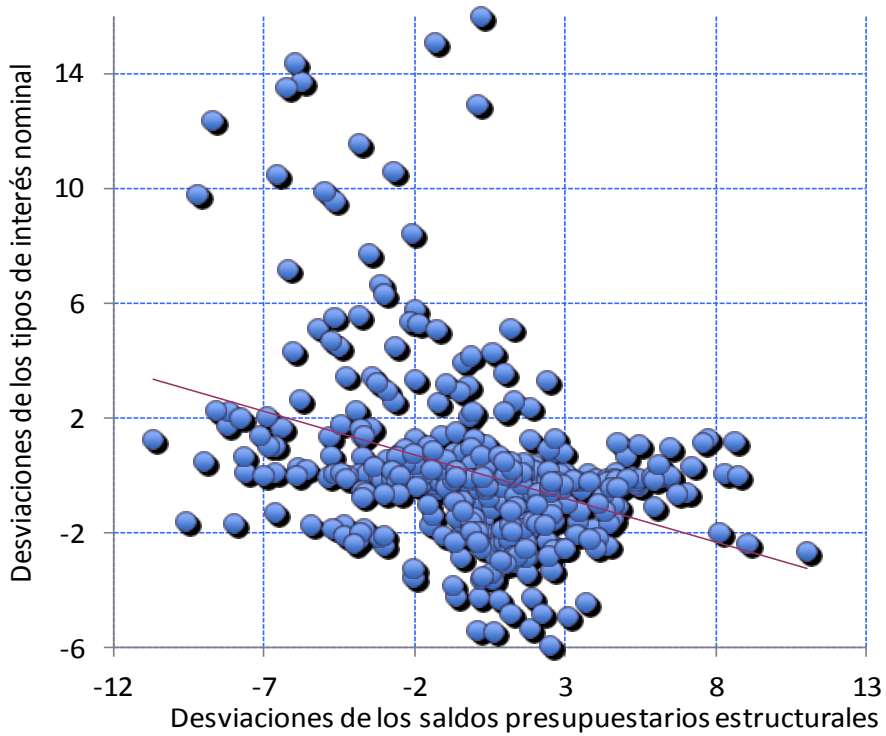
Correlación negativa y significativa entre tipo de interés real y saldo presupuestario estructural

Por cada punto de aumento del déficit estructural, el tipo de interés aumenta en algo más de 50pb

Impacto variables fiscales sobre tipos de interés

Desviaciones de los tipo interés nominales y de los saldos presupuestrarios estucturales (% PIB)

Fuente: Doménech y García (2013)



La correlación entre desviación del saldo presupuestario estructural y tipos de interés nominales de cada país respecto a la media en cada año...

...también es negativa y significativa

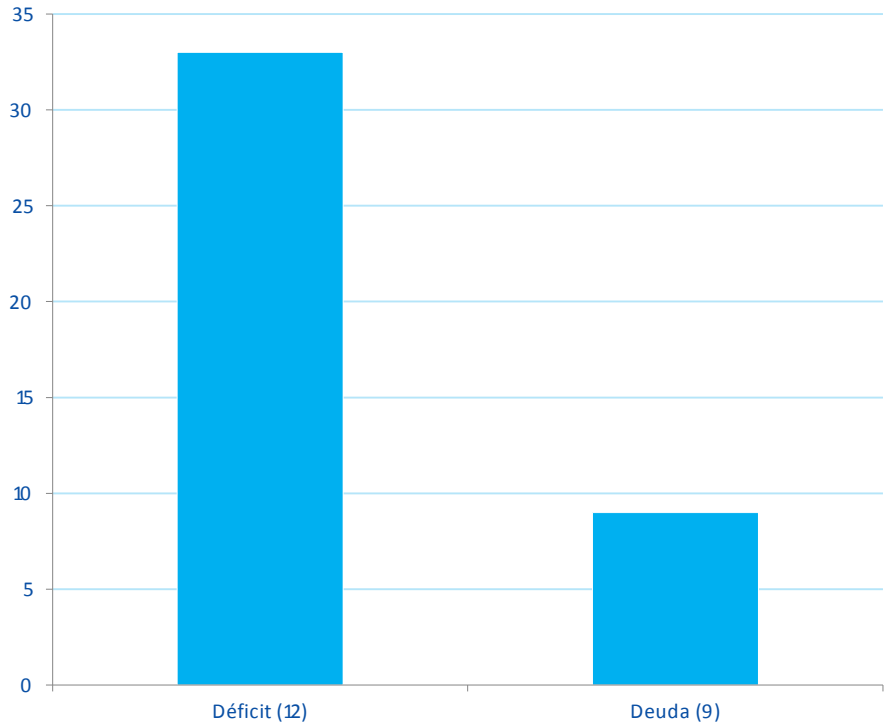
Por cada punto porcentual de déficit estructural, el tipo de interés aumenta uno 27pb

