



GEORGETOWN UNIVERSITY UNIVERSIA

Una reflexión sobre el impacto de la globalización en la eficacia estabilizadora de la política fiscal

ÁREA: 4
TIPO: Teoría

A reflection on the impact of globalization on the efficiency of stabilizing fiscal policy
Reflexão sobre o impacto da globalização na eficácia estabilizadora da política fiscal

AUTOR

Juan Antonio Cerón-Cruz¹
Universidad Carlos III de Madrid,
España
jceron@emp.uc3m.es

La globalización modifica sustancialmente las condiciones en las que se desarrolla la política fiscal. Junto con la profundización de la liberalización comercial, los Gobiernos y los demás agentes económicos tienen acceso ahora a un volumen de fondos prestables enorme, el correspondiente a los mercados internacionales de capitales; en contrapartida, estas mismas condiciones son un buen caldo de cultivo para un crecimiento tendencial de la deuda pública. En este contexto, ¿es más o menos eficaz la política fiscal en su función de gestión de la demanda agregada? Mediante este trabajo, pretendemos aportar algunos elementos que ayudarán a dar respuesta a estas cuestiones.

Globalization, as a process of markets integration and loss of politic power sovereignty has changed dramatically the framework for fiscal policy.

Market liberalization has become deeper, therefore Governments and other agents has now access to a vast amount of funds; but in the other hand, these conditions make possible a persistent rise of public debt. In this context, is fiscal policy more o less efficient for managing aggregate demand? In this contribution, we try to give some items that will help to answer this question.

A globalização modifica substancialmente as condições nas quais se desenvolve a política fiscal. Em conjunto com o aprofundamento da liberalização comercial, os Governos e os outros agentes económicos têm agora acesso a um enorme volume de fundos para empréstimos, o correspondente aos mercados internacionais de capitais; em contrapartida, estas mesmas condições são favoráveis ao crescimento tendencial da dívida pública. Neste contexto, é mais, ou menos eficaz a política fiscal na sua função de gestão da procura agregada? Mediante este trabalho, pretendemos proporcionar alguns elementos que ajudarão a dar resposta a estas questões.

1. Autor de contacto:
Departamento de
Economía de la Empresa,
Universidad Carlos III de
Madrid; C/ Madrid, 126;
28903 Getafe (Madrid);
Spain

DOI
10.3232/GCG.2011.V5.N3.07

RECIBIDO
09.09.2011

ACEPTADO
01.11.2011

1. Introducción

La globalización, entendida como un proceso de integración de los mercados y de pérdida de autonomía política por parte de los países, modifica sustancialmente las condiciones en las que se desarrolla la política fiscal. Tras la II Guerra Mundial y desde una perspectiva fiscal, podemos distinguir tres etapas. La primera, que alcanza aproximadamente hasta finales de la década de los cincuenta, nace directamente de los acuerdos adoptados en Bretton Woods por los que, y con el fin de que los países mantuvieran cierto grado de autonomía en su política económica, la transición hacia la liberalización de los intercambios de bienes y servicios se hizo de forma paulatina. En lo fiscal, esto significaba que la totalidad de los efectos de las decisiones fiscales se materializaba exclusivamente sobre la economía doméstica; pero por otro lado, los Estados sólo podían financiar la actividad pública bien con impuestos, bien con los fondos disponibles en los mercados financieros domésticos. Con la progresiva liberalización de la cuenta corriente durante las décadas de los cincuenta y sesenta los Gobiernos comienzan a considerar que sus decisiones fiscales van a influir también en otros países; por ejemplo un programa de gasto público para impulsar la demanda puede concretarse en 2 compras a otros países y, en esa medida, no modificar la producción nacional. Análogamente, las actuaciones fiscales de otros países pueden influir en la economía doméstica. A partir de los años setenta entramos en la tercera etapa, de liberalización de los flujos de capital. Los Gobiernos y los demás agentes económicos disponen ahora de un volumen de fondos prestables enorme, el correspondiente a los mercados internacionales de capitales; en contrapartida, este marco es un buen caldo de cultivo para un crecimiento tendencial de la deuda pública.

La discusión sobre la eficacia de la política fiscal para estabilizar la economía viene de antiguo. En lo teórico comenzó a fraguarse prácticamente con el nacimiento de la política fiscal como disciplina tras la II Guerra Mundial, mientras que la incapacidad de los Gobiernos para dar respuesta a los problemas de paro e inflación simultáneos de los años setenta mostró sus carencias en el terreno concreto de la política económica.

2. Factores determinantes

En este contexto, ¿es ahora la política fiscal más o menos eficaz en su función de gestión de la demanda agregada? Dicho de otra forma, ¿se ha producido un cambio en la magnitud de los multiplicadores fiscales? A continuación se analizan algunos elementos que ayudarán a dar respuesta a estas preguntas.

PALABRAS CLAVE

Globalización, política fiscal, multiplicadores, macroeconomía, mercados financieros

KEY WORDS

Globalization, fiscal policy, multipliers, macroeconomy, financial markets

PALAVRAS-CHAVE

Globalização, política fiscal, multiplicadores, macroeconomia, mercados financeiros

