



## El resbaladizo espacio fiscal

Discurso pronunciado por Jaime Caruana  
Director General, Banco de Pagos Internacionales

Oficina de Representación para las Américas  
Ciudad de México, 30 de noviembre de 2016

### I. Introducción

Señoras y señores, es un placer para mí poder dirigirme a ustedes en las instalaciones recién ampliadas de nuestra Oficina de Representación para las Américas aquí en Ciudad de México. Mi agradecimiento a todos por su presencia y en especial al gobernador Carstens por su continuo impulso a la cooperación de los bancos centrales de la región y su apoyo a las actividades de la nuestra Oficina.

Como algunos de ustedes ya sabrán, la Oficina se inauguró en 2002. En 2008 se creó el Consejo Consultivo para las Américas (CCA) y desde entonces la actividad de la Oficina se ha expandido considerablemente. El CCA está integrado por los Gobernadores de los ocho bancos centrales accionistas del BPI en el continente americano: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Estados Unidos, México y Perú. El CCA asesora al BPI sobre las actividades del Banco en esta región, en áreas de interés para sus bancos centrales. Además, el personal de la Oficina de las Américas, en estrecha colaboración con sus colegas de Basilea, coordina las actividades de cooperación de los bancos centrales del CCA, que se articulan a través de grupos consultivos en los ámbitos de investigación macroeconómica y de política monetaria, operaciones de banca central y estabilidad financiera<sup>1</sup>. Mi agradecimiento también a Enrique Alberola y al equipo de la Oficina por su excelente labor.

Permítanme ahora pasar al tema de mi presentación sobre lo que puede hacer la política fiscal para fomentar el crecimiento. Casi diez años después del comienzo de la Crisis Financiera, el crecimiento del producto y la inversión es aún decepcionante y los salarios reales se han estancado.

Esta evolución no parece reflejar únicamente una desaceleración cíclica, sino que sugiere la influencia de factores estructurales y las complejidades asociadas a una recesión de balances. El crecimiento de la productividad se ha debilitado en la mayoría de las economías de la OCDE, en la mayoría de los sectores y tanto para empresas pequeñas como grandes. Para la UE, el crecimiento de la productividad en la última década (2006-2015) ha sido del 0,8% anual (PIB por hora trabajada), cayendo desde el 1,7% en la década anterior. En el caso de Estados Unidos, la ralentización fue mayor: del 2,4% al 1,0%. El crecimiento de la productividad también ha disminuido en las EME, reflejo en parte de la transición desde economías industriales hacia economías de servicios. Este descenso es preocupante, al ser la productividad el principal factor de la mejora sostenible del nivel de vida.

---

<sup>1</sup> Más información en [http://www.bis.org/about/repoffice\\_americas.htm](http://www.bis.org/about/repoffice_americas.htm).



Asociado con la tendencia decreciente del crecimiento de la productividad se encuentra el desplazamiento de recursos hacia sectores de baja productividad en la fase de auge del ciclo financiero. Estudios recientes del BPI<sup>2</sup> muestran una relación significativa entre la evolución de la productividad y el ciclo financiero. En concreto, el auge del crédito anterior a la crisis contribuyó al bajo crecimiento de la productividad, al favorecer la reasignación de recursos hacia sectores intensivos en crédito con bajo crecimiento de la productividad, inflando por ejemplo el sector inmobiliario temporalmente. El impacto de la asignación deficiente de recursos en el crecimiento de la productividad es significativo y además es persistente, se mantiene tras la crisis, cuando el ciclo financiero entra bruscamente en la fase descendiente.

Para este lánguido crecimiento económico no parece existir una solución rápida y fácil. La política monetaria no es la solución a largo plazo y existe un consenso creciente en cuanto a que esta parece haber alcanzado su capacidad límite para sustentar el crecimiento económico. En América Latina, el margen de estímulo de la política monetaria es en todo caso limitado, porque la inflación ha aumentado significativamente en los últimos años—incluso con un crecimiento económico en declive— y los bancos centrales han tenido que endurecer su política monetaria para contrarrestar las presiones inflacionistas.