En línea con otros resultados de la literatura

Evidencia empírica

Efectos de 1pp de deficit y deuda (% PIB) sobre tipos de interés reales

Fuente: Doménech y García (2013)



Las variables fiscales son estadísticamente significativas y económicamente relevantes...

...pero existe un parte importante de las primas de riesgo que no puede ser explicada por las anteriores

En resumen, un aumento de 1pp del déficit supone un aumento de los tipos de interés de entre 25 y 50pb

Las políticas fiscales tienen importantes efectos sobre la actividad del sector privado a través del canal del tipo de interés

Índice

Sección 1
La política fiscal y estabilización del ciclo económico

Sección 2
Déficits estructurales y dinámica de la deuda pública

Sección 3
Déficit, deuda y tipos de interés

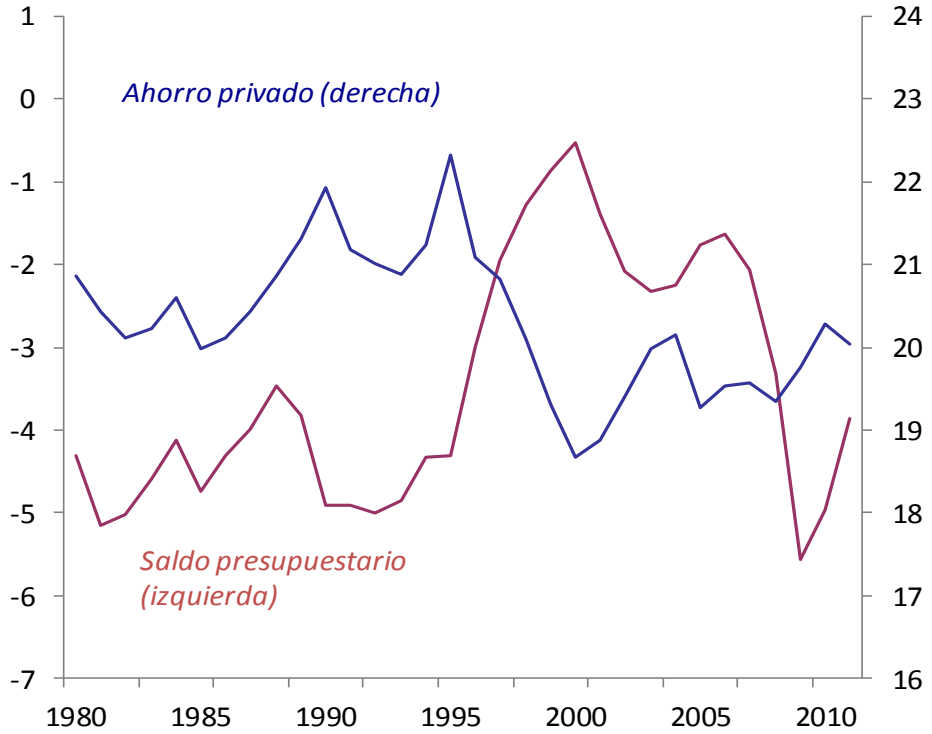
Sección 4
Déficit público, ahorro e inversión privados