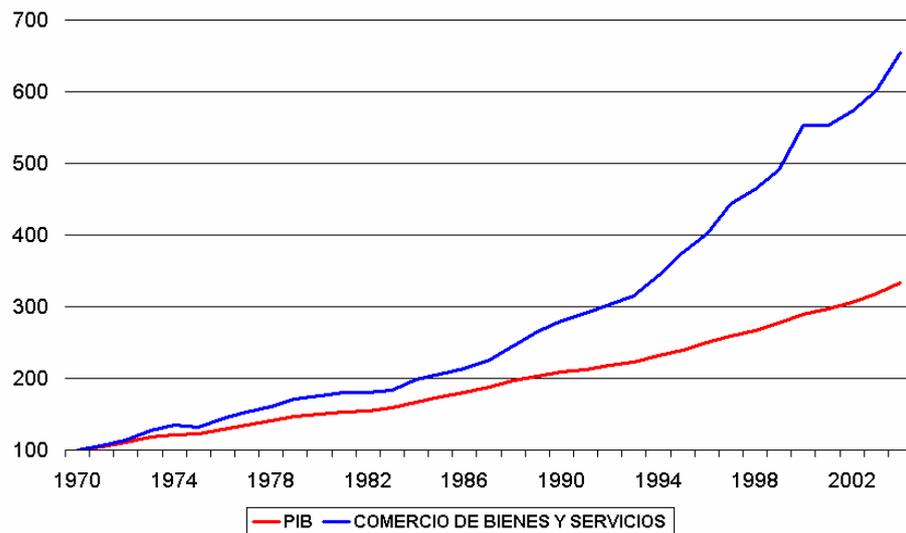
CÓDIGO JEL

E62

2.1 Canal comercial

Una de las características definitorias de la globalización actual es el crecimiento espectacular del comercio internacional de bienes y servicios. El gráfico 1 muestra que mientras la producción mundial se ha multiplicado por un factor de 3,4 en el periodo 1970-2004, el comercio lo ha hecho por un factor superior a 6. Una parte cada vez mayor de la producción se destina al comercio internacional. Junto a la liberalización del comercio impulsada por el GATT primero y por la OMC después y la reducción de los costes de transporte y comunicación, la incorporación al comercio mundial de algunos países menos desarrollados (los denominados países emergentes), ha contribuido notablemente a esta evolución.

Gráfico 1: Crecimiento del PIB y comercio mundial (base 1970=100)



Fuente de los datos: FMI: World Economic Outlook

Con semejante desarrollo del comercio, es razonable pensar en un mayor desbordamiento o filtración (spillover en su acepción inglesa) hacia otros países de las políticas fiscales de impulso económico, dependiendo de la propensión marginal a importar¹. Por tanto, los países con un elevado grado de apertura comercial tienen menos incentivos para abordar un estímulo fiscal en épocas recesivas, puesto que una parte del esfuerzo se traducirá en compras a productores de otros países, deteriorando la balanza comercial. La ecuación es: cuanto más integrada está una economía en los mercados internacionales de bienes y servicios, mayor será la parte del esfuerzo fiscal que se filtrará a otros países; por tanto, el volumen necesario de estímulo para lograr un objetivo dado tendrá que ser, necesariamente, proporcionalmente superior. En consecuencia, se reducirán los multiplicadores del gasto público.

1. Este razonamiento parte de la hipótesis de que una expansión fiscal tiene consecuencias keynesianas, en el sentido de que estimula efectivamente la demanda doméstica, al menos a corto plazo.

Esta relación entre tamaño del multiplicador y grado de apertura exterior nos introduce en el asunto de la coordinación de la política fiscal entre los países. En situaciones de crisis generalizada, si todos los países actúan expansivamente, la cantidad necesaria de impulso individual es menor, porque aunque una parte del mismo se traslade a otros países, cada país se beneficiará a su vez de los estímulos de los demás. Como se compensarán los desbordamientos, las posibilidades de éxito de una actuación fiscal expansiva simultánea serán mayores. Por el contrario, si lo que se coordina son planes de ajuste fiscal, dado que no todos los países pueden incrementar sus exportaciones netas al mismo tiempo para reducir los efectos negativos sobre la producción nacional², se reducen las posibilidades de éxito, porque los efectos adversos sobre la producción y el empleo de cada país serán mayores (FMI, 2010, p. 3).

No abundan los estudios empíricos que hayan estimado la magnitud de esta relación entre integración comercial y efecto desbordamiento. Beetsma et al. (2006, p. 673) cuantifica el impacto del canal comercial en el seno de la Unión Europea. Estiman, por ejemplo, que un crecimiento del gasto público en Alemania de un 1% de su PIB genera un incremento promedio en el PIB de los otros países de la Unión de un 0,15% durante dos años. Si la actuación fiscal se realiza mediante una reducción de impuestos de la misma magnitud, el efecto es ahora de un 0,05%. Evidentemente, el impacto es menor si el impulso fiscal se origina en otro país de la Unión. El trabajo concluye que el efecto desbordamiento a través del canal comercial es relevante, al menos cuando se origina en socios comerciales de gran peso.

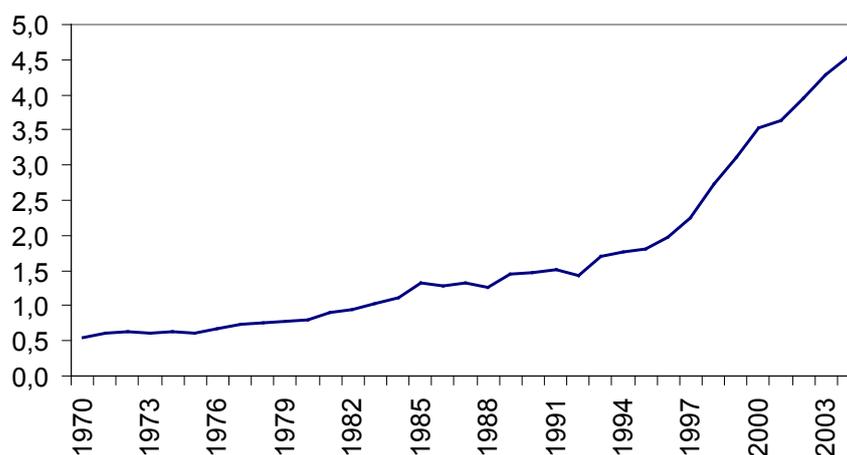
Otros estudios, por el contrario, conceden escasa importancia a este canal; así, Corsetti y Müller (2006, cuadro 1), estiman que, de todos los componentes del gasto, los del Gobierno presentan el mayor sesgo doméstico; para el conjunto de países formado por EE.UU., Reino Unido, Canadá y Australia, el porcentaje de las compras del Gobierno que es importado no es superior en ninguno de ellos al 12%, con lo que el efecto spillover será de escasa dimensión. Por su parte, el FMI (2007b p. 20), al comentar los resultados de otros trabajos, concluye que la mayor apertura comercial no es estadísticamente significativa. En esta idea abunda Perotti (2005, p. 39) quien, tras constatar que se ha producido una reducción de los multiplicadores, señala que el incremento del ratio exportaciones/PIB no es razón suficiente para explicarla.

2.2 Los mercados financieros

El gráfico 2 refleja adecuadamente el grado de integración financiera alcanzado durante las últimas décadas. Muestra la evolución del promedio de la suma de activos y pasivos exteriores como proporción del PIB para un conjunto de países industrializados. Durante el periodo 1970-2004, la ratio se ha multiplicado por un factor superior a 8, desde 55 por cien hasta 452 por cien, presentando dos fases: durante los setenta y ochenta el incremento en la integración financiera fue gradual, para acelerarse a mediados de los noventa.