Con este telón de fondo, los llamamientos en favor de la actuación de la política fiscal han aumentado. Como hemos sugerido desde el BPI, es necesario un mayor equilibrio entre las distintas políticas económicas, incluida la fiscal, pero poniendo un mayor énfasis en las políticas de reformas estructurales y de saneamiento de balances. Durante la mayor parte del periodo tras la gran crisis financiera se ha dependido demasiado de la política monetaria para respaldar el crecimiento económico. Corremos el riesgo de sobrecargar la política fiscal de una forma similar, introduciendo nuevos desequilibrios en lugar de corregirlos, y creando riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera. Por ello, si bien la política fiscal puede desempeñar un papel positivo para respaldar el crecimiento, sería un error abandonar la prudencia fiscal.

Mi presentación se estructura en tres partes: primero trataré el margen disponible para el estímulo fiscal. Algunas estimaciones sugieren que existe un amplio espacio fiscal en una serie de países, pero me gustaría resaltar algunos motivos por los que es necesario valorar estas estimaciones con precaución.

Segundo, argumentaré la necesidad de tener en cuenta la interacción, potencialmente dañina, entre la deuda privada y pública. Los elevados niveles de deuda privada implican que el espacio fiscal podría ser mucho más limitado y más resbaladizo de lo que podría pensarse; es decir más difícil de cambiar de dirección y retomar una senda descendiente de la deuda.

Finalmente, destacaré políticas fiscales sostenibles que puedan ayudar el crecimiento a medio plazo apoyando reformas que favorezcan una mejor asignación de recursos y mejoras de la productividad.

## II. El espacio fiscal disponible

¿Cuál es el espacio fiscal disponible para impulsar el crecimiento? Las recientes tendencias de la deuda pública y del ajuste fiscal ofrecen una imagen mixta.

Por un lado, después de su fuerte deterioro tras la recesión de 2008-09, las posiciones fiscales en términos de saldos primarios han mejorado en la mayoría de las economías avanzadas. Los déficits primarios, que alcanzaron niveles insostenibles en algunos países como Estados Unidos y Japón, se han reducido y los tipos de interés reales han bajado a niveles muy inferiores con respecto a las tasas de crecimiento económico. Como resultado, el ritmo de crecimiento de la deuda pública se ha moderado. Por otro lado, la deuda pública ha mostrado una tendencia alcista en las economías avanzadas durante

---

<sup>2</sup> Borio, Kharroubi, Upper y Zampolli (2015).

mucho tiempo y actualmente se sitúa en niveles récord en varios países. La expansión de la deuda pública ha solido coincidir con el aumento de las transferencias sociales, que son difíciles de reducir.

La situación fiscal de América Latina es aparentemente mejor ya que los niveles de deuda son sensiblemente más bajos, pero las condiciones son ahora más complicadas debido al fin del auge de las materias primas, la desaceleración del crecimiento y el ligero endurecimiento de las condiciones financieras. Los saldos primarios se han deteriorado significativamente y la deuda ha aumentado rápidamente desde 2013.

Estimaciones recientes sugieren que varios países cuentan con un amplio espacio fiscal por estar aún lejos de su límite de deuda, es decir que tienen margen para elevar su deuda pública sin causar tensiones en el mercado ni hacer que los inversores cuestionen su credibilidad<sup>3</sup>. Estas estimaciones proponen que los límites de deuda se encuentran por encima del 150% del PIB en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido, y dado que sus niveles actuales de deuda rondan el 100% del PIB, contarían con un espacio fiscal relativamente amplio. En cambio, en Japón e Italia la respuesta fiscal estimada es insuficiente para estabilizar la deuda, lo que señalaría su falta de espacio fiscal<sup>4</sup>.

¿Hasta qué punto podemos apoyarnos en estos cálculos? Estas estimaciones deben interpretarse con precaución por varios motivos. El primero es que incluso cambios pequeños en los parámetros del modelo subyacente pueden alterar las estimaciones del límite de deuda de forma significativa (incluso un 100% del PIB).