Sección 5
Estabilidad presupuestaria y crecimiento económico

Equivalencia ricardiana: sólo parcialmente

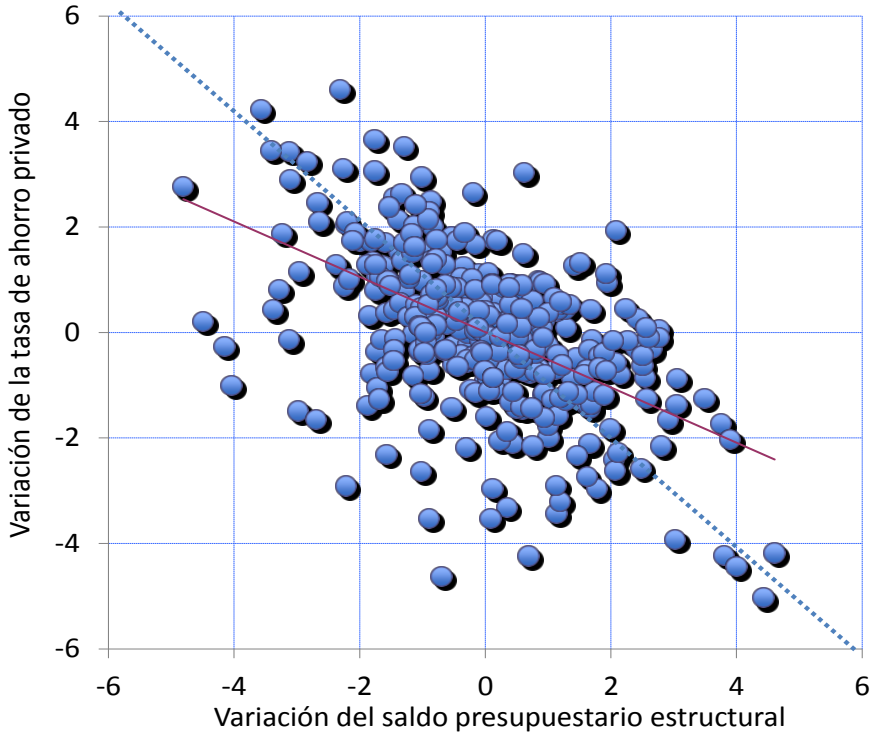
UE15 y EE.UU.: saldo presupuestario estructural y ahorro privado (% PIB)

Fuente: Doménech y García (2013)



UE15 y EE.UU.: variación anual del saldo presupuestario y ahorro privado (% PIB)

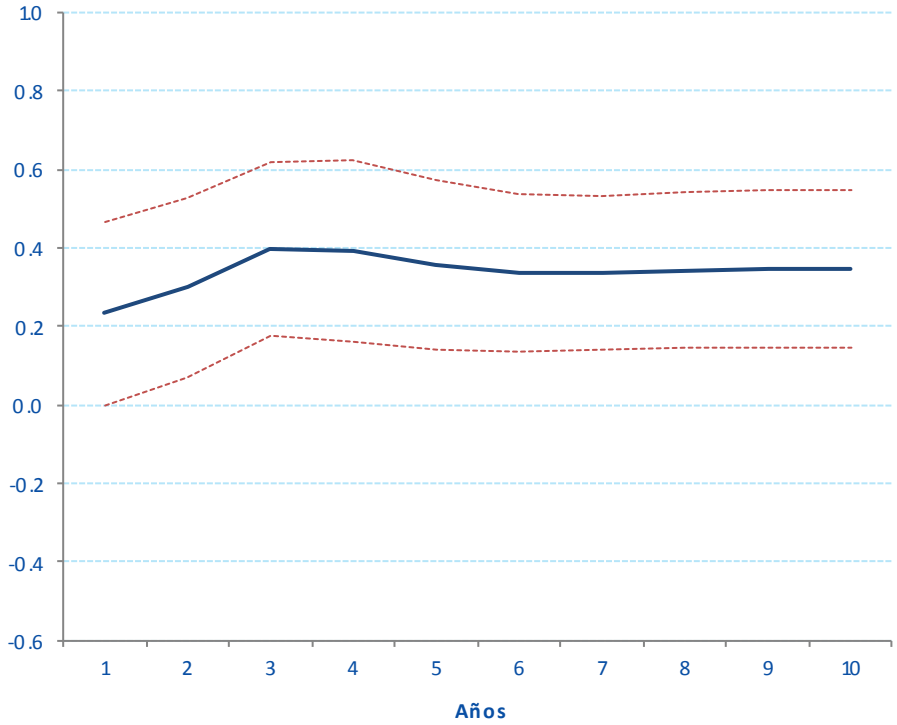
Fuente: Doménech y García (2013)