2. Se considera que un plan de ajuste fiscal reduce los tipos de interés (por la menor presión sobre los precios y por la mejora de la confianza de los mercados sobre la cuentas públicas), depreciando la moneda nacional y mejorando en consecuencia el saldo de exportaciones netas.

Gráfico 2: Índice de integración financiera: (Activos exteriores+Pasivos exteriores)/PIB. Promedio simple de los países industrializados (*)



(*) Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Reino Unido y EE.UU.

Fuente de los datos: Lane y Milesi-Ferretti (2006)

Esta evolución de los mercados financieros afecta de varias maneras a la política fiscal, no todas actuando en el mismo sentido:

i) Con la desregulación financiera, los Gobiernos pierden una fuente cautiva de financiación en la medida en que el ahorro doméstico encuentra otras inversiones alternativas, en cuyo caso la sensibilidad de los tipos de interés domésticos frente a la política fiscal puede ser mayor. Esta elevación de los tipos de interés como respuesta a un impulso fiscal afectará negativamente a la inversión, y por tanto a los multiplicadores, mediante el efecto crowding-out.

ii) Por el contrario, con mercados más amplios y profundos, se diluye la incidencia de un mayor endeudamiento de los Estados (considerados individualizadamente) sobre los tipos de interés, reduciendo por tanto la expulsión de la inversión y el consumo y aumentando el valor de los multiplicadores. La evidencia empírica confirma esta reflexión, incluso para las mayores economías. El Banco Central Europeo estima que, a pesar de la amplia variedad de situaciones fiscales en el seno de la zona euro en 2005 (desde superávits del 2% hasta déficits del 5%, y desde ratios de deuda del 7% hasta el 108%), los diferenciales de tipos de interés para la deuda pública a largo plazo no sobrepasaban los 30 puntos básicos, lo que refleja la escasa incidencia de las cuentas públicas sobre los tipos de interés, o bien que sus efectos queden ocultos por otros factores (BCE, 2006, p. 71). Con datos más recientes, el FMI hace ver que, aunque teóricamente los mercados deberían aumentar gradualmente la presión sobre los países a través del incremento de los diferenciales de riesgo -llegando incluso a la negación del crédito-, lo cierto es que la respuesta es moderada. Así, dentro del conjunto de países con mejor rating, la prima de riesgo tiende a responder con

un aumento de alrededor de 5 puntos básicos por cada punto porcentual de incremento en el déficit o en la ratio de deuda pública (FMI, 2007b, p. 13)³, reafirmando el escepticismo sobre la capacidad de los mercados financieros para discriminar entre Estados atendiendo a las magnitudes fiscales. Pudiera ser que, como ocurre con otras magnitudes monetarias (por ejemplo los tipos de cambio o las cotizaciones bursátiles), se produzca una sobreacción (overshooting) de los mercados, de manera que en situaciones con mercados estables la prima de riesgo en relación con las cuentas públicas sea minusvalorada mientras que en situaciones de una gran inestabilidad la prima se sitúe en valores desproporcionadamente altos.

iii) Relajación de las restricciones del crédito. El modelo keynesiano establece que el principal motor de consumo de los individuos es su renta disponible. Frente a esta teoría se sitúa la *Hipótesis de la Renta Permanente*, según la cual el consumo de los individuos no depende sólo de la renta actual sino también de la renta futura esperada. Si esta hipótesis es cierta, un aumento de la renta disponible actual como consecuencia de una reducción de impuestos (o un aumento del gasto público) será ahorrado por los individuos, manteniéndose invariante el volumen del consumo privado, con lo que el impacto de la actuación fiscal para estimular la actividad económica sobre los demás componentes de la demanda agregada será escaso, cuando no nulo.

Uno de los inconvenientes a los que se enfrenta esta hipótesis es la existencia de hogares con dificultades de acceso al crédito para poder distribuir su consumo en el tiempo, y cuya pauta de comportamiento no sigue por tanto una lógica acorde con la misma. En este caso, los hogares en cuestión pueden verse forzados a ajustar su consumo en respuesta a una reducción transitoria en su renta y, simétricamente, lo aumentarán cuando lo haga su renta disponible. De manera que la proporción de hogares en esta situación es un parámetro determinante para el valor de los multiplicadores.

El alcance real de esta limitación depende del funcionamiento de los mercados financieros: su desarrollo facilita la actividad de prestar y pedir prestado con el fin de distribuir el consumo regularmente a lo largo del tiempo.

Pues bien, si en los últimos tiempos la facilidad para endeudarse es mayor, el peso de los consumidores afectados por la restricción crediticia disminuirá, y así también lo hará el valor del multiplicador. Recoge Perotti (2005, p. 40) dos indicadores que ilustran este cambio; por un lado, la evolución del impago de las hipotecas por parte de los hogares; por otro, la evolución del consumo a crédito. Menores valores del primer indicador y mayores del segundo indicarían una disminución de las restricciones crediticias. En los cinco países analizados en su trabajo, ambos indicadores muestran claramente esta relajación. Por su parte, Galí *et al.* (2007, p.35), también considera que se ha producido una reducción del número de hogares sujetos a esta restricción, y que una buena muestra de ello es el aumento en el acceso y participación de los ciudadanos en los mercados de valores.

3. La prima de riesgo de un país responde a múltiples factores: tipos de cambio, inflación, liquidez, duración de la deuda, impuestos, perspectivas fiscales, de crecimiento, etc., por lo que separar cuánto corresponde a la posición fiscal no es fácil.

2.3 Flexibilidad de precios y salarios

Uno de las principales controversias entre las escuelas macroeconómicas se refiere al grado de flexibilidad de los precios y salarios para ajustarse a las perturbaciones, ya sean externas o internas. ¿Cómo afecta esta distinta óptica a la efectividad de la política fiscal? Si precios y salarios son completamente flexibles, se modificarán instantáneamente para eliminar cualquier desajuste entre oferta y demanda y los mercados se vaciarán totalmente. En concreto, con salarios totalmente flexibles a la baja no habrá desempleo (más allá del correspondiente a la NAIRU) y la producción de una economía vendrá determinada exclusivamente por factores relacionados con la oferta. En este marco, los mercados son autosuficientes y no ha lugar para las políticas económicas, que además de ser inefectivas e innecesarias, sólo generan inflación. Sin embargo, si los precios y salarios son rígidos o el proceso de ajuste es lento, la oferta determinará la producción a largo plazo pero será la demanda agregada la que determine la producción a corto plazo, y entonces sí hay terreno para las políticas económicas, tanto fiscal como monetaria. Por eso, la velocidad en el ajuste es determinante. A largo plazo, existe consenso en que los precios y salarios se ajustan, pero no a corto.