El segundo es que los límites de deuda estimados se basan ampliamente en extrapolaciones. Pocos países han registrado niveles de deuda cercanos a los límites de deuda estimados. Los mercados financieros podrían reaccionar aumentando las primas de riesgo *mucho antes* de que se alcanzasen estos límites estimados. En suma, aunque pueda estimarse el espacio fiscal empleando un marco económico que sugiera que la deuda es sostenible, en la práctica el espacio fiscal lo determinan las percepciones del mercado y su liquidez, que son inciertas y pueden variar súbitamente. Además, la evidencia sugiere que la evaluación de los mercados es desigual y puede juzgar con mayor severidad la deuda de las economías de mercado emergentes.

El tercero es que las estimaciones de espacio fiscal a menudo pasan por alto factores que dificultan estabilizar la deuda pública. Uno de ellos es el envejecimiento de la población, que —sin medidas correctivas— tenderá a deteriorar los saldos primarios. En concreto, las estimaciones del espacio fiscal podrían no incluir los pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población o los pasivos contingentes debido a posibles crisis financieras futuras. Se estima que para una muestra de 80 economías avanzadas y de mercados emergentes, durante 1990–2014 el coste medio de los pasivos contingentes materializados fue del 6% del PIB y rozó en algunos casos el 60%<sup>5</sup>. Otro factor es la posibilidad de que los bajos tipos de interés a largo plazo, que favorecen las estimaciones del espacio fiscal en los últimos años, reflejen valoraciones insostenibles en los mercados de deuda bajo condiciones monetarias inusualmente laxas. Por estos motivos, no puede eludirse el riesgo de una subida repentina de las tasas de interés y de la reducción correspondiente de la disponibilidad de financiación y espacio fiscal<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Véase, por ejemplo, Ghosh et al (2013) y Zandi et al (2011). El límite de deuda normalmente se calcula a partir de estimaciones del máximo superávit fiscal primario medio (valor actual descontado) que un país podría soportar. Más concretamente, la función de reacción fiscal se ajusta a los datos en los que el superávit primario responde a la deuda pública, y se permite que la respuesta de las autoridades fiscales disminuya conforme aumenta la deuda. Un método reciente calcula este superávit medio a partir de datos históricos, permitiendo considerar factores políticos y económicos que impiden aumentos persistentes del superávit fiscal.

<sup>4</sup> Véase Recuadro V.B en BPI (2016).

<sup>5</sup> Véase Bova et al (2016).

<sup>6</sup> Véase por ejemplo Feroli et al (2014)

### III. Implicaciones de la deuda privada

Aunque me he centrado hasta ahora en la deuda pública, la privada reviste también importancia para el espacio fiscal. Los balances de los bancos y del sector público (y por tanto la política fiscal) están potencialmente vinculados entre sí por efectos de retroalimentación adversos. Por ejemplo, un desapalancamiento y contracción del sector financiero puede disminuir los ingresos públicos. Por su parte, el deterioro de la posición fiscal puede plantear importantes riesgos para los bancos que mantienen amplias carteras de deuda soberana, debilitando sus balances.

En esta misma línea, los diferenciales de los *derivados de crédito* (CDS) soberanos y bancarios tienden a influirse mutuamente. Los estudios muestran que los diferenciales de CDS bancarios se amplían cuando también lo hacen los diferenciales de CDS soberanos, y viceversa. Además, los diferenciales de los CDS y los efectos de retroalimentación tienden a ser mayores en países con posiciones fiscales más débiles y en aquellos con mayor proporción de deuda soberana nacional en los activos bancarios. El refuerzo mutuo de los riesgos soberano y financiero se evidenció durante la reciente crisis de la deuda en la zona del euro, y aún más cerca de aquí, en las crisis mexicanas de los años 80 y de 1994.

En este contexto, una serie de desarrollos recientes son preocupantes. En primer lugar, los niveles de deuda total global (tanto pública como privada no financiera) actualmente se encuentran en torno al 250% del PIB. Este es un nivel récord y dos terceras partes corresponden al sector privado. Las estimaciones del espacio fiscal que no contemplan la deuda del sector privado podrían estar por tanto muy sobrevaloradas. Además, los efectos de retroalimentación entre los sectores público y financiero pueden ser amplios durante periodos de tensión, planteando importantes riesgos de estabilidad macroeconómica y financiera.

