

Francisco de Castro Fernández*
Carlos Martínez Mongay**
Javier Yániz Igal*

LAS RESPUESTAS DE POLÍTICA FISCAL A NIVEL INTERNACIONAL

El estallido de la pandemia de COVID-19 ha supuesto una considerable contracción económica global, si bien la magnitud del impacto ha sido desigual. Sin embargo, la respuesta de las políticas económicas a la crisis ha sido fulgurante y de una magnitud sin precedentes en el pasado reciente. En su conjunto, la contribución del componente discrecional a la respuesta fiscal ha sido más elevada en EE UU que en la eurozona. Mientras en Estados Unidos podría suponer el aumento de tamaño del estado del bienestar, en la zona euro podría representar un avance significativo en la construcción de la Unión Fiscal y en la mejora de la gobernanza económica.

Fiscal policy responses at the international level

The outbreak of the COVID-19 pandemic has caused a considerable global economic contraction, although the magnitude of the impact has been uneven. However, the response of economic policies to the crisis has been dazzling and of an unprecedented magnitude in the recent past. Overall, the contribution of the discretionary component has been larger in the United States than in the eurozone. While in the United States it could mean an increase in the size of the welfare state, in the eurozone it could represent a significant advance in the construction of the Fiscal Union and in the improvement of economic governance.

Palabras clave: COVID-19, respuesta fiscal, estímulo fiscal.

Keywords: COVID-19, tax response, fiscal stimulus.

JEL: E30, E61, H12, H30.

* Comisión Europea. Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros.

Contacto: francisco.de-castro@ec.europa.eu y javier.yaniz-igal@ec.europa.eu

** Director, ECOMOD.

Contacto: carlos.martinez@ecomod.net

Queremos agradecer la revisión y los comentarios de un evaluador anónimo que han contribuido de manera significativa a mejorar el presente artículo.

Versión de enero de 2022.

<https://doi.org/10.32796/ice.2022.924.7348>

1. Introducción

La crisis del COVID-19 es global y de origen no económico. Esta vez el *shock* no tiene nada que ver con desequilibrios acumulados de tipo económico, financiero o fiscal. Tampoco parece ser la consecuencia de errores de política económica. Sin embargo, sus efectos tienen un carácter asimétrico. El impacto económico del COVID-19 depende de factores estructurales específicos de cada país. Pero no solo. El impacto final, es decir, la duración e intensidad del daño infringido al producto y crecimiento potenciales dependen en gran medida de la respuesta de las autoridades monetarias y fiscales. Este artículo compara la respuesta de las autoridades fiscales a nivel internacional, poniendo un énfasis especial en la comparación entre la eurozona (EZ) y los Estados Unidos (EE UU).

La recesión que la pandemia provocó en la primera mitad de 2020 no fue solo global, también lo fue de proporciones históricas. Aunque los brotes iniciales se produjeron en Wuhan, China, a finales de 2019, los efectos económicos de la pandemia empezaron a sentirse en el primer trimestre de 2020, tanto por el parón en el comercio internacional como por los efectos de los confinamientos desde el principio de marzo. Comparado con el cuarto trimestre de 2019, en el primero de 2020 el Producto Interior Bruto (PIB) se contrajo un 1,3 % en los EE UU y un 3,8 % en la EZ. Pero lo peor estaba por venir. La caída de la actividad en el segundo trimestre alcanzó el 9 % en los EE UU, el 11,6 % en la EZ, más del 8 % en Japón y casi un 20 % en el Reino Unido (RU). En España la contracción registrada en el segundo trimestre quedó próxima al 18 %. En China, sin embargo, el PIB cayó un 9,5 % en el primer trimestre de 2020, para repuntar casi un 11 % en el segundo.

La naturaleza del *shock*, sus efectos sanitarios y la profundidad del impacto económico, no dejaron elección a los responsables de la política económica. La lucha contra la pandemia requería utilizar todos los recursos disponibles, incluyendo el endeudamiento,

para, en primer lugar, controlar la infección y, en segundo lugar, mitigar el desastre económico¹. El primer objetivo exige financiar todos los gastos médicos directos e indirectos, incluyendo la producción e inoculación de vacunas. Aunque el nivel de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia es elevado, este objetivo parece prácticamente alcanzado en la mayoría de las economías avanzadas, junto con China, pero no a nivel global. Alcanzar el segundo objetivo parece menos inmediato y sobre todo más incierto, pues incluso en las economías avanzadas todavía es pronto para determinar hasta qué punto las medidas monetarias y fiscales implementadas son suficientes y adecuadas para preservar el producto potencial y/o su crecimiento.

La adecuación de las medidas tiene consecuencias para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Si las medidas fiscales fueran efectivas, la vuelta a niveles de actividad y crecimiento pre-COVID-19 contribuirían a reducir los ratios de deuda, aliviando así la presión sobre las finanzas públicas. Sin embargo, si no lo fueran, o si hubiesen financiado nuevo gasto permanente, la presión sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas aumentaría.

Este trabajo se articula a lo largo de seis apartados. El apartado 2 sintetiza los efectos presupuestarios de la pandemia a nivel global. En el apartado 3 se discute la respuesta en la eurozona excluyendo el Next Generation EU (NGEU). El apartado 4 discute en detalle la reacción en los EE UU, sin incluir el American Jobs Plan (AJP) ni el American Families Plan (AFP), cuya tramitación parlamentaria está en proceso. Las posibles implicaciones de estos dos planes, así como del NGEU, se discuten en el apartado 5, forzosamente especulativo, sobre los posibles cambios de paradigma fiscal a ambos lados del Atlántico. Y, por último, en el apartado 6 expondremos las conclusiones.

¹ Véase, entre otros, Blanchard (2020) y Krugman (2020), quienes, desde los primeros momentos de la pandemia, discutieron las características de la crisis y, especialmente, el papel preponderante que la política fiscal debería jugar en su solución.

2. Crisis y recuperación en la economía global. El impacto presupuestario

La pandemia provocó una crisis a nivel global sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial. De acuerdo con los últimos datos publicados por el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2021), la pandemia provocó una contracción del PIB mundial del 3,1 % en 2020, frente a un crecimiento del 2,8 % en el año precedente, lo que representa una pérdida de crecimiento de casi 6 puntos. La COVID-19 supuso, asimismo, una fuerte perturbación en los intercambios comerciales a nivel global. Las importaciones totales de bienes y servicios mundiales sufrieron una caída del 9 % en 2020.

El impacto económico fue especialmente acusado en la EZ, reflejado en una caída del PIB anual del 6,3 %, debido a las fuertes restricciones a la actividad y a la movilidad adoptadas en buen número de sus miembros. La pérdida respecto a la senda de crecimiento de 2019 es de casi 8 puntos. Por su parte, el impacto en el Reino Unido (RU), donde las distorsiones generadas por el Brexit se suman a las de la pandemia, el PIB registró una contracción del 9,8 % en 2020 frente a un crecimiento del 1,4 % el año precedente. La adopción de medidas menos restrictivas en EE UU limitó la contracción del PIB al 3,4 %, lo que representa una pérdida de crecimiento próxima a los 6 puntos. El impacto en Japón fue algo más limitado, con una caída del PIB del 4,6 % tras el casi estancamiento en 2019. En su conjunto, las economías avanzadas experimentaron una contracción de su PIB del 4,5 %, 6 puntos porcentuales menos que en 2019.

