

# Determinantes de las políticas fiscales y monetarias durante la crisis de Covid-19



Efraím Benmelech, Nitzan Tzur-Ilan

Documento de trabajo del NBER N° 27461

Publicado en julio de 2020

<https://www.nber.org/papers/w27461>

*Traducción:* Enrique A. Bour

Mientras los países de todo el mundo luchan con Covid-19, sus economías se están deteniendo. Por primera vez desde la Gran Depresión, tanto las economías avanzadas como las economías en desarrollo están en recesión. Gobiernos y bancos centrales han respondido a la pandemia y a la crisis económica utilizando herramientas tanto fiscales como monetarias a una escala que el mundo no ha presenciado antes. En este documento se analizan los determinantes de las políticas fiscales y monetarias durante la crisis de Covid-19. Constatamos que los países de altos ingresos anunciaron políticas fiscales más amplias que los países de bajos ingresos. También encontramos que la calificación crediticia de un país es el determinante más importante de su gasto fiscal durante la pandemia. Los países de altos ingresos entraron en la crisis con tipos de interés históricamente bajos y, como resultado, era más probable que utilizaran instrumentos de política monetaria no convencionales. Estas conclusiones suscitan la preocupación de que los países con un historial crediticio deficiente -los que tienen una calificación crediticia más baja y, en particular, los países de ingresos más bajos- no podrán utilizar eficazmente los instrumentos de política fiscal durante las crisis económicas.

## 1. Introducción

A medida que los países de todo el mundo se enfrentan a la nueva pandemia de coronavirus utilizando diversas medidas de salud pública para contener la propagación del virus, también se enfrentan a las consecuencias económicas del Covid-19. Por primera vez desde la Gran Depresión, tanto las economías avanzadas como las economías en desarrollo están en recesión (Gopinath, 2020). De hecho, se prevé que a partir de abril de 2020 la economía mundial se contraiga bruscamente en un -3% en 2020, lo que supone un descenso del 6,3% con respecto a las

previsiones anteriores a la crisis de Covid-19.<sup>1</sup> Los gobiernos y los bancos centrales han respondido a la pandemia y a la consiguiente crisis económica utilizando instrumentos tanto fiscales como monetarios a una escala que el mundo no ha presenciado antes. Estas políticas han sido promovidas por instituciones económicas mundiales como el Fondo Monetario Internacional (FMI):

*Dado que las repercusiones económicas reflejan perturbaciones particularmente graves en sectores específicos, los dirigentes políticos tendrán que aplicar sustanciales y selectivas medidas fiscales, monetarias y de mercado financiero para apoyar a hogares y empresas afectados. Esas medidas ayudarán a mantener las relaciones económicas durante todo el período de cierre y son esenciales para permitir que la actividad se normalice gradualmente una vez que la pandemia disminuya y se levanten las medidas de contención.<sup>2</sup>*

Sin embargo, los países tienen un uso limitado de herramientas monetarias y fiscales. Muchos países de altos ingresos entraron en esta crisis con tasas de interés históricamente bajas, con un promedio de 0,78%. Del mismo modo, sus niveles de deuda pública eran muy altos. Según la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), a fines de 2019, la deuda bruta negociable del gobierno central se estimaba en un 72,6% del PIB para el conjunto de los países de la OCDE. En el presente documento se calculan las magnitudes de los instrumentos fiscales y monetarios desplegados por 85 países de todo el mundo y se analizan los determinantes de sus respuestas y niveles de política.

Encontramos que en promedio el gasto fiscal de Covid-19 es de 4,97% del PIB. Cuando incluimos las garantías del gobierno en el gasto fiscal, el promedio aumenta al 7,71%. Además, los países de altos ingresos -aquellos con un PIB per cápita por encima de la media en nuestra muestra- anunciaron políticas fiscales que ascienden en promedio al 6,8% del PIB, en comparación con sólo el 3,1% en los países de bajos ingresos. Del mismo modo, las garantías gubernamentales son mucho más altas en los países de altos ingresos en comparación con los países de bajos ingresos.

La variación media de las tasas de interés del banco central debido a la crisis de Covid-19 es de -0,63%, con sólo un país (Dinamarca) aumentando su tasa base clave y todos los demás países bajando sus tasas. Debido a que los países de altos ingresos entraron en la crisis con tasas de interés históricamente bajas -algunos, como Suiza, tenían tasas negativas- bajaron sus tasas menos que los países de bajos ingresos. La variación media de los tipos de interés en los países de altos ingresos fue de -0,43% en comparación con el -0,84% en los países de bajos ingresos. Aunque los países de altos ingresos tenían una capacidad limitada para

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.

<sup>2</sup> World Economic Outlook April 2020: The Great Lockdown, International Monetary Fund, April 2020.

utilizar la política monetaria convencional, desplegaron más instrumentos de política monetaria no convencionales, como garantías del banco central, compras de activos, relajación de las normas macroprudenciales y restricciones al pago de dividendos y a la recompra de acciones por parte de las instituciones financieras.