En segundo lugar, en algunos casos los niveles de deuda total se mantienen altos ante la limitada e insuficiente reducción de la deuda privada agregada tras la crisis. Antes de la gran crisis financiera, una proporción importante del aumento de la deuda total en las economías avanzadas se debía al aumento de la deuda privada. La deuda del sector público ha crecido rápidamente desde entonces en este grupo de países, debido a la baja en los ingresos tributarios y al mayor gasto efectuado para responder a la desaceleración tras la crisis y, en algunos casos, al apoyo directo a instituciones financieras en dificultades. La reducción de deuda privada es necesaria para mejorar la estabilidad macroeconómica y financiera y sentar unas mejores bases para un crecimiento sostenido, pero el ajuste hasta ahora ha sido desigual. Hay señales de ajuste en Estados Unidos, en el Reino Unido, en España y en unos pocos países más, pero a nivel agregado la deuda privada ha seguido aumentando, particularmente en economías emergentes.

### IV. Políticas fiscales que fortalecen el crecimiento

En vista de la incertidumbre sobre el espacio fiscal disponible, las medidas fiscales tradicionales, encaminadas simplemente a potenciar la demanda agregada, pueden ayudar a corto plazo, pero estos beneficios serán probablemente temporales, mientras que sus costes podrían ser más persistentes. Si se utiliza y reduce significativamente el espacio fiscal, podrían aumentar las primas de riesgo y deteriorarse las condiciones financieras para el sector privado, lo cual podría conducir a su vez a una caída de la inversión privada y, con ello, del crecimiento. Además, un espacio fiscal menor supone que también es menor el margen de maniobra de la política para estabilizar la economía durante la fase baja del ciclo o en situaciones de tensión. Algo muy necesario en épocas como la presente, en la que los riesgos geopolíticos son elevados y difíciles de predecir. Más aún, una mayor carga del servicio de la deuda podría hacer necesarios mayores impuestos con efectos distorsionadores o menor gasto público productivo,



reduciendo aún más la actividad económica. Es decir, el estímulo convencional de corto plazo — aumentando la deuda pública— podría exacerbar los obstáculos al crecimiento en el medio y largo plazo<sup>7</sup>.

Al aumentar la deuda pública, el espacio fiscal podría disminuir junto a la eficacia de la política fiscal en el futuro. Por lo tanto, con el fin de potenciar sus efectos, la política fiscal puede diseñarse para que respalde el aumento de la productividad total de los factores (PTF) y del crecimiento en horizontes de más largo plazo. De hecho, medidas que fortalecen el crecimiento no necesariamente implican un mayor presupuesto o una mayor deuda. En primer lugar, la composición a largo plazo o estructural del gasto y los impuestos pueden modificarse para sustentar una inversión pública más elevada o unos impuestos con efectos menos distorsionadores. En segundo lugar, se pueden dirigir y diseñar mejor las transferencias y los impuestos existentes. En tercer lugar, sin comprometer el nivel de servicios, puede reducirse el gasto, eliminado el superfluo y mejorando la eficiencia de la administración pública. Evidentemente, la combinación exacta de las medidas dependerá de las circunstancias del país en cuestión.

En este contexto, podrían resultar útiles tres tipos de medidas fiscales: el gasto en infraestructura, unos incentivos fiscales bien diseñados, y la inversión en capital humano.

*Centrándome primero en el gasto en infraestructura*, en algunos países la infraestructura se está quedando rápidamente obsoleta, por lo que tiene que renovarse, y se precisan nuevas instalaciones para aliviar cuellos de botella. Más y mejor infraestructuras podrían incrementar los niveles de productividad y generar inversiones privadas complementarias<sup>8</sup>. Desafortunadamente, en las economías avanzadas, la inversión pública ha caído desde aproximadamente el 4% del PIB en 1980 hasta el 3% en 2014<sup>9</sup>. En las economías de mercado emergentes hay incluso más margen para invertir en infraestructura, dada su reducida disponibilidad de infraestructura física por persona en comparación con las economías avanzadas. En el caso de las infraestructuras eléctricas, la relación es de un quinto.