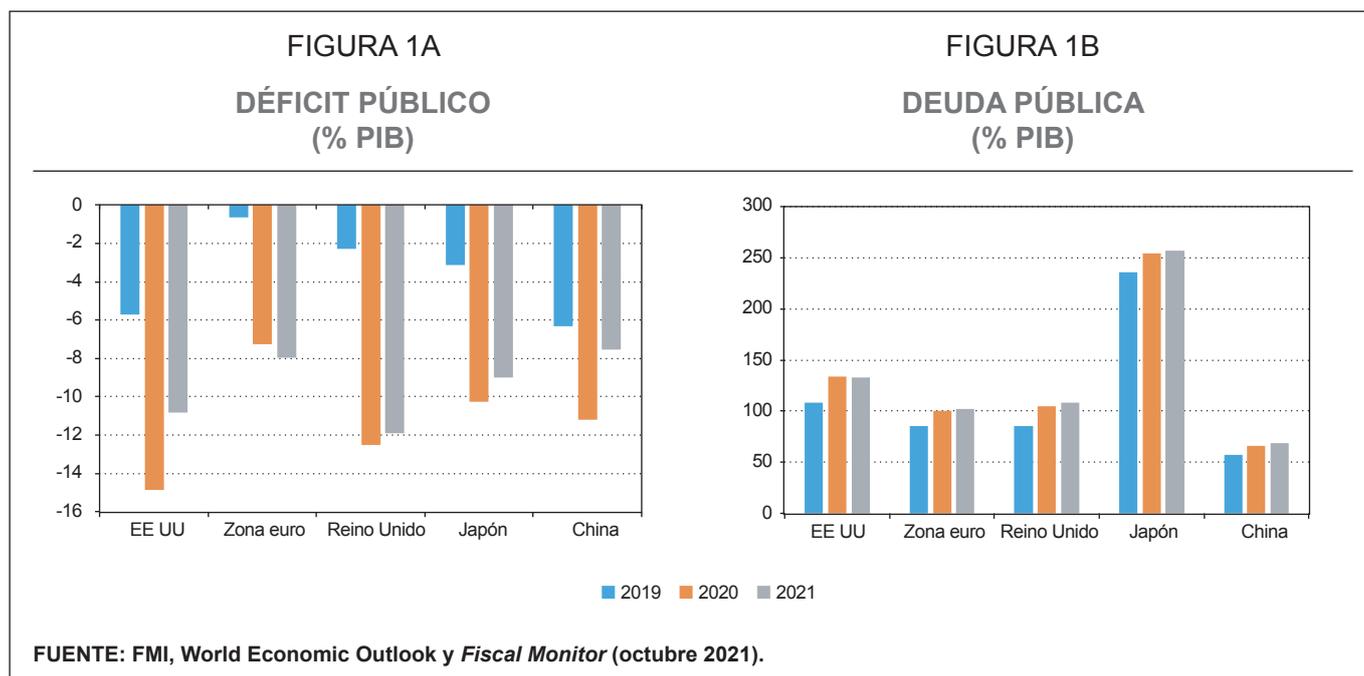
El conjunto de las economías emergentes sufrió una pérdida similar respecto de su senda de crecimiento. Sin embargo, en China, pese a lo restrictivo de las medidas aplicadas al principio de la pandemia, el PIB se expandió en un 2,3 % en el conjunto de 2020, una desaceleración de algo menos de cuatro puntos con respecto a 2019.

Las diferencias entre los distintos países no son solamente notables en términos del impacto económico de

la pandemia. También llaman la atención las acusadas diferencias en cuanto a la intensidad de la recuperación. De acuerdo con las proyecciones del World Economic Outlook (WEO) de octubre 2021, el PIB mundial se expandirá un 5,9 % en 2021. EE UU se espera que crezca un 6 %, frente al 5 % de la EZ, el 2,4 % de Japón, el 6,8 % del Reino Unido o el 8 % de China. El conjunto de las economías avanzadas crecería así un 5,2 %, frente al 6,7 % de las economías emergentes.

Las notables diferencias respecto a la magnitud de la perturbación, así como de la velocidad de la recuperación, tienen que ver con un variado conjunto de factores, tales como la estructura productiva, la intensidad y duración de las medidas de limitación de la actividad y las políticas económicas adoptadas para paliar sus efectos. En este sentido, existe una correlación significativa entre el impacto económico de la pandemia y el porcentaje que representan las actividades que implican un elevado grado de contacto físico en el total del valor añadido (véase Muggenthaler *et al.*, 2021), lo que, dentro de la EZ, puede explicar en buena medida la profundidad de la recesión en países como Italia, Grecia o España. Asimismo, un mayor peso de estos sectores ha podido favorecer la transmisión, obligando a adoptar medidas de restricción a la movilidad más estrictas. Las restricciones a la movilidad fueron menos intensas en EE UU que en el conjunto de la EZ, lo que contribuye a explicar una recesión menos acusada al otro lado del Atlántico, aunque a costa de una mayor pérdida en vidas humanas.

Indudablemente, las políticas económicas desplegadas desempeñan un papel fundamental a la hora de explicar tanto la profundidad de la crisis como la intensidad de la recuperación. Por una parte, los principales bancos centrales, reaccionaron con celeridad y de forma contundente mediante programas de adquisición de activos o las inyecciones de liquidez. Según el *Financial Stability Report* del FMI de octubre 2021, los bancos centrales de las economías avanzadas, incluyendo la Reserva Federal, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra, han



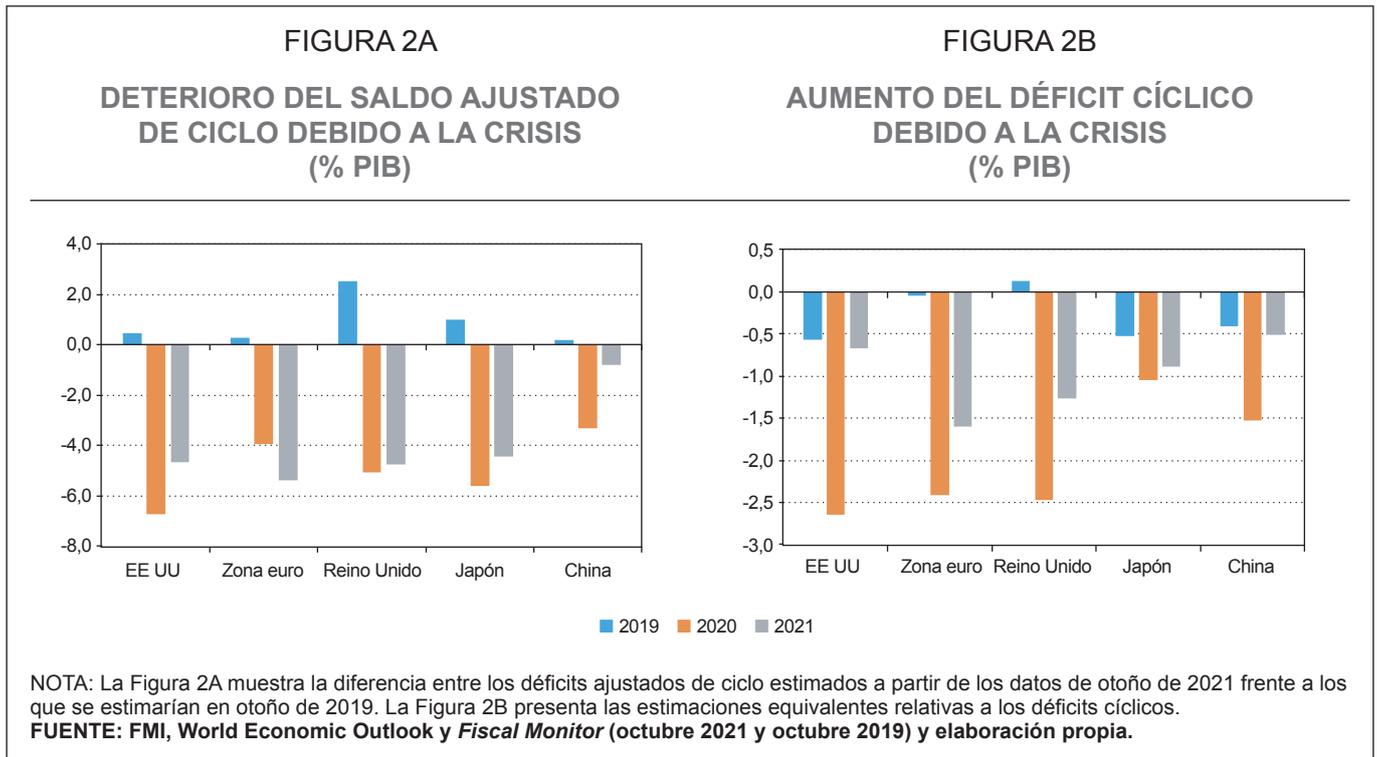
doblado sus balances desde el principio de la pandemia, llegando al 60 % del PIB, lo que representaría un 40 % de la deuda total. Sin embargo, posiblemente la capacidad de maniobra no haya sido la misma para todos ellos. Tanto la Reserva Federal, como el Banco de Inglaterra o el Banco Central de China redujeron los tipos de intervención, mientras que el BCE había alcanzado la «cota cero» —zero lower bound, ZLB—, por lo que el impulso monetario podría haber sido algo menor².