Equivalencia Ricardiana: sólo parcialmente …

UE15 y EE.UU.: respuesta de la tasa de ahorro privado a un aumento del déficit estructural de 1pp del PIB

Fuente: Doménech y García (2013)



VAR bivariante con restricciones de largo plazo (Blanchard-Quah)

Supuesto: los cambios permanentes en el ahorro privado no tienen efecto a largo plazo sobre el saldo presupuestario estructural

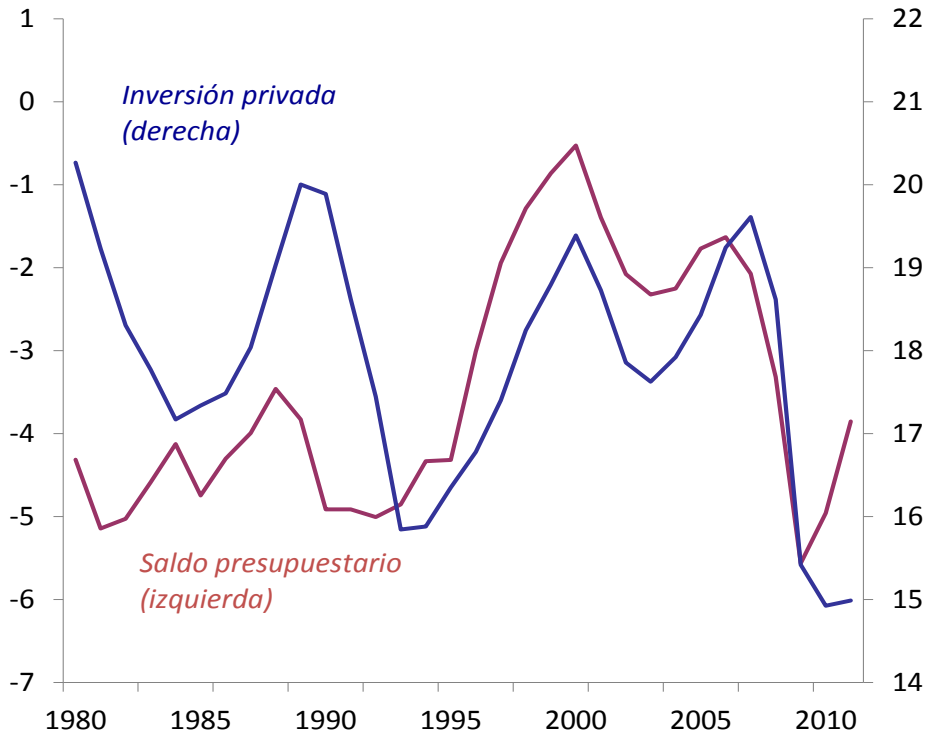
Las decisiones discrecionales de la autoridad fiscal son los determinantes del saldo estructural y pueden afectar al ahorro privado

La tasa de ahorro privado apenas compensa con un aumento de 0.4pp el aumento del déficit estructural en 1pp