*En cuanto a los incentivos fiscales a la inversión*, los estudios empíricos sugieren que impuestos de sociedades más bajos y rebajas fiscales a la investigación y desarrollo podrían contribuir a la mejora de la productividad<sup>10</sup>, si por ejemplo estimulan la inversión en sectores de alta productividad. Bajar los impuestos también podría hacer más eficiente la asignación de recursos y los incentivos empresariales al mejorar la rentabilidad esperada después de impuestos.

*En lo que se refiere a la inversión en capital humano*, estudios empíricos confirman la importancia de invertir en sanidad y educación, especialmente en las economías menos avanzadas. Esta inversión puede adoptar la forma no solo de un mayor gasto en educación, sino también de rebajas fiscales o deducción de gastos en educación<sup>11</sup>.

Aumentar el gasto y reducir impuestos para potenciar el crecimiento puede requerir adoptar otras medidas compensatorias que limiten o impidan la expansión del déficit fiscal. Por ejemplo, podría ser

---

<sup>7</sup> Basados en Reinhart y Rogoff (2010), varios estudios empíricos, entre ellos Cecchetti et al (2011), encuentran una relación negativa entre la deuda pública y el crecimiento tendencial. Véase Cuadro IV.A BPI (2013). En respuesta a las críticas a literatura anterior, Chudik et al (2016) encuentran un efecto negativo significativo en países con un nivel de deuda superior al 50-60% del PIB si la deuda sigue una trayectoria creciente. Sus conclusiones son robustas ante efectos de retroalimentación del crecimiento a la deuda. Jorda, Shularick y Taylor (2016) muestran que el nivel de deuda pública amplifica los costes de una crisis financiera. A mayor deuda pública al estallar la crisis, más profunda es la recesión y más lenta la recuperación. Una deuda pública elevada podría también reducir la eficacia de la política fiscal. Ilzetzki et al (2013) demuestran que si la deuda pública es suficientemente elevada, los multiplicadores fiscales a corto plazo pueden ser pequeños o incluso negativos.

<sup>8</sup> En líneas más generales, las inversiones públicas adecuadamente dirigidas, por ejemplo en el sector de redes en la Unión Europea, podrían alentar la inversión privada. Véase OCDE (2015).

<sup>9</sup> Véase FMI (2014).

<sup>10</sup> Pombo y Galindo (2011), Vartia (2008).

<sup>11</sup> Véase por ejemplo FMI (2015).

necesario reducir otros costes o desplazar la carga tributaria a los impuestos indirectos y sobre propiedades, que habitualmente perjudican menos el crecimiento. Tendrían que redoblar los esfuerzos por ampliar las bases impositivas, combatir la evasión fiscal y mejorar la eficiencia de los servicios públicos. Y además, sería necesario reducir el aumento futuro esperado del gasto asociado al envejecimiento de la población.

La política fiscal, si se dirige adecuadamente al medio y largo plazo y se combina con reformas, puede contribuir a que la inversión pública y privada respalde la productividad, pero estas medidas no pueden sustituir a las reformas estructurales dirigidas a favorecer el crecimiento. Dichas reformas pueden facilitar la reasignación de recursos hacia sectores más productivos. Además, la política fiscal, combinada con reformas estructurales, podría amortiguar el posible efecto contractivo de corto plazo que provocan ciertas reformas.

## V. Conclusiones

¿Hasta qué punto puede la política fiscal apoyar el crecimiento? Me gustaría acabar resumiendo las ideas que he expuesto.

Como resultado del decepcionante crecimiento en muchos países, han aumentado los llamamientos en favor de una actuación más activa de la política fiscal. Sin embargo, las estimaciones del margen para el estímulo fiscal basadas en el cálculo del espacio fiscal son muy sensibles a los supuestos utilizados, están sujetas a notables incertidumbres y podrían sobreestimar el espacio fiscal. En concreto, los cambios adversos en la confianza de los mercados son difíciles de prever y podrían reducir drásticamente el espacio fiscal en la práctica. Además, la abultada deuda privada puede interactuar con la pública reduciendo el espacio fiscal y planteando riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera.