La política fiscal ha sido un elemento clave en la respuesta a la presente crisis. Se han desplegado cuantiosos programas fiscales de emergencia y recuperación que han mitigado en gran medida los efectos de la crisis, lo que se ha traducido en acusados incrementos de los déficits y deuda públicos (véanse las Figuras 1A y 1B). Entre 2019 y 2020, el déficit aumentó en 9,1 puntos de PIB en EE UU, 6,6 puntos en la EZ, 10,2 en el RU, 7,2 en Japón y 4,8 puntos en China. Asimismo, los aumentos en la deuda pública se situaron entre los 25,5 puntos en

EE UU y los 14,2 en la EZ, mientras que en China solo alcanzó 9 puntos de PIB. A lo largo de la presente crisis, la deuda pública en Estados Unidos, Japón y el Reino Unido aumentará, previsiblemente, en más de 20 puntos del PIB, comparado con 16 puntos de PIB en la EZ.

Las diferencias en la respuesta fiscal son notables. Para estimar de forma más precisa los efectos presupuestarios de la pandemia más allá de la simple variación de los déficits presupuestarios de un año a otro, es interesante comparar los déficits estimados en otoño de 2021 (*Fiscal Monitor* del FMI de octubre 2021) para los años 2020 y 2021 con los que se proyectaron en otoño de 2019 (*Fiscal Monitor* del FMI de octubre 2019) para esos mismos años. La diferencia entre ambos conjuntos de estimaciones permite aislar los deterioros presupuestarios producidos por las medidas discrecionales adoptadas contra los efectos económicos de la pandemia y el empeoramiento de la situación macroeconómica (déficit cíclico). Siguiendo esta lógica, la Figura 2A muestra la diferencia entre los déficits ajustados de ciclo estimados en octubre de 2021 frente a los previstos en octubre de 2019, antes

² Los efectos de la intervención de los bancos centrales se analizan en otro artículo de este mismo monográfico.



del estallido de la pandemia. La Figura 2B realiza una comparación similar para el saldo cíclico para aproximar la respuesta debida al funcionamiento de los estabilizadores automáticos³.

Como muestra la Figura 2A, en 2020 la respuesta fiscal discrecional en EE UU ha sido más potente que para el conjunto de la EZ. Dicha respuesta discrecional ha sido responsable de casi el 72 % del deterioro total del déficit en EE UU, algo mayor que en la EZ (62 %). Esta comparación evidencia una respuesta fiscal discrecional incluso más intensa en los casos del Reino Unido y, especialmente, en Japón representando más de tres

cuartos del aumento total del déficit en dichos países, mientras que en China fue algo inferior a los EE UU, pero superior a la EZ.

La EZ en su conjunto dispone de unos estabilizadores automáticos ligeramente más potentes⁴, ligados a sus sistemas impositivos y de protección social. Como se discute en el apartado 3, la activación de la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) ha permitido su pleno funcionamiento. La Figura 2B muestra el impulso total proporcionado por dichos estabilizadores automáticos (estimados a través del deterioro del saldo cíclico). Para 2020, estos estabilizadores automáticos han representado alrededor de un 38 % del aumento del déficit público en la EZ, frente al

³ De cara a facilitar la comparación entre los diferentes países, los saldos cíclicos se han calculado aplicando las semielasticidades estimadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (véase Price *et al.*, 2015) a los *output gaps* estimados por el FMI en 2019 y 2021, respectivamente. Los saldos ajustados de ciclo se han obtenido como diferencia entre los saldos de las Administraciones públicas previstos por el FMI y dichas estimaciones del componente cíclico. Para este trabajo no se pueden usar los datos de la Comisión, ya que esta institución calcula los balances estructurales solo para los Estados miembros (EE MM).

⁴ Las estimaciones de la OCDE (Price *et al.*, 2015) muestran una semielasticidad del saldo de las Administraciones públicas al *output gap* de 0,5 en el caso de EE UU, frente a un 0,56 en el caso de la zona euro. Sin embargo, en el caso de EE UU esta semielasticidad se ha revisado sustancialmente al alza frente al 0,34 según las anteriores estimaciones de 2005.

28 % en EE UU. La contribución de los estabilizadores automáticos al impulso fiscal en el Reino Unido y Japón habría sido muy inferior que en los dos casos anteriores.

Además, como se detalla más adelante, la composición del impulso fiscal ha sido diferente a ambos lados del Atlántico, más concentrado en el apoyo directo a hogares y empresas en los EE UU, y con un mayor énfasis en la provisión de garantías sobre préstamos en la EZ. El mayor impulso fiscal total en 2020 podría, en parte, explicar la menor profundidad de la recesión al otro lado del Atlántico. Por su parte, en China se anunciaron aproximadamente 4,9 billones de RMB (o 4,7 % del PIB) de medidas fiscales discrecionales.

El aumento del déficit en la EZ en 2021 reflejado en la Figura 1A se debería al tono expansivo de la política fiscal discrecional al albur de los planes de recuperación, tal y como revela la Figura 2A. Se prevé que dicha política fiscal discrecional suponga alrededor de un 77 % del impulso fiscal total. Sin embargo, el impulso real derivado de la respuesta discrecional de la EZ en 2021 podría ser incluso superior a lo que indicaría el aumento del déficit ajustado de ciclo frente a las previsiones realizadas antes del estallido de la pandemia, ya que una buena parte de los planes de recuperación se financiará con fondos europeos, cuyas transferencias no afectan a los balances presupuestarios.