... que no evita el *crowding out* sobre la inversión privada

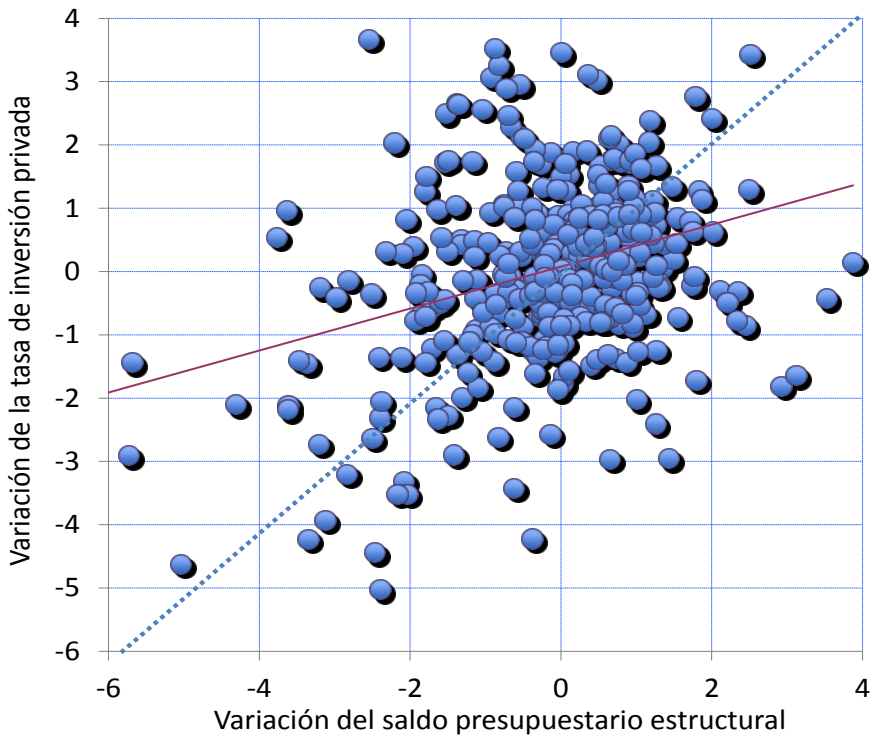
UE15 y EE.UU.: saldo presupuestario estructural e inversión privada (% PIB)

Fuente: Doménech y García (2013)



UE15 y EE.UU.: variación anual del saldo presupuestario e inversión privada (% PIB)

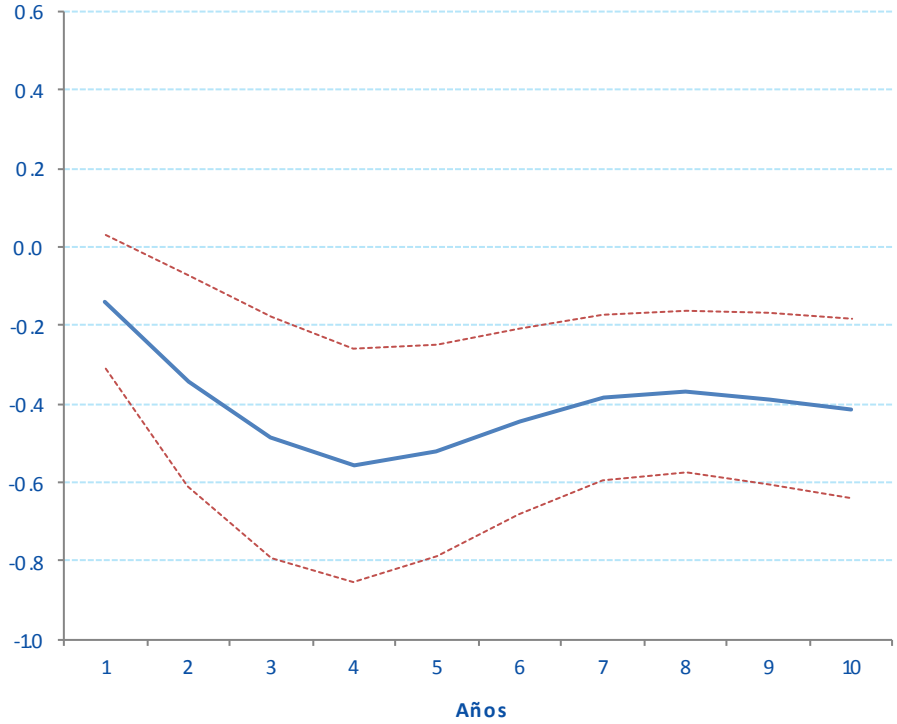
Fuente: Doménech y García (2013)



Efecto *crowding out* sobre la inversión privada

UE15 y EE.UU.: respuesta de la inversión privada a un aumento del déficit estructural de 1pp del PIB

Fuente: Doménech y García (2013)



VAR bivariante con restricciones de largo plazo (Blanchard-Quah)

El saldo presupuestario estructural a largo plazo solo depende de decisiones discrecionales de la autoridad fiscal ...