¿Qué hace que los precios y los salarios no sean flexibles? Las dos explicaciones tradicionales que gozan de mayor predicamento son los llamados “*costes de menú*” y los “*salarios de eficiencia*”. Junto a éstas, se han señalado otras que contribuyen a una mayor rigidez. Así, Mankiw observa que cuando los mercados no son perfectos y las firmas tienen poder para fijar precios, se producen sustanciales diferencias entre los costes y beneficios sociales frente a los privados, de manera que una situación de equilibrio con precios rígidos puede ser privadamente racional pero socialmente contraproducente (Mankiw 2006, p. 10). Obstfeld, por su parte, considera que en el caso de los productos importados, la traslación a los precios en moneda nacional de variaciones en los tipos de cambio nominales es escasa (Obstfeld, 2001, p. 14). Tampoco podemos olvidar que, en el caso de los salarios, la realidad en las sociedades más desarrolladas es la existencia de un marco institucional: salario mínimo, sindicatos, legislación laboral, etc., que son impedimentos para la flexibilidad del mercado de trabajo (Anisi, 2004, p. 7).

Aunque la mayoría de modelos que se desarrollan actualmente asumen implícitamente algún grado de rigidez, se hace difícil discernir su efecto sobre la eficacia de la política fiscal. En este sentido, Hall (2009) realiza una estimación de los multiplicadores condicionada al grado de rigidez de los precios. El resultado es que el multiplicador de las compras del Gobierno en situaciones de precios rígidos es aproximadamente el doble que con precios flexibles.

Para cuantificar su importancia, Hall establece una relación directa entre rigidez en los precios y tamaño del multiplicador, que reproducimos parcialmente en el [cuadro 1](#).

Cuadro 1. Rigidez de precios y multiplicadores

Persistencia en los precios (1)	Multiplicador del output	Multiplicador del consumo
0,6	0,60	-0,21
0,7	0,62	-0,20
0,8	0,68	-0,18
0,89	0,95	-0,07
0,90	1,02	-0,04
0,95	1,60	0,20

(1) Es la probabilidad de que los precios permanezcan constantes en un trimestre dado.

Fuente: Hall R. (2009, Tabla 5)

En todo caso, el efecto expulsión a través de los precios es asimétrico, porque si asumimos que son más flexibles al alza que a la baja, una política fiscal contractiva apenas conducirá a una caída de los precios, de manera que el efecto “crowding-in” por este canal será escaso. En una fase recesiva de la economía, la caída en la demanda de dinero al disminuir la renta no irá acompañada por una caída en los precios, afectando menos a los tipos de interés, que se comportarán entonces de manera asimétrica, con una respuesta más pronunciada en las fases expansivas.

Está por ver si con la globalización la flexibilidad de ajuste de precios y salarios es mayor o menor. Algunos de los elementos, como por ejemplo la estructura de mercado y el poder de las empresas para fijar precios aportarán rigidez a los precios de bienes y servicios. Por el contrario, la pérdida de poder sindical y la vinculación cada vez mayor de las retribuciones a la productividad han aportado flexibilidad a los salarios.

2.4 Cambio de prioridades de la política fiscal

El crecimiento continuo de la deuda pública a partir de los años setenta y hasta finales de los noventa, junto con la enorme influencia que ejercen actualmente los mercados financieros internacionales sobre la actividad de los Gobiernos, han conducido a un reposicionamiento del papel de la política fiscal, desde la estabilización del ciclo hasta la reducción tendencial del déficit. La política fiscal discrecional debe limitarse ahora a preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo y contribuir al crecimiento de la capacidad productiva de la economía. La estabilidad a corto plazo, esto es, la lucha contra la volatilidad del output, debe ser una función primordial de la política monetaria y, complementariamente, de los estabilizadores automáticos, los cuales, por su propia naturaleza previsible, favorecen la formación de expectativas, actúan simétricamente, no adolecen de retardos y, además, reaccionan proporcionalmente, adaptándose a la magnitud de la variación del ciclo económico.

Este cambio de prioridades y su interiorización por parte de los ciudadanos provoca que la respuesta de los mismos (en forma de función agregada del consumo privado) ante una actuación fiscal discrecional tenga en cuenta ahora las perspectivas futuras de la deuda y la estabilidad de las finanzas públicas. Dicho de otra forma, los agentes tendrán un comportamiento más ricardiano⁴. Así un impulso fiscal financiado mediante la emisión de deuda y la perspectiva de que habrá que pagarla en el futuro, puede inducir un aumento del ahorro privado, compensando el incremento del gasto público y diluyendo por tanto el impacto fiscal. La respuesta del sector privado vendrá determinada por el nivel de partida de las cuentas públicas, en especial del nivel de deuda.

2.5 Respuesta de la política monetaria

La literatura empírica muestra que la efectividad de la política fiscal depende en gran medida de la reacción de la política monetaria, porque la misma modulará el efecto expulsión, de la inversión y consumo privado (Christiano *et al.*, 2009, p. 3; Hall, 2009, p. 212; Spilimbergo *et al.*, 2009, p. 3; Cogan *et al.*, 2009; Freedman *et al.*, 2009; Coenen *et al.*, 2010). Si la política monetaria no se acomoda, es decir, si ante la presión sobre los precios derivada de un estímulo fiscal se elevan los tipos de interés, el efecto crowding-out será mayor. Especialmente a partir de la década de los ochenta, la política monetaria ha mostrado una mayor agresividad en la lucha contra la inflación, de manera que la respuesta de los tipos de interés a los shocks fiscales es ahora mayor, reduciendo el valor de los multiplicadores.

La combinación formada por la respuesta de la política monetaria y el nivel de rigidez de precios y salarios es especialmente importante para las consecuencias de la política fiscal, condicionándose recíprocamente. Si los precios son más rígidos, los efectos sobre la inflación de un estímulo fiscal serán menores y, si los tipos de interés nominales permanecen estables, las consecuencias sobre los tipos de interés reales serán escasas. Por el contrario, con estabilidad en los tipos de interés y precios y salarios flexibles, los tipos de interés reales se ven modificados. El supuesto de acomodación monetaria explica que en muchos estudios se concluya que los multiplicadores fiscales son mayores en EE.UU. que en los países europeos, precisamente debido a su mayor flexibilidad en los precios y salarios (Coenen *et al.*, 2010). Es decir, la acomodación monetaria tiene mayor incidencia sobre la efectividad de la política fiscal cuanto mayor sea la flexibilidad de precios y salarios.