Para el conjunto de 2020 y 2021, el componente discrecional supondría de media casi un 80 % del impulso fiscal en el caso de EE UU, frente a casi un 70 % en la EZ. Por su parte, en el Reino Unido y Japón este impulso discrecional supondría alrededor del 85 %, mientras que en China se situaría en un 65 %, inferior a los casos anteriores.

Consistente con la intensidad de los impulsos fiscales, la demanda interna es el principal motor de la recuperación, tanto en EE UU como en la EZ. La mejora de la situación del mercado laboral y la disminución de la incertidumbre parecen estar resultando claves de cara a reforzar la confianza de los consumidores. Sin embargo, a nivel agregado este aumento de la confianza no parece traducirse en un gasto del ahorro acumulado durante la

pandemia, ya que, según las previsiones de otoño de la Comisión Europea, se prevé que la tasa de ahorro de los hogares converja gradualmente a los niveles de 2019, pero siempre por encima de aquellos⁵. También la inversión debería beneficiarse de un fuerte crecimiento de la demanda, de unas condiciones de financiación favorables, de la reducción de la incertidumbre y del impulso que proporcionan los paquetes fiscales.

Pese a que la economía global se está recuperando más rápidamente de lo previsto, los riesgos a la baja no son despreciables. Estos están relacionados principalmente con la propagación del virus y sus posibles mutaciones, así como con cuellos de botella en las cadenas de suministros. La pandemia sigue constituyendo una amenaza global para la salud ya que los avances en la vacunación solo son patentes en un reducido número de países, incluidos la Unión Europea (UE) y EE UU. Por otro lado, el flujo de ciertos productos como los semiconductores se ve obstaculizado por las interrupciones en las cadenas de producción en países de Asia y del Pacífico en los que la pandemia aún no ha sido controlada. A esto se añade la fortaleza de la demanda en las economías avanzadas, potenciada por los estímulos fiscales, y la aceleración de la digitalización y la transición energética. Por el lado de la oferta, cabe también añadir la escasez de mano de obra en algunos sectores. Estos elementos, junto con los abultados paquetes de estímulo fiscal

⁵ Una recuperación del consumo privado sustentada por la desacumulación del ahorro, en buena medida involuntario, registrado durante 2020 (demanda embalsada) requeriría una caída temporal de la tasa de ahorro por debajo del nivel observado antes del estallido de la pandemia. Sin embargo, según las previsiones de primavera de la Comisión Europea, en la EZ la tasa de ahorro de los hogares pasó del 12,9 % de la renta bruta disponible en 2019 al 19,7 % en 2020. Según estas previsiones, dicha tasa de ahorro se reduciría solo hasta el 18,1 % en 2021, hasta el 14,5 % en 2022 y hasta el 13,7 % en 2023, siempre por encima de los niveles prepandemia. En EE UU y el Reino Unido la tasa de ahorro de los hogares muestra una dinámica muy similar. Conviene sin embargo señalar que estas cifras agregadas pueden enmascarar importantes efectos composición. El aumento del ahorro podría haber tenido lugar en mucha mayor medida entre los hogares con rentas más elevadas y con una menor propensión marginal al consumo. En estos casos, no es esperable que se produjese una recuperación del consumo sustentada en parte por la demanda embalsada en 2020. Por el contrario, entre los hogares con rentas más modestas, parece bastante factible que el ahorro acumulado durante 2020 se gastase en 2021 o incluso 2022.

que proporcionan un potente impulso a la demanda agregada, están ocasionando un repunte considerable de la inflación a nivel global. Si bien se espera que sea transitorio, el desencadenamiento de una espiral de precios y salarios podría comprometer la recuperación.

3. La respuesta de la Unión Europea

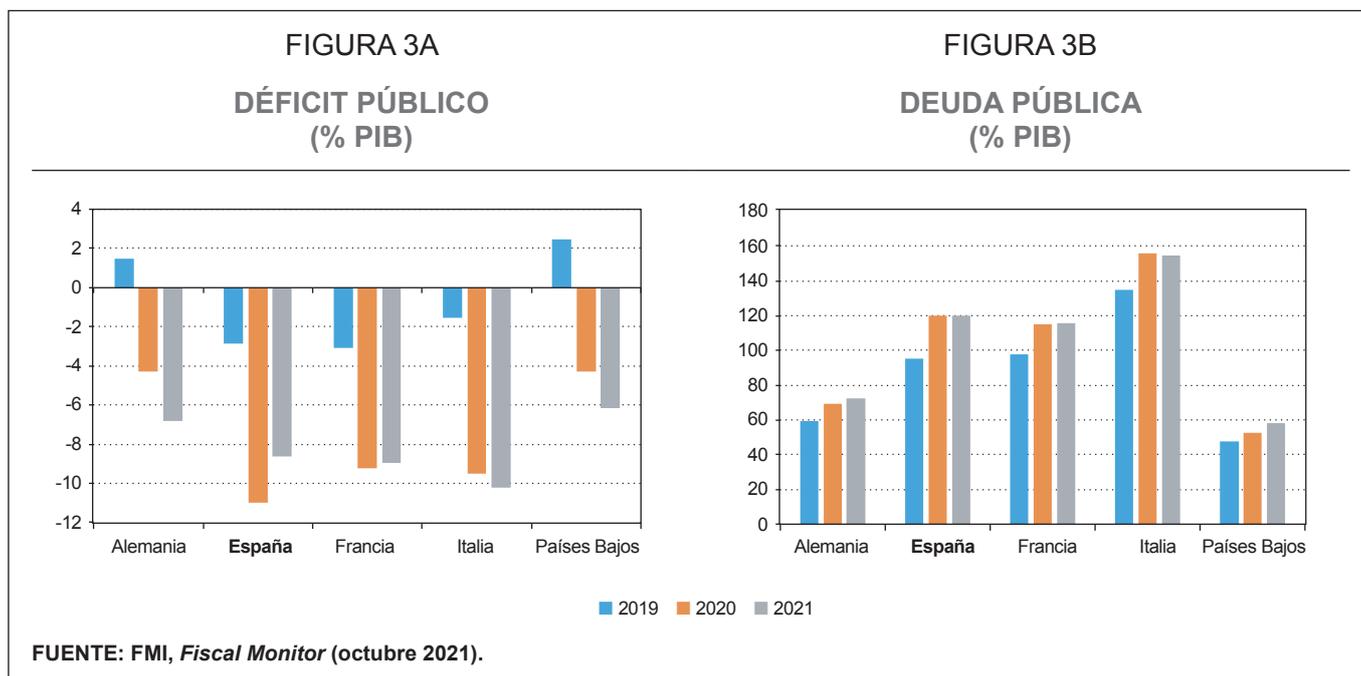
Las implicaciones económicas de la pandemia han cambiado la narrativa típica de las crisis registradas en la UE, especialmente la financiera de 2008. En primer lugar, el COVID-19 es un *shock* exógeno a la Unión y a cada uno de sus Estados miembros. Es decir, las cuestiones de azar moral deberían quedar excluidas. En segundo lugar, dada la situación de partida, caracterizada por una política monetaria muy acomodativa, que ya se había situado en el «zero lower bound» (ZLB) antes de la crisis, se hacía necesaria una reacción conjunta de las políticas monetarias, fiscales y estructurales. Y, en tercer lugar, la coordinación horizontal de la política fiscal entre Estados ya no era suficiente. Para algunos Estados miembros, dado su margen fiscal de partida, afrontar las consecuencias de la pandemia estaba más allá de sus posibilidades. No era una cuestión de mejores o peores estudiantes, sino de estudiantes con más o menos recursos. Se hacía necesaria una capacidad fiscal conjunta de la UE.