... independientemente de las decisiones del sector privado que determinan su tasa de inversión

La inversión privada se reduce en 0.4pp por cada aumento de 1pp del déficit estructural

Deterioro de la balanza por cuenta corriente

Por 1pp de aumento del déficit estructural...

...la tasa de ahorro privado compensa 0.4pp

...la tasa de inversión privada disminuye 0.4pp

La tasa de ahorro neto privado aumenta en 0.8pp...

...y la balanza por cuenta corriente se deteriora en 0.2pp

Aumento del endeudamiento externo y dependencia de financiación del exterior

Aumento de la prima de riesgo

Índice

Sección 1
La política fiscal y estabilización del ciclo económico

Sección 2
Déficits estructurales y dinámica de la deuda pública

Sección 3
Déficit, deuda y tipos de interés

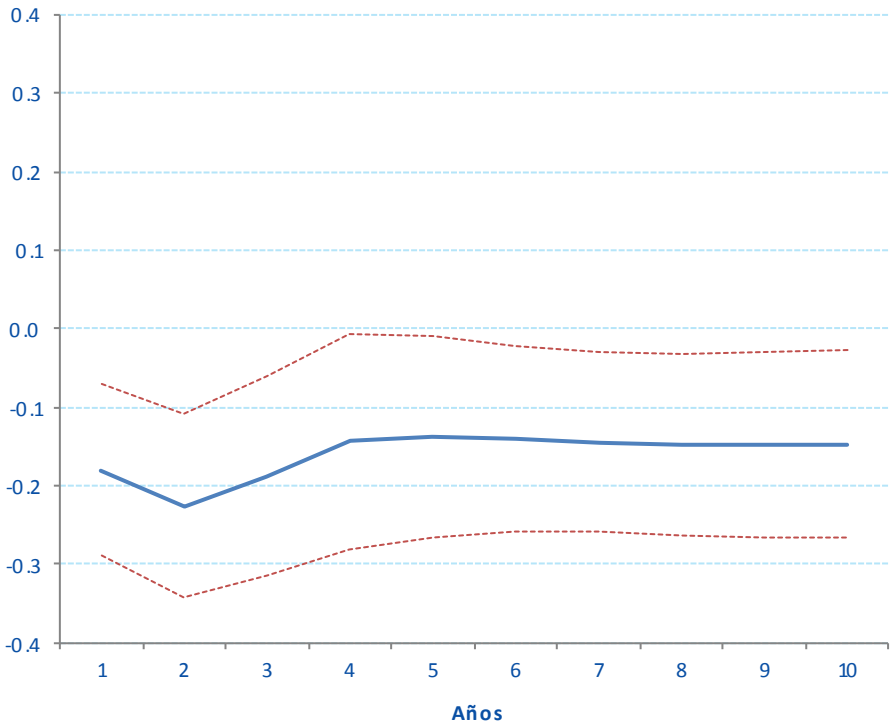
Sección 4
Déficit público, ahorro e inversión privados

Sección 5
Estabilidad presupuestaria y crecimiento económico

Déficit público y crecimiento

Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB privado a un aumento del déficit estructural de 1pp del PIB

Fuente: Doménech y García (2013)



Desincentiva la acumulación de capital físico, derivado de los efectos negativos sobre la inversión

Efecto negativo sobre la PTF, debido a menor inversión en capital tecnológico y humano (incertidumbre y aumento tipos de interés e impuestos)