2.6 Papel de los estabilizadores automáticos

Cualquier actuación fiscal de tipo discrecional provoca una respuesta por parte de los denominados “estabilizadores automáticos”, que actúan en sentido opuesto al de la actuación fiscal original, compensando (estabilizando) parcialmente sus efectos. En consecuencia, el impacto final sobre el saldo presupuestario es menor que el impulso fiscal inicial.

Así, los estabilizadores automáticos, al compensar los efectos de las políticas discrecionales, constituyen un factor de diferenciación del tamaño de los multiplicadores. Desde una

4. La “*Equivalencia ricardiana*” viene a decir que, bajo ciertas hipótesis, la forma en que se financie un déficit público: más impuestos o más deuda, es neutral desde el punto de vista de las variables macroeconómicas, porque los ciudadanos considerarán que la deuda habrá que devolverla en el futuro en forma de impuestos.

perspectiva histórica, los estabilizadores fiscales (nos referimos especialmente al seguro de desempleo, a los impuestos directos sobre las empresas y las personas físicas, a los impuestos indirectos y a las cotizaciones sociales) han ido creciendo a medida que también lo ha hecho el denominado estado del bienestar. En consecuencia, como en general en los países desarrollados el papel de los estabilizadores fiscales ha ido aumentando, el valor de los multiplicadores se habrá reducido. Por esta misma razón y desde una perspectiva espacial, los estabilizadores automáticos tienen más peso en la zona euro que en EE.UU., por lo que el efecto de las actuaciones fiscales discrecionales será menor en Europa⁵.

2.7 Régimen cambiario

Un incremento del déficit público también puede afectar al gasto privado a través de su incidencia sobre los tipos de cambio, dependiendo del régimen cambiario. Con tipos de cambio flexibles y perfecta movilidad del capital, las entradas de capital atraídas por los mayores tipos de interés (derivados de un estímulo fiscal) apreciarán el tipo de cambio, afectando negativamente a la demanda agregada a través del canal comercial. En el caso de una economía pequeña con perfecta movilidad de capitales, como los tipos de interés nacionales son determinados en el exterior, la política fiscal solo ocasionará una apreciación de la moneda nacional, de forma que todos los componentes de la demanda agregada sensibles al tipo de cambio experimentarán algún tipo de “expulsión” y el impacto final de la expansión fiscal sobre la renta nacional será próximo a cero (Blanchard, 2008, p. 2). Con tipos de cambio fijos y perfecta movilidad del capital, la autoridad monetaria se ve obligada a mantener los tipos de interés (mediante el aumento de la oferta monetaria) para no incentivar las entradas de capital, que harían inviable el mantenimiento de los tipos de cambio. En resumen, con tipos de cambio fijos la efectividad de la política fiscal expansiva es mayor, como se recoge en el tradicional modelo Mundell-Fleming para una economía abierta.

Lo contrario ocurre con la política fiscal restrictiva. Con tipos de cambio flexibles, se producirá una depreciación de la moneda nacional que ayudará a la demanda agregada en su componente externo. El FMI ha calculado que un ajuste equivalente al 1% del PIB deprecia la moneda un 1,1 % real (FMI, 2010, p. 8). Con tipos de cambio fijos, sin embargo, no se produce esta compensación desde el sector exterior de la economía.

2.8 Perfil de los ciclos económicos

Una de las razones que justifica la existencia de la política fiscal es la variabilidad de la producción nacional, la existencia de ciclos económicos. Su función estabilizadora se encamina precisamente a la amortiguación de estas oscilaciones⁶. Con esta premisa y en el contexto

5. Para un cuantificación de los efectos automáticos de la actividad económica sobre los saldos fiscales, es decir, de la sensibilidad fiscal al ciclo económico, ver el trabajo de Girouard y André (2005).

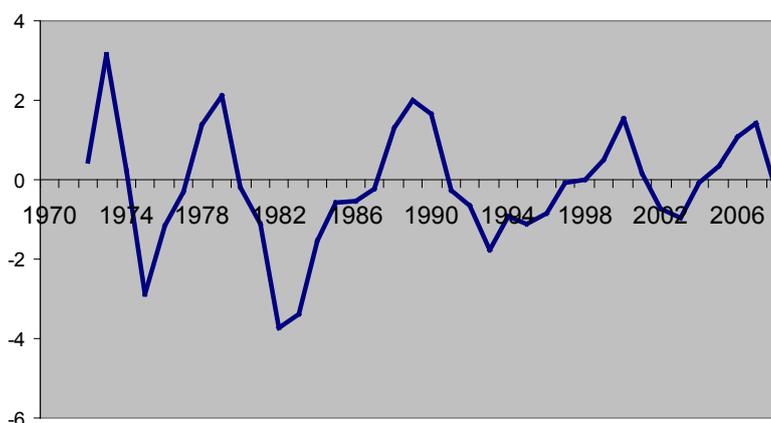
6. La opinión entre los economistas sobre la conveniencia de amortiguar los ciclos no es unánime. Así, Lucas calculó que si desaparecieran totalmente los ciclos en el consumo, su incremento en valores absolutos a largo plazo sería insignificante (Lucas, 1987); por tanto, ¿para qué preocuparse por los ciclos? Esta reflexión está implícita en muchos modelos de crecimiento económico, bajo el siguiente razonamiento: si los shocks tecnológicos determinan la evolución de la economía, cualquier intento de la política económica -monetaria o fiscal- por intentar limitar su amplitud también reducirá la riqueza a largo plazo, al menoscabar el crecimiento económico. Las ganancias acumuladas de bienestar derivadas de un mayor crecimiento tendencial serían sustancialmente superiores a las derivadas de una suavización del ciclo (Sutherland *et al.*, 2010, p. 49).

de la globalización, surgen algunos interrogantes: ¿son ahora distintos los ciclos económicos de los países, especialmente en lo tocante a su amplitud y duración?; si es así, ¿tiene algo que ver el cambio con el grado de apertura comercial y de integración financiera?; por último, ¿están más o menos sincronizados los ciclos económicos de los países? La respuesta que se da a estas preguntas va a ser un condicionante importante para perfilar la naturaleza de la actuación fiscal.