Esta vez la respuesta de la UE está siendo diferente (Comisión Europea, 2020a). En primer lugar, las reglas fiscales no han sido un obstáculo para el sostén presupuestario de la demanda agregada. La cláusula de salvaguardia prevista en el PEC fue activada en marzo de 2020 (Comisión Europea, 2020b), y sigue así, lo que permite a los EE MM en el brazo preventivo del PEC —como era el caso de todos los miembros de la EZ en 2019— desviarse de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo de equilibrio presupuestario a medio plazo (MTO, por sus siglas en inglés). Ello no solo permite el pleno funcionamiento de los estabilizadores automáticos, sino implementar medidas fiscales discrecionales sin violar los preceptos del Pacto. Por otro lado, aunque la cláusula

de escape no deja en suspenso el brazo correctivo del PEC, pues la obligación de evitar y corregir los déficits excesivos es un precepto consagrado en los Tratados (artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, TFEU, por sus siglas en inglés), las reglas fiscales permiten que la Comisión no emita un informe concluyente sobre la existencia de déficits excesivos al considerar la excepcionalidad de la situación. Al igual que se hizo en 2008, en marzo de 2020 la Comisión flexibilizó el régimen de ayudas de Estado para facilitar el acceso de las empresas a garantías, préstamos e inyecciones de capital (Comisión Europea, 2020c).

La respuesta de otras instituciones comunitarias e intergubernamentales también está siendo proporcional a la emergencia provocada por la pandemia. El BCE reaccionó muy al principio de la crisis, el 19 de marzo de 2020, extendiendo la compra de bonos en el mercado secundario mediante el programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés). El PEPP se ha ampliado varias veces y en la actualidad alcanza 1,85 billones de euros. A ello cabría añadir los 120.000 millones restantes del previamente existente programa de compras de activos (APP, por sus siglas en inglés), así como el compromiso de reinvertir los ingresos de las ventas de bonos hasta el fin de 2023 y mantener las operaciones de financiación a largo plazo (LTROs, por sus siglas en inglés) al -1 %. Estos programas están proporcionando un potente soporte a los miembros de la EZ en los mercados financieros, manteniendo los mercados de deuda abiertos y las primas de riesgo históricamente bajas.

El 23 de abril, en el seno del Consejo se aprobó un paquete de medidas que representan medio billón de euros. En primer lugar, la Comisión contribuyó con 70.000 millones de euros en transferencias directas del presupuesto comunitario. En segundo lugar, el Consejo aprobó un programa de garantías hasta un montante de 100.000 millones de euros para financiar programas de empleo temporal, tales como los *kurtzarbeit* alemanes o los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) españoles. Es el Instrumento de Apoyo



Temporal para Mitigar los Riesgos de Desempleo en una Emergencia (SURE, por sus siglas en inglés), del que España ha recibido más de 21.000 millones.

El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) puso encima de la mesa una línea de crédito para financiar medidas contra la pandemia —el llamado Pandemic Crisis Support (PCS)— basado en las líneas de crédito con condiciones reforzadas (ECCL, por sus siglas en inglés). El PCS se puede utilizar con la sola condición de financiar gastos médicos directos e indirectos para luchar contra la infección con un límite del 2 % del PIB del Estado miembro solicitante. El total representaría unos 240.000 millones. Finalmente, el Banco Europeo de Inversiones (BEI) estableció líneas de crédito para las pymes por un valor de 200.000 millones de euros. Si a estas cifras se añaden las medidas fiscales discretionales implementadas por los EE MM en 2020 y los 2,5 billones en medidas de liquidez y préstamos concedidos también a nivel nacional en esquemas aprobados mediante el marco temporal de ayudas de Estado, se llega a un paquete global de 3,7 billones de euros en 2020. Una reacción, en fin, diferente, como correspondía a una situación extraordinaria.

Obviamente, este paquete de medidas aprobadas en la UE se financia con deuda pública. Los programas de compra de deuda por parte del BCE mantienen abiertos los mercados y reducen la prima de riesgo, pero no reducen la deuda de forma significativa. El SURE son garantías concedidas por el Consejo a los EE MM, mientras que el PCS del MEDE, aunque no ha sido utilizado, también consiste en préstamos. Análogamente, las políticas expansivas implementadas por los Estados miembros se han financiado con deuda, como se financiarán los préstamos a las empresas y, en su caso, las garantías no liberadas y las inyecciones de liquidez no devueltas. Tan solo los 70.000 millones de la Comisión en transferencias del presupuesto comunitario, y los 200.000 millones del BEI, que van a las empresas, no se añaden al *stock* de deuda pública.

Según las previsiones del FMI publicadas en el *Fiscal Monitor* de octubre de 2021, los abultados déficits públicos han provocado un aumento de la deuda de la EZ de casi 15 puntos de PIB en 2020 y dos puntos más en 2021, cuando se situará por encima del 100 % del PIB (véanse las Figuras 3A y 3B). Sin embargo, la intensidad

FIGURA 4A

DETERIORO DEL SALDO AJUSTADO DE CICLO DEBIDO A LA CRISIS (% PIB)

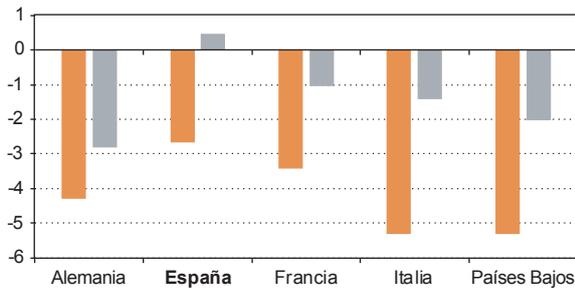
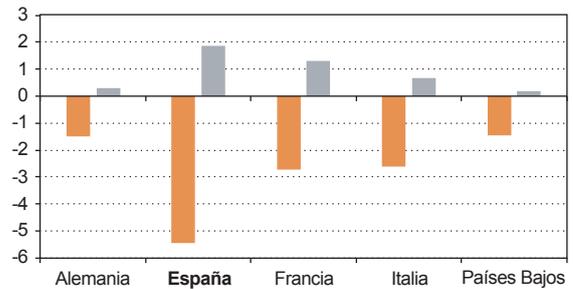


FIGURA 4B

AUMENTO DEL DÉFICIT CÍCLICO DEBIDO A LA CRISIS (% PIB)



■ 2020 ■ 2021

NOTA: La Figura 4A muestra la diferencia entre los déficits ajustados de ciclo estimados a partir de los datos de otoño de 2021 frente a los que se estimarían en otoño de 2019. La Figura 4B presenta las estimaciones equivalentes relativas a los déficits cíclicos.

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook* y *Fiscal Monitor* (octubre 2021 y octubre 2019) y elaboración propia.

en la respuesta fiscal ha sido desigual. Los incrementos de déficits y deuda en España, Francia e Italia en 2020 han sido mucho más acusados que en Alemania o Países Bajos debido a la mayor incidencia de la pandemia en aquellos. Sin embargo, en 2021 se prevé que el déficit público se reduzca significativamente en España y, en menor medida, en Francia, mientras que seguiría aumentando en Alemania, Italia y Países Bajos. La deuda pública no experimentaría ningún retroceso significativo en ninguna de las grandes economías de la EZ.