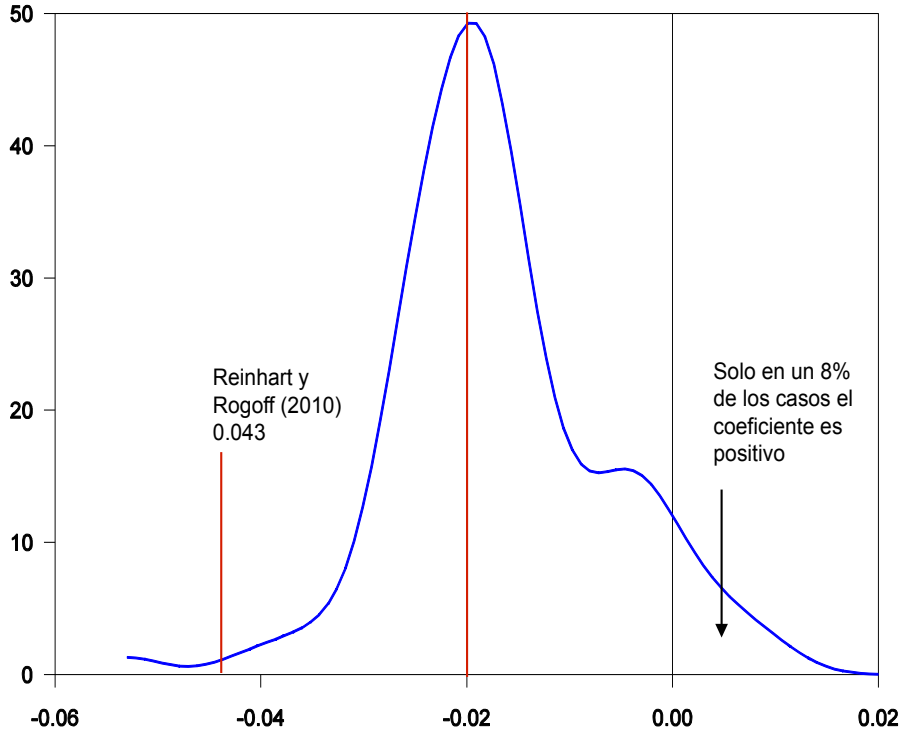
VAR bivariante con restricciones de largo plazo (Blanchard-Quah)

Respuesta negativa y significativa. Caída permanente de alrededor de 0.2pp

Deuda pública y crecimiento

Función de densidad de los coeficientes de deuda pública en ecuaciones de crecimiento

Fuente: BBVA Research a partir de los resultados de Kumar y Woo (2010)



Un aumento de 10 puntos del ratio de deuda sobre PIB supone dos décimas menos de crecimiento de la renta per cápita

92% casos el coeficiente estimado es negativo. Una reducción de 10pp en el ratio de deuda da lugar a un aumento del PIB a largo plazo de un 0.8%

Existe cierta evidencia de no linealidad de la deuda. Los efectos son cuantitativamente más importantes a partir de niveles de deuda por encima del 90%

Problema de causalidad: ¿en qué medida una disminución del crecimiento potencial da lugar a una mayor deuda?

España: efectos de la reducción de deuda pública

Efectos de una reducción de la deuda pública del 95% al 35% del PIB

Fuente: Doménech y García (2013)

PIB	5.22
Consumo privado	4.54
Inversión	6.42
Empleo	2.89
Capital	6.42
Impuestos	-9.51

Cambio de estado estacionario: del 95% de deuda (nivel máximo) al 35% (nivel mínimo antes de la crisis)

Tipos impositivos varían en la misma proporción para garantizar la sostenibilidad de la deuda

Por 1pp de deuda, la prima de riesgo aumenta en 5pb (rango inferior de los efectos estimados de la deuda sobre el tipo de interés)

Por cada 10 p de reducción de deuda el PIB aumenta un 0.87% (0,8% Kumar y Woo, 0,7% Elmendorf y Mankiw)

Mensajes principales

1. Las políticas de estímulo fiscal pueden ser un instrumento útil para la **estabilización de la actividad económica a corto plazo ...**

2. ... pero hay una clara evidencia sobre la persistencia de los déficit fiscales estructurales y sus efectos sobre la deuda pública...

3. ... con **efectos negativos sobre el crecimiento económico a largo plazo**

4. La **estabilidad presupuestaria** da lugar a **importantes beneficios a largo plazo** a través de **menores tipos de interés y mayores niveles de inversión privada y de PIB,** con los consiguientes **efectos positivos sobre el consumo privado y el empleo**

5. Estos resultados justifican la **existencia de reglas fiscales** que traten de potenciar al máximo los beneficios de la estabilidad presupuestaria y doten de margen de maniobra a la política fiscal como instrumento estabilizador en el corto plazo

BBVA | RESEARCH

Ajustes Fiscales y Crecimiento Económico en Europa

Rafael Doménech

Las Medidas del Sector Público para el Estímulo de la Actividad Económica en España

UIMP, Sevilla, 9 de mayo de 2013