El espacio fiscal es incierto y resbaladizo en el sentido de la dificultad de retornar a una senda decreciente de la deuda pública, particularmente cuando los mercados financieros cambian su valoración y endurecen las condiciones de sostenibilidad. Por ello sería prudente no interpretar las estimaciones actuales del espacio fiscal (y los correspondientes techos de deuda) como límites que puedan ponerse a prueba sin peligro. Acercarse a estos límites puede ser muy costoso. Incluso sin llegar a considerar los gravosos impagos soberanos, episodios de tensiones severas en los mercados financieros pueden tener efectos amplios y persistentes sobre la economía real. Además, las primas de riesgo más elevadas, los impuestos más altos y el menor margen de maniobra de la política que pueden acompañar a unos niveles de deuda pública más elevados y podrían obstaculizar aún más el crecimiento en el medio y largo plazo.

La ausencia o incertidumbre sobre el espacio fiscal no excluye medidas en el ámbito fiscal que puedan impulsar el crecimiento. Mientras que los efectos del estímulo fiscal convencional podrían ser pasajeros, las medidas fiscales pueden dirigirse a apoyar y reforzar reformas estructurales que puedan contribuir al crecimiento de la productividad a medio plazo. Esta combinación de medidas fiscales y de reformas puede también reducir el riesgo de sobrecargar la política fiscal de la misma forma que se ha sobrecargado la política monetaria desde la gran crisis financiera.

## Referencias

Banco de Pagos Internacionales (2013): 83º Informe Anual 2012/13.

Banco de Pagos Internacionales (2016): 86º Informe Anual 2015/16.

Borio, Claudio, Enisse Kharroubi, Christian Upper y Fabrizio Zampolli (2016), «Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences», BIS Working Papers, n.º 534.



- Bova, Elva, Marta Ruiz-Arranz, Frederik Toscani y H. Elif Ture (2016): «The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A new dataset», IMF Working Papers 16/14.
- Cecchetti, S, M Mohanty y F Zampolli (2011): «The real effects of debt», Economic Symposium Conference Proceedings, Jackson Hole, pp 145–96.
- Chudik, A, K Mohaddes, M H Pesaran y M Raissi (2016): «Is there a debt-threshold effect on output growth?», Review of Economics and Statistics, próximamente.
- Feroli, Michael, Anil K Kashyap, Kermit Schoenholtz y Hyun Song Shin (2014): «Market Tantrums and Monetary Policy». Chicago Booth Research Paper n.º 14-09.
- Ghosh, A R, J I Kim, E G Mendoza, J D Ostry y M S Qureshi (2013): «Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies», Economic Journal, Royal Economic Society, vol. 0, pp F4-F30, 02.
- Ilzetzki, Ethan, Enrique G Mendoza y Carlos A. Végh (2013): «How big (small?) are fiscal multipliers?», Journal of Monetary Economics 60.2 (2013): 239-254.
- Fondo Monetario Internacional (2014): Perspectivas de la Economía Mundial.
- Fondo Monetario Internacional (2015): «Fiscal policy and long-term growth».
- Jorda, Ò, M Shularick y A Taylor, «Sovereigns versus banks: credit, crises, and consequences», Journal of the European Economic Association, febrero de 2016.
- OCDE (2015): The future of Productivity.
- Pombo, Cristina y Arturo Galindo (2011): «Corporate Taxation, Investment and Productivity: A Firm Level Estimation», Journal of Accounting and Taxation, 5(7), 158-161.
- Reinhart, C y K Rogoff (2010): «Growth in a time of debt», American Economic Review, vol 100, n.º. 2, pp 573–78.
- Vartia, Laura (2008): «How do Taxes Affect Investment and Productivity? An Industry-Level Analysis of OECD Countries» OECD Economics Department Working Paper n.º 656.
- Zandi, Mark, Xu Cheng y Tu Packard (2011): «Fiscal space». Moody's analytics report.