Desde el punto de vista de la estructura de los ciclos, un análisis estilizado de su evolución en esta época refleja, para los países desarrollados, una reducción en su amplitud así como una mayor duración (gráfico 3). Lo primero priva de argumentos para la intervención fiscal estabilizadora; lo segundo la justifica, puesto que importarán menos los retardos en su implementación.

La mayoría de los estudios coinciden en esta reflexión, con matizaciones en cuanto a las causas subyacentes y la tendencia de los años recientes.

Gráfico 3: Ciclo económico en la OCDE
(output-gap/PIB potencial)



Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE Economic Outlook Database

En un primer trabajo referido a EE.UU., Stock y Watson (2002, p. 2) concluyen que sí se ha producido una reducción en la amplitud del ciclo; y no solo eso, sino que la disminución de la variabilidad en las magnitudes macroeconómicas ha sido general. Identifican estos autores tres causas explicativas: mejor política económica (explicaría un 20-30% de la reducción), papel favorable de los shocks de productividad y precios de las materias primas (20-30%) y otras formas no suficientemente identificadas de reducción de la magnitud de las perturbaciones (40-60%). En una contribución posterior y con cobertura ampliada al G7, estos autores confirman que efectivamente la volatilidad de la actividad económica se ha reducido en los últimos cuarenta años (Stock y Watson, 2005, p. 981).

Al estudiar el periodo conocido como “La gran moderación” en EE.UU, Galí y Gambetti (2009, p. 29) consideran que el origen de la disminución de la variabilidad de su PIB se debe a la fuerte reducción en la contribución de las perturbaciones de origen distinto al tecnológico (como sería, por ejemplo, una variación sustancial no esperada en los precios del petróleo), tanto en términos absolutos como relativos. En contraposición, la contribución de las perturbaciones de tipo tecnológico a la volatilidad del output ha permanecido más estable en valores absolutos, y por tanto ha incrementado su peso relativo. Como los shocks de procedencia tecnológica son menos volátiles que los de otro tipo, la volatilidad total de la economía se reduce.

Cecchetti *et al.* (2006, p. 2) observa que el crecimiento del PIB es claramente menos volátil en dieciséis de los veinticinco países (de diferentes niveles de renta) que componen la muestra de su estudio. Se identifican los siguientes factores explicativos para esta reducción: mejora en la gestión de los inventarios, adopción de un objetivo de inflación por las autoridades monetarias, innovación financiera -y la diversificación del riesgo que implica- y, por último, menor dimensión de las perturbaciones. Por otra parte, consideran que la mayor apertura comercial de los países tiene un impacto débil.

La innovación financiera, que ha permitido a las empresas y hogares ampliar sus posibilidades de financiación y por tanto suavizar los ciclos del consumo y la inversión, también ha sido señalada por Dynan *et al.* (2006) como fuente de reducción de la volatilidad del output.

Se ha apuntado asimismo que el creciente peso del sector público ha contribuido a la disminución de la volatilidad del output por un efecto composición, dado que el consumo público es menos variable que el consumo privado (Debrun y Kapoor, 2010, p. 28).

Frente a las anteriores posturas, Carare y Mody (2010, p. 4), advierten un cambio de tendencia importante: tras un largo periodo de reducción de la volatilidad en el crecimiento del PIB, se ha producido una estabilización o incluso un ligero aumento desde mediados de los noventa (como casos más representativos, Alemania y Japón), cuyo origen puede deberse al grado de integración y globalización económica alcanzado, que amplifica la volatilidad global derivada de la transmisión exterior de los shocks.

Junto a la amplitud y duración de las oscilaciones económicas, el segundo elemento de análisis es la sincronización de los ciclos, porque de su mayor o menor conjunción dependerán las posibilidades de éxito de la coordinación internacional de las políticas económicas. Un elevado nivel de sincronización limita la capacidad de las autoridades nacionales para estabilizar el ciclo, al mismo tiempo que acentúa la necesidad de una mayor cooperación internacional. La posibilidad de éxito de políticas fiscales conjuntas es mayor cuanto mayor asincronía exista entre los ciclos nacionales. Así, la eficacia de una política fiscal expansiva en un país que está atravesando por una recesión será mayor si los países con los que mantiene relaciones económicas se encuentran en una fase expansiva de su ciclo.

En este ámbito, Kose *et al.* (2008, p. 7), considera que se ha producido una convergencia (aunque modesta) dentro del grupo de países industrializados y también dentro del conjunto de países emergentes; en contraposición, y debido a una disminución de la importancia de los factores globales comunes, se ha acrecentado la divergencia intergrupos. En el mismo

sentido, Sutherland *et al.* (2010, p. 11) encuentra que la sincronización ha aumentado en determinados grupos de países; así ha ocurrido en el grupo formado por Alemania, Austria y Holanda, o en el constituido por EE.UU. Reino Unido y Canadá. Por su parte, Duval *et al.* (2007, p. 16) aporta cierta evidencia de que no ha habido un incremento importante de la sincronización en los países de la OCDE, con la posible excepción de la zona euro.

Aunque las fuerzas de la globalización incrementan la interdependencia entre las economías, provocando mayor convergencia en las fluctuaciones de los ciclos económicos, la realidad reciente cuestiona esta aseveración: el impresionante crecimiento experimentado en los últimos años por algunas economías emergentes, especialmente India y China, poco afectadas en principio por los vaivenes de los países más desarrollados, lleva a preguntarse sobre la incidencia real de los canales de transmisión de los ciclos.

3. ¿Qué dicen los trabajos empíricos?