Si bien, una parte significativa del aumento observado en los déficits públicos tiene que ver con el funcionamiento de los estabilizadores automáticos, las medidas adoptadas para combatir los efectos económicos de la pandemia e impulsar la economía han sido de una magnitud considerable. Entre ellas cabe una mención especial a los programas de regulación temporal de empleo. Estos programas han amortiguado considerablemente los efectos en los mercados de trabajo. Mientras que los subsidios clásicos de desempleo

se consideran estabilizadores automáticos y entran en el componente cíclico del déficit público, el caso de los programas de regulación temporal de empleo no está exento de polémica. Si bien en algunos países estos programas funcionan de forma automática o casi, en otros países, como es el caso de España, se podrían considerar como medidas discrecionales pues no forman parte del marco permanente de los subsidios de desempleo. En este caso, las mediciones usuales de la contribución de los estabilizadores automáticos resultarían en una infraestimación de la respuesta discrecional.

Al igual que la Figura 2 (A y B), la Figura 4 (A y B) muestra la diferencia entre las componentes discrecionales y cíclicas de los déficits públicos estimados en octubre de 2021 frente a los previstos en octubre de 2019, para aproximar las respuestas fiscales discrecionales y las respuestas debidas al funcionamiento de los estabilizadores automáticos. En el caso de España la respuesta discrecional es la más reducida entre las grandes

economías de la EZ. Según estas estimaciones, la respuesta discrecional de media para 2020 y 2021 supondría aproximadamente un 43 % del impulso fiscal total, mientras que en Alemania se estimaría en un 81 %, 69 % en Francia, 64 % en Italia o 76 % en Países Bajos.

4. La reacción en los EE UU

Al igual que en Europa, Estados Unidos reaccionó con decisión a la crisis, tanto adoptando medidas de emergencia y estímulos fiscales por parte del Gobierno, como importantes medidas de política monetaria por parte de la Reserva Federal tales como bajadas de los tipos de interés o programas de expansión cuantitativa.

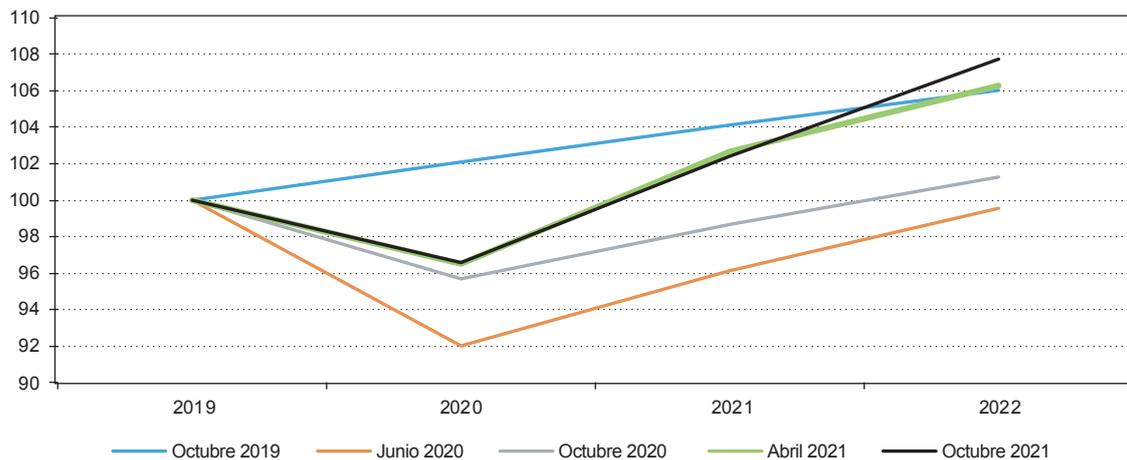
Sobre el papel, el conjunto de medidas fiscales adoptadas tanto en 2020 como en 2021 representarían un montante no lejano de los 3 billones de dólares cada año. Estas medidas no incluyen las inversiones a más largo plazo, que están todavía en discusión y cuyas líneas maestras serán presentadas en el apartado 5. La información disponible hasta la fecha no permite reconciliar esos montantes con los saldos nominales y cíclicos de EE UU discutidos en el apartado 2. Entre otras razones, la discrepancia residiría en elementos tendenciales incluidos en los programas.

El estímulo fiscal en Estados Unidos es el resultado de un conjunto de medidas aprobadas a lo largo de más de un año desde marzo de 2020, e implementadas por dos Administraciones distintas, la pasada de Trump y la actual de Biden. Justo al inicio de la pandemia hubo dos paquetes de urgencia de presupuesto relativamente limitados (orden de magnitud de miles de millones de dólares) aprobados respectivamente el 6 y el 18 de marzo de 2020, cuyos objetivos se centraban en la lucha contra la infección, incluyendo la financiación para la investigación de la vacuna, test COVID, y medidas de lucha contra la propagación del virus, así como apoyo alimentario a las familias vulnerables, apoyo a las empresas para cubrir bajas por enfermedad de sus empleados, y ayuda a los Estados federales para financiar el seguro de desempleo.

El 27 de marzo de 2020 se aprobó un tercer paquete mucho más ambicioso; de hecho, el más grande jamás diseñado para ayudas de tipo individual en los EE UU, la llamada Ley de Ayuda, Alivio y Seguridad Económica por el Coronavirus (CARES, por sus siglas en inglés). Ha destinado 2,3 billones de dólares a una multitud de iniciativas fundamentalmente dirigidas a hogares y empresas, es decir, a mitigar el desastre económico. La ley CARES incluía un pago único directo de 1.200 dólares por adulto y 500 dólares por niño, así como mayor protección del seguro de desempleo, incluyendo a los autónomos y un aumento de 600 dólares a la semana por parado hasta final de julio de 2020. También incluyó medidas que facilitaban la retirada de dinero en metálico de los bancos y los cambios en las hipotecas y moratorias en caso de impago, en concreto un respaldo federal de 180 días. En lo que se refiere a las empresas, se dedicaron 500.000 millones de dólares a préstamos para aquellas afectadas directamente por la pandemia, así como cerca de 400.000 millones de dólares para préstamos y subvenciones exclusivamente dedicados a pymes.

La ley CARES también dedicó más de 100.000 millones de dólares a hospitales y proveedores sanitarios, unos 150.000 millones en transferencias a Gobiernos estatales y locales, así como unos 50.000 millones de dólares para educación (colegios y universidades). Como algunos de los programas incluidos en la ley CARES tenían fecha de caducidad, el 24 de abril de 2020 se aprobó un paquete adicional de apoyo (fase 3.5) con un montante de casi 500.000 millones de dólares. En su mayor parte se dedicó a las ayudas a empresas, especialmente a las pymes. Una serie de medidas complementarias se dirigieron para facilitar a hogares y empresas la recepción de las ayudas contempladas en la ley CARES, así como la ampliación de los plazos para pagar determinados impuestos, o la suspensión de los pagos de intereses de los préstamos a estudiantes. Otra serie de paquetes fueron adoptados en verano, completando la red de protección social con medidas como el programa de apoyo por salarios perdidos (44.000 millones), entre otros.

FIGURA 5
PIB EE UU
(2019 = 100)



FUENTE: FMI, World Economic Outlook entre octubre 2019 y octubre 2021.