Son escasos los trabajos que incorporan la perspectiva temporal en la estimación de los multiplicadores. De los que hacen referencia al asunto (Perotti (2005), Romer y Romer (2008), Spilimbergo *et al.* (2008, p. 30), Galí *et al.* (2007, p. 261) y FMI (2007b y 2008), la conclusión general es que los resultados sí muestran una disminución del valor de los multiplicadores. El cambio se puede localizar alrededor de finales de la década de los setenta y principio de los ochenta del siglo pasado. No obstante, sólo algunos presentan datos cuantitativos de esta evolución, que pasamos a comentar:

i. Perotti, en su trabajo sobre el valor de los multiplicadores en cinco países (Perotti, 2005), analiza dos submuestras temporales, la primera desde aproximadamente 1960 (según los países) hasta 1979 y la segunda desde 1980 hasta 2001 (excepto para la RFA que, por razones obvias, finaliza en 1989). En el [cuadro 2](#) podemos ver que, en general, los valores correspondientes al primer periodo son superiores al segundo, especialmente en el multiplicador acumulado. El cambio se observa tanto para los gastos como para los impuestos. En algún caso, la diferencia es notoria: en EE.UU., el multiplicador acumulado del gasto público pasa de 3,7 a 0,1, y el de los impuestos pasa de tener un efecto positivo claro (2,6), a uno negativo evidente (-2,1).

ii. Romer y Romer, al estudiar el impacto que los cambios impositivos no relacionados con la coyuntura (es decir, no destinados a la estabilización del ciclo sino, por ejemplo, a la consolidación fiscal) han tenido sobre el PIB de los EE.UU., registran una disminución en el periodo 1980-2007 frente al periodo 1945-1979. En concreto, el multiplicador impositivo pasa de presentar un valor máximo de 3,9 en la primera etapa a un valor de 2,3 en la más reciente.

Cuadro 2. Evolución temporal de los multiplicadores

	Multiplicador del gasto 1960-1979 / 1980-2001		Multiplicador de los impuestos 1960-1979 / 1980-2001	
	1er año	Acumulado 3 años	1er año	Acumulado 3 años
EE.UU.	1,1 / 0,3	3,7 / 0,1	0,7 / - 0,4	2,6 / -2,1
R. Unido	0,5 / -0,2	0,1 / -1,2	0,1 / -0,2	0,2 / -0,9
RFA	0,4 / 0,4	-0,1 / -1,4	-0,2 / 0,0	0,1 / -0,3
Canadá	0,6 / -0,3	0,7 / -2,2	0,0 / 0,3	-0,4 / 1,8
Australia	-0,1 / 0,2	1,5 / 0,8	-0,4 / -0,4	-0,7 / -1,1

Fuente: Perotti, 2005. Tablas 6 y 9

4. Conclusiones

Las conclusiones que obtenemos de todo lo anterior son:

1. La globalización afecta negativamente al impacto de la política fiscal, al tamaño de los multiplicadores. Factores como una mayor integración económica y una mejor transmisión de la política monetaria, menores dificultades para acceder al crédito o un aumento en la flexibilidad de los mercados de trabajo y de bienes para el ajuste de precios, explicarían este perfil menos keynesiano.
2. El efecto concreto dependerá, en cualquier caso, de las características propias del momento y de cada país: tamaño económico, índice de apertura exterior, integración en los mercados financieros, régimen cambiario, posición en el ciclo.
3. Los escasos trabajos empíricos que han estudiado el tema señalan una disminución en el valor de los multiplicadores.

Bibliografía

- Akerlof, G. y Shiller, J. (2009) *Animal Spirits*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Ando, A. y Modigliani, F. (1957), "Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving: Comments and Suggestions", *Oxford Institute of Statistics Bulletin*, vol. xix (May), 99-124.
- Anisi, D. (2004), "La macroeconomía al comienzo del S XXI: una reflexión sobre el uso y posterior abandono del llamado keynesianismo". Universidad de Salamanca. Página web personal: <http://web.usal.es/~anisi/>
- Banco Central Europeo (2006), "Políticas presupuestarias y mercados financieros", *Boletín Mensual*, Febrero.
- Barro, R.J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, 1095-1117.
- Beetsma, R., Giuliodori, M. y Klaassen, F. (2006), "Trade spill-overs of fiscal policy in the European Union: a panel analysis", *Economic Policy*, octubre, pp. 639.687. CEPR
- Bhagwati, J. (2007), "In defense of globalization", Oxford University Press.
- Blanchard, O. (2008), "Crowding out", *The New Palgrave Dictionary of Economics Online*. Palgrave Macmillan. 06 January 2011. http://www.dictionaryofeconomics.com.strauss.uc3m.es:8080/article?id=pde2008_C000452
doi:10.1057/9780230226203.0344 (disponible via <http://dx.doi.org/>)
- Blanchard, O. y Perotti, R. (2002), "An empirical characterization of the dynamic effects of changes in Government spending and taxes on output", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, nº 4. pp. 1329-1368
- Blinder, A. (2006), "The case against the case against discretionary fiscal policy" en Kopcke, R.W., Tootell, M.B. y Triest, K. (Eds), *The macroeconomics of fiscal policy*. MIT Press, Cambridge, EE.UU., 25-74.
- Buiter, W. (2009), "Is there a case for a further co-ordinated global fiscal stimulus?", <http://blogs.ft.com/maverecon/>
- Cameron, D. (1978), "The Expansion of the Public Economy: A Comparative Analysis", *American Political Science Review* Volume 72: 1243-1261.
- Carare, A. y Mody, A. (2010), "Spillovers of domestic shocks: will they counteract the "Great Moderation"?", IMF WP, 10/78.
- Carpio, M. (2008), "Apuntes del curso Políticas fiscales en la UE", dentro del Master en Desarrollo económico y políticas públicas, Universidad Autónoma de Madrid. Mimeo
- Castells, A. y Durán, JM. (coords) (2004), "Las nuevas fronteras del sector público ante la globalización", Ed. Marcial Pons, Madrid - Barcelona.
- Cecchetti, S., Flores-Launes, A. y Krause, S. (2006), "Assesing the sources of changes in the volatility of real growth", NBER WP 11946.
- Cerón, J. (2010), "Crisis económica: ¿qué papel hay para las monedas y los tipos de cambio?", *Revista de Economía Mundial*, nº 24. ISSN: 1576-0162.
- Christiano, L. Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2009), "When is the Government spending multiplier large?", NBER WP 15394.
- Coenen, G. (y 16 autores más) (2010), "Effects of fiscal stimulus in structural models", IMF Working Paper, 10/73.
- Cogan, J., Cwik, T., Taylor, J. y Wieland, V. (2009), "New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers", ECB WP Series, 1090.

Comisión Europea (2010), "Public finances in EMU-2010", Part. II, Chapter 6. Directorate General for Economic and financial affairs.

Corsetti, G. y Müller, G. (2006), "Twin deficits: squaring theory, evidence and common sense", *Economic Policy*, octubre, pp. 597-638.

De la Dehesa, G. (2003), "Globalización, desigualdad y pobreza". Alianza Editorial. Madrid.

De Grauwe, P. (2008), *DSGE-Modelling. "When agents are imperfectly informed"*, ECB Working Paper Series, 897.