Un cuarto paquete fue aprobado por el Congreso el 21 de diciembre de 2020 por un monto de 900.000 millones de dólares en el marco de la ley presupuestaria (Ley «Ómnibus»). En línea con los planes anteriores, se incluía un pago directo de 600 dólares por persona, ampliación de la cobertura por desempleo, préstamos a pymes, 45.000 millones de dólares de apoyo al sector del transporte, 70.000 millones de dólares para medidas de carácter sanitario, 80.000 millones para la educación, 25.000 millones para ayudas al alquiler de vivienda, o 26.000 millones a programas de seguridad y calidad alimentaria.

A comienzos de 2021, recién elegido presidente, Biden aprobó una serie de decretos a fin de ampliar lo ya implementado en 2020, incluyendo el aplazamiento de devoluciones de préstamos de estudiantes, o ejecuciones hipotecarias y desahucios. Finalmente, el llamado Plan Americano de Rescate (American Rescue Plan, ARP), adoptado el 11 de marzo de 2021, incluye medidas por valor de 1,9 billones de dólares. El carácter

continuista del paquete permitió su rápida aprobación en el Congreso a pesar de la oposición inicial de los Republicanos. En efecto, estos 1,9 billones de dólares se destinan a pagos directos a familias de hasta 1.400 dólares, facilidades para créditos, ampliación del seguro de desempleo, financiación para alquileres, educación, pymes, o apoyo al sector del transporte.

La Figura 5 ilustra el impacto de los paquetes descritos más arriba en la evolución del PIB de los Estados Unidos, a través de las sucesivas previsiones del FMI. Mientras que, en octubre de 2019, el crecimiento americano se estimaba alrededor de una tasa cercana al 2 %, en junio de 2020 el FMI preveía una caída del 8 % en 2020 y un rebote moderado en 2021, que no permitía recuperar el nivel de PIB prepandemia antes de 2022. Conforme se implementan los distintos paquetes de estímulo las previsiones mejoran y la recuperación se acelera. Según las previsiones formuladas en 2021, la actividad económica estadounidense recuperaría en 2022 el nivel previsto para ese año en octubre de 2019.

5. Posibles cambios de paradigma a ambos lados del Atlántico

Si los cinco paquetes adoptados en EE UU estaban diseñados para hacer frente a las necesidades creadas por la pandemia, el debate ahora está centrado en la respuesta a más largo plazo. El Plan Americano de Empleo (JAP, Jobs American Plan), con un montante de unos 1,2 billones de dólares, tiene como objetivo impulsar la inversión pública en la renovación de edificios, banda ancha y coches eléctricos, apoyando la transición climática, aunque pone también el acento en las infraestructuras clásicas, como carreteras, puentes, ferrocarriles, agua y alcantarillado. Del monto total, algo menos de la mitad correspondería a inversiones por encima de la tendencia existente, por lo que la magnitud del JAP es comparable al Fondo de Recuperación y Resiliencia del NGEU. Su financiación estaría ligada, al menos en parte, al aumento de ciertos impuestos, como el de sociedades.

Aunque parece haber un acuerdo entre Demócratas y una parte de los Republicanos sobre estas inversiones, lo que permitiría su aprobación definitiva, la Administración Biden quiere ligar el JAP a un paquete mucho más ambicioso, que incorpora buena parte de la agenda social de los Demócratas. Es el llamado American Families Plan (AFP o Plan para las Familias Americanas) con una dotación de 2,3 billones de dólares. El AFP se financiaría en parte mediante el aumento de la presión fiscal al 0,5 % de estadounidenses más ricos, aunque se desconoce la capacidad recaudatoria de esta medida.

Para algunos comentaristas, tanto la magnitud de estos paquetes (3,5 billones de dólares) como su composición y su financiación podrían sugerir un cambio de paradigma con respecto al tamaño del Estado y, en particular, al modelo americano de protección social. El AFP aumentaría significativamente la cobertura a las familias en áreas como la educación, el cuidado de los niños, o la seguridad y calidad alimentaria, así como el seguro de desempleo e importantes deducciones fiscales. La inclusión de elementos de cobertura médica

en este plan está todavía en discusión. El futuro de estos planes sigue en el aire, pero parece claro que en caso de aprobarse representarían un incremento importante del tamaño del sector público y de la potencia de los estabilizadores automáticos en los EE UU.

En la EZ el debate sobre la política fiscal es mucho más ambicioso, pues trasciende las fronteras de lo presupuestario extendiéndose a la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria (UEM) como tal.

Tras una larga y compleja negociación, el Consejo adoptó el 21 de julio del 2020 un paquete de medidas que combinaba marco presupuesto multianual (MFF, por sus siglas en inglés) para el periodo 2021-2027, por un montante próximo a los 1,1 billones, con 750.000 millones de euros del llamado Next Generation EU (NGEU), que ha empezado a distribuirse en el verano de 2021. Los detalles del NGEU y sus implicaciones para España se analizan en otros artículos de este monográfico.

El NGEU será financiado con préstamos obtenidos por la Comisión en los mercados financieros hasta 2026 como tarde, a devolver antes de 2058. El 70 % de las transferencias se distribuirán a los EE MM entre 2021 y 2022, proporcionalmente a su población y a la media de su tasa de paro en el periodo 2015-2019 y de forma inversamente proporcional a su renta per cápita. El 30 % restante deberá comprometerse totalmente en función de la contracción observada en el PIB en 2020 y a lo largo del bienio 2020-2021. España e Italia son los países más beneficiados pudiendo recibir entre los dos casi la mitad de los fondos. Para poder acceder a estos fondos, después de un intenso diálogo con los servicios de la Comisión, los EE MM presentaron sus Programas de Recuperación y Resiliencia (PRR) en la primavera de este año.

El efecto anticíclico del RRF (Recovery and Resilience Facility) parece limitado, pues la mayor parte del dinero llega cuando las economías han entrado en la fase de recuperación. Con todo, no será despreciable, pues no se prevé el cierre del *output gap* de la EZ antes de 2023. Además, mediante la

financiación directa de programas de inversión, el RRF debería aumentar la inversión pública, que fue la víctima de los programas de ajuste en la crisis financiera.

Sin olvidar sus posibles efectos estabilizadores, el NGEU tiene una vocación a largo plazo⁶. La finalidad principal es reforzar el crecimiento potencial, apoyar la transformación económica y promover reformas estructurales. Los PRR deberían incluir proyectos y reformas consistentes con los retos económicos identificados en las recomendaciones específicas formuladas por el Consejo para cada Estado miembro en 2019 y 2020, así como con las prioridades de la Unión para la transición tanto ecológica como digital, incluyendo la modernización de la Administración pública y la acumulación de capital humano.

Los efectos del NGEU no están exentos de riesgos de implementación. Existe el riesgo de que los fondos podrían financiar proyectos anteriormente previstos. En segundo lugar, la renuncia a los préstamos reduciría la magnitud del impulso fiscal. Además, en algunos Estados miembros la capacidad administrativa para gastar tales sumas de dinero en un periodo tan corto de tiempo podría ser limitada. Por otra parte, los Estados miembros podrían financiar gastos o recortes impositivos corrientes con un efecto multiplicador menor que el correspondiente a la inversión pública, lo que aumentaría el déficit estructural, reduciendo el margen fiscal a largo plazo. Finalmente, pese al vínculo entre las inversiones a financiar por el NGEU y las reformas estructurales prioritarias en los Estados miembros, el riesgo de desvincular ambos durante la implementación no es despreciable⁷.

A largo plazo, el NGEU puede representar un paso crucial en el proceso de construcción de la UEM,

especialmente de la Unión Fiscal. Aunque sobre el papel el NGEU es un instrumento temporal, su potencial de cambiar las reglas de juego en la UEM puede ser importante. El tabú de la mutualización de la deuda ha caído. Si ya se ha usado una vez, la probabilidad de que se vuelva a hacer no es despreciable. Además, el volumen de deuda comunitaria de alta calidad circulando por los mercados financieros internacionales podría ser el embrión de un futuro activo seguro paneuropeo, lo que llevado al extremo podría abrir la puerta a la institución del Tesoro europeo regido por un ministro de Finanzas de la EZ.

Aunque tentadora, no parece realista esperar que esta visión se vaya a materializar en un futuro inmediato. El camino para completar la UEM está plagado de zonas en construcción, muchas de ellas simples proyectos sin concretar y posiblemente sin el necesario consenso. Se podrían mencionar muchos ejemplos, pero algunos bastarán para dar una idea de la tarea que la construcción de la UEM tiene por delante. En primer lugar, transformar las economías europeas a fin de afrontar los retos y aprovechar las oportunidades del cambio climático y de la era digital exige cantidades ingentes de dinero, fundamentalmente privado, no solo en forma de deuda sino también en forma de capital. Hace falta completar la Unión de Mercados de Capitales para asegurar una distribución más eficiente de la inversión en la EZ. Indisolublemente relacionada con la Unión de los Mercados de Capitales (CMU, por sus siglas en inglés), completar la Unión Bancaria es una prioridad, incluyendo el seguro de depósitos europeo (EDIS, por sus siglas en inglés) y marcos comunes de liquidación bancaria (Martínez & de Manuel, 2020).

En segundo lugar, hace falta llevar a cabo una profunda reflexión sobre la tentación intergubernamental, tan omnipresente en el proceso de construcción europea desde la crisis financiera. El rechazo del programa Pandemic Crisis Support del MEDE por parte de los EE MM, así como la aprobación de la salvaguarda (*backstop*) para el Fondo de Resolución Único (SRF, por sus siglas en inglés) y la reforma de su propio

⁶ Codogno y van den Nord (2020) estiman que el impacto a largo plazo del NGEU en la EZ podría alcanzar el 1,5 % del PIB hacia 2023 y el 3 % en 2027. Para la periferia de la eurozona (incluyendo Italia, España o Portugal) podría llegar hasta el 4 % de crecimiento adicional acumulado hasta 2023 y al 8 % hasta 2027.

⁷ Como sugiere Pisani-Ferry (2020), las cuerdas que unen los fondos con las reformas han quedado establecidas, pero puede que los nudos no sean lo suficientemente fuertes.

tratado podría abrir la puerta a su integración en el marco comunitario.

Pero la tarea más urgente, íntimamente ligada a la posibilidad de que el NGEU se convierta en la capacidad fiscal permanente de la EZ, es la reforma del PEC. Después de varios procesos de reforma del Pacto, las reglas fiscales de la UE son extremadamente complejas y opacas, lo que reduce su eficacia, así como el grado de apropiación política de las mismas por parte de los Gobiernos. Como se discute en, entre otros, Martínez *et al.* (2021) o Alloza *et al.* (2021), los problemas acumulados son muy variados y complejos, tanto en el brazo correctivo como en el preventivo. Por ello, las propuestas de reforma de las reglas fiscales de la Unión son muy diferentes en términos de ambición, mientras que el consenso político no parece al alcance de la mano.

Mientras tanto, el NGEU ofrece una oportunidad para demostrar la utilidad del dinero comunitario para complementar los estabilizadores automáticos nacionales y apoyar la inversión. Los Estados miembros deben minimizar los riesgos de implementación del NGEU, en especial optimizando la adicionalidad de los proyectos de inversión incluidos en los PRR, garantizando una adecuada gobernanza a nivel nacional y ligando de forma inequívoca las inversiones y las reformas estructurales pactadas.

6. Conclusiones

El estallido de la pandemia de COVID-19 ha supuesto una considerable contracción económica global, si bien la magnitud del impacto ha sido desigual. Sin embargo, la respuesta de las políticas económicas a la crisis ha sido fulgurante y de una magnitud sin precedentes en el pasado reciente. En particular, los considerables paquetes de estímulo fiscal a ambos lados del Atlántico han jugado un papel clave para mitigar los efectos de la crisis y para impulsar la recuperación de las economías. Sin embargo, se pueden apreciar importantes diferencias en su tamaño y diseño. La respuesta fiscal en Estados Unidos ha sido algo más potente

que para el conjunto de la eurozona en 2020, en gran medida debido a su componente discrecional, mientras que para 2021 el estímulo fiscal total será más intenso en la zona euro gracias a los programas de recuperación financiados con fondos comunitarios. En su conjunto, la contribución del componente discrecional a la respuesta fiscal ha sido más elevada en EE UU que en la eurozona. Dicha respuesta fiscal podría suponer el embrión de un cambio global en el paradigma de la política fiscal. Mientras en Estados Unidos podría suponer el aumento de tamaño del estado del bienestar, en la zona euro podría representar un avance significativo en la construcción de la Unión Fiscal y en la mejora de la gobernanza económica.

Referencias bibliográficas

- Alloza, M., Andrés, J., Burriel, P., Kataryniuk, I., Pérez, J. J. & Vega, J. L. (2021). La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. *Documentos Ocasionales del Banco de España* n.º 2121.
- Blanchard, O. (2020, March 30). "Whatever it takes." Getting into the specifics of fiscal policy to fight COVID-19. *PIIE, Peterson Institute for International Economics, Blog*.
- Codogno, L. & van den Nord, P. (2020). Assessing Next Generation EU. *ACES, Amsterdam Centre for European Studies*, Research Paper No. 2020/09.
- Comisión Europea. (2020a). *Coordinated economic response to the COVID-19 Outbreak*. COM(2020) 112 final.
- Comisión Europea. (2020b). *On the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact*. COM(2020) 123 final.
- Comisión Europea. (2020c). *Marco Temporal relativo a las medidas de ayuda estatal destinadas a respaldar la economía en el contexto del actual brote de COVID-19*. COM(2020) 1863 final.
- FMI, Fondo Monetario Internacional. (2021). World Economic Outlook October. *Recovery During a Pandemic: Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures*.
- Krugman, P. (2020, April 1). Notes on the Coronacoma (Wonkish). This is not a conventional recession, and GDP is not the target. *The New York Times Opinion*.
- Martínez, C. & de Manuel, M. (2020). The EU fiscal rules during the Juncker Commission. Implementation, reform and challenges ahead. In F. Fernández Méndez de Andés (Ed.),

- The Euro in 2020. A Yearbook on the European Monetary Union* (pp. 147-181). IAFF/FEF and Fundación ICO.
- Martínez, C., Feás, E., Otero, M. & Steinberg, F. (2021). Reforming the governance of the Economic and Monetary Union: the issues. *Real Instituto Elcano*, Working Paper No. 10.
- Muggenthaler, P., Schroth, J. & Sun, Y. (2021). The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries. *ECB, European Central Bank*, Economic Bulletin Issue 5.
- Pisani-Ferry, J. (2020). European Union recovery funds: string attached but not tied up in knots. *Bruegel*, Policy Contribution No. 19.
- Price, R. W. R., Dang, T. T. & Botev, J. (2015). Adjusting Fiscal Balances for the Business Cycle: New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for OECD Countries. *OECD, Organisation for Economic Co-operation and Development*, Economics Department, Working Papers No. 1275.