_____ (2010), "Fiscal policies in "normal" and "abnormal" recessions", *Voxeu.org*, 30 de marzo.

Debrun, X. y Kapoor, R. (2010), "Fiscal policy and macroeconomic stability: automatic stabilizers work, always and everywhere", *IMF Working Paper*, 111.

Duval, R., Elmeskov, J. y Vogel, L. (2007), "Structural Policies and Economic Resilience to Shocks", *OECD Economic Department Working Papers*, No. 567, OECD, Paris.

Dynan, K. n E., Elmendorf, D. y Sichel, D. (2006), "Can Financial Innovation Help to Explain the Reduced Volatility of Economic Activity?", *Journal of Monetary Economics*, 53(1): 123-50.

Eichengreen, B. (2002), "The globalization wars: An economist report from the front line", *Foreign Affairs*, 81(4).

FMI (2007), "Globalization, Financial Markets, and Fiscal Policy", *Fiscal Affairs Department*.

_____ (2008), "Fiscal Policy as a countercyclical tool", *WEO* (octubre)

_____ (2010), "Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation", *WEO*, octubre, Chapter 3.

Freedman, C., Kumbhof, M., Laxton, D. y Lee, J. (2009), "The case for global fiscal stimulus", *IMF SPN 09/03*.

Galí, J. y Gambetti, L. (2009), "On the sources of the great moderation", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1:1, 26-57 <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/mac.1.1.26>

Galí, J., López-Salido, J. y Vallés, J. (2007), "Understanding the effects of government spending on consumption", *Journal of European Economic Association* 5(1):227-270.

Girouard, N. y André, C. (2005), "Measuring Cyclically adjusted Budget Balances for OECD Countries", *OECD Economics Department Working Papers*, 434, OECD Publishing. doi: 10.1787/787626008442

Hall, R. (2009), "By how much does GDP rise if the Government buys more output?. Comments and discussion", *Brookings Papers on economic Activity*, Otoño, pp.183-249.

Hemming, R., Kell, M. y Mahfouz, S. (2002), "The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity - A review of the literature", *IMF Working Paper*, 02/208.

Kaminsky, G., Reinhart, C. y Végh, C. (2004), "When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies", *NBER working Paper* nº 10780

Keoane, R. (2002), "Power and governance in a partially globalized world". Routledge, Londres. ISBN 0415288193.

Kose, M., Otrok, C. y Prasad, S. (2008), "Global business cycles: convergence o decoupling?", *IMF WP 08/143*.

Krugman, P. (2008), "La hora de la política fiscal", *El País-Negocios*. 19-10-2008

_____ (2010), "Los mitos de la austeridad", *El País*, edición impresa 11-julio de 2010.

Lane, P. y Milesi-Ferretti, G.M. (2006), "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *FMI WP/06/69*.

Lucas, R.E. (1987), "Models of Business Cycles", *New York, Basil Blackwell*.

Maddison, A. (2004), "La Economía de Occidente y la del Resto del Mundo: Una perspectiva Milenaria". Conferencia pronunciada en la Universidad Carlos III de Madrid el 10 de noviembre.

Mankiw, N. G. (2006), "The macroeconomist as scientist and engineer", *NBER Working Paper*, 12349.

Minsky, H. (1986), "Stabilizing an Unstable Economy", *Yale University Press*.

_____ (1992), "The Financial Instability Hypothesis", *Working Paper n° 74. Annandale-on-Hudson, The Levy Economics Institute, Nueva York*.

Musgrave, R.A. y Musgrave, P.B. (1989), "Public Finance in Theory and Practice", 5ª edición, Ed. McGraw-Hill, Madrid, 1992.

Obstfeld, M. (2001), "International macroeconomics: beyond the Mundell-fleming model". *The Mundell-Fleming Lecture*, pronunciada en la First Annual Research Conference of the International Monetary Fund, 9-10 de noviembre.

OCDE (2008), "The usefulness of output gaps for policy analysis", *OECD Economic Department working paper*, 621.

Peacock, A. y Sharu, G.K. (1974), "La teoría económica de la política fiscal" *Fondo de Cultura Económica, Méjico D.F.*

Perotti, R. (2005), "Estimating the effects of fiscal policy in OCDE countries", *CEPR Discussion Paper Series*, 4842.

Phillips, A. W. (1958), "The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, 25, 283-99.

Ricardo, D. (1888), "Essay on the funding system", en *The Works of David Ricardo*. J.R. McCulloch. Ediciones John Murray, Londres.

Rodrik, D. (1997), "Has globalization gone too far?", *California Management Review*, vol. 39, no 3

_____ (2007a), "How to save globalization from its cheerleaders", *CEPR Discussion Paper Series*, 6494.

_____ (2007b), "One economics, many recipes: globalization, institutions, and economic growth". *Princeton University Press*

Röhm, O. (2010), "New evidence on the private saving offset and ricardian equivalence", *OCDE, Economic Department Working Papers*, 762.

Romer, C. y D. Romer (2008), "The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks", *NBER WP*, 13264.

Spilimbergo, A., Symansky, S. y Schindler, M. (2009), "Fiscal multipliers", *IMF SPN 09/11*

Stiglitz, J. (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, 2000, 28(6), pp. 1075-86.

_____ (2002), "El malestar en la globalización". *Santillana Ediciones Generales*, 3ª edición. Madrid.

Stock, J. y Watson, M. (2002), "Has the business cycle change and why?", *NBER WP* 9127.

_____ (2005), "Understanding Changes in International Business Cycle Dynamics", *Journal of the European Economic Association*, 3(5): 968-1006.

Sutherland, D. Hoeller, P., Égert, B. y Röhn, O. (2010), "Counter-cyclical economic policy", *OCDE Economic Department Working Paper*, 760.

Tortella, G. (2000), "La revolución del siglo XX", *Grupo Santillana de Ediciones*. Madrid.

Van der Ploeg, F. (2005), "Back to Keynes?", *CESifo Economic Studies*, Vol 51, 4, pp. 777-822.
<http://www.aearweb.org/articles.php?doi=10.1257/mac.1.1.267>

White, W. (2009), "Modern Macroeconomics is on the Wrong track", *Finance and Development*, FMI, diciembre.

Wolf, M. (2004), "Why Globalization Works", *New Haven: Yale University Press*. ISBN: 0300102526

Woodford, M. (2009), "Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 1:1, pp. 267-279.