En nuestro análisis de regresión realizamos una "carrera de caballos" entre una serie de variables macroeconómicas para entender los determinantes de las políticas fiscales y monetarias durante la crisis de Covid-19. Nuestro análisis de regresión muestra que los países más ricos están extendiendo programas fiscales mayores. Una preocupación con este resultado es que es impulsado por el hecho de que los países más ricos experimentaron más casos de Covid-19. De hecho, en nuestra muestra de 85 países, el logaritmo de casos de Covid-19 en los países de altos ingresos es de 6,99 en comparación con 4,35 en los países de bajos ingresos. Sin embargo, cuando controlamos el número de casos de Covid-19 en nuestra regresión, aún encontramos que los países de ingresos más altos despliegan programas fiscales más grandes.

Encontramos que quizás el factor más importante que afecta a la política fiscal de un país es su calificación crediticia soberana anterior a la crisis. De todas las variables macro que incluimos en nuestros modelos empíricos, la calificación crediticia es la única variable que se muestra de manera consistente como el determinante más fuerte de política fiscal durante la crisis de Covid-19. Aunque los países de altos ingresos tienen una mejor calificación crediticia que los países de bajos ingresos, nuestros resultados también se mantienen cuando controlamos el PIB per cápita en nuestras regresiones. Es decir, incluso entre las economías avanzadas de altos ingresos, la calificación crediticia de un país afecta a su capacidad de aplicar políticas fiscales expansionistas. Pruebas similares están documentadas en Bianchi y otros (2019), que muestran que las políticas fiscales anti-cíclicas no son comunes en los países con alto riesgo crediticio.

Sorprendentemente, no existe una correlación negativa entre el ratio deuda/PIB y el tamaño de los programas fiscales de un país en relación con su PIB. El efecto de la relación deuda/PIB en el gasto fiscal es positivo o cercano a cero, un resultado que contrasta con la opinión tradicional de que países con menor relación deuda/PIB utilizan la política fiscal de manera más agresiva durante las crisis (Romer y Romer, 2018 y 2019). Por ejemplo, según Romer y Romer, 2018: "Encontramos que los países con espacio [fiscal] utilizan la política -en particular la política fiscal- de manera mucho más agresiva".<sup>3</sup> Realizamos una batería de pruebas de solidez y encontramos que gran parte de la asociación positiva entre deuda/PIB y gasto fiscal durante la crisis de Covid-19 es impulsada por países atípicos como Grecia y Japón. No obstante, incluso después de eliminar estas observaciones atípicas, la relación entre deuda/PIB y gasto fiscal sigue siendo positiva aunque insignificante en algunas especificaciones.

---

<sup>3</sup> Romer y Romer, 2018 p. 2.

Cuando evaluamos los determinantes de la política monetaria, encontramos que el determinante más fuerte de la política monetaria convencional es la tasa base del banco central. Los países que entraron en la crisis de Covid-19 con bajos niveles de tasas de interés -en su mayoría países de altos ingresos- tenían poco margen de ajuste en su arsenal de herramientas monetarias convencionales. En cambio, era más probable que esos países recurrieran a instrumentos monetarios no convencionales. Por ejemplo, los países con bajas tasas de interés utilizaron más garantías de los bancos centrales y compras de activos financieros y era más probable que flexibilizaran las normas de préstamo de base macroprudencial y que limitaran los pagos a accionistas en forma de dividendos o recompra de acciones por parte de las instituciones financieras. Las pautas de los datos concuerdan con Bernanke, 2020, quien escribe: " Las tasas de interés crónicamente bajas plantean un desafío para el enfoque tradicional de la formulación de políticas monetarias, basado en la gestión de una tasa de interés de política a corto plazo".<sup>4</sup>

En general, los datos muestran que las reacciones de los gobiernos a la crisis se producen en la confluencia de la política fiscal y monetaria. Los países con tasas de interés ultra bajas al comienzo de la pandemia -aquellos con tasas inferiores al 1%- desplegaron un mayor gasto fiscal -principalmente en forma de garantías gubernamentales-.

Nuestro documento se suma a la literatura emergente sobre los efectos macroeconómicos de Covid-19 (Auerbach, Gorodnichenko y Murphy, 2020, Baqaee y Farhi, 2020, Barro, Ursua y Weng, 2020, Bigio, Zhang y Zilberman, 2020, Castro, 2020, Eichenbaum, Rebelo y Trabandt, 2020, Guerrieri, Lorenzoni, Straub y Werning, 2020). Nuestro trabajo también arroja nueva luz sobre el uso de las políticas fiscales y monetarias en un entorno de bajas tasas de interés. Si bien algunos economistas sostienen que los instrumentos monetarios no convencionales pueden contrarrestar el efecto del límite inferior y dar espacio a la política monetaria (Bernanke, 2020), otros sugieren que, debido a la naturaleza cambiante de la macroeconomía, la capacidad de la política monetaria para lograr mucho cuando los tipos de interés están en su límite inferior es limitada (DeLong y Summers, 2012; Summers, 2014; Eichenbaum, 2019).

También demostramos que la capacidad de un país para desplegar políticas fiscales cuando las tasas de corto plazo son ultrabajas se ve limitada por su acceso a los mercados de crédito - o su calificación crediticia. La pandemia del Covid-19 ha afectado a las economías avanzadas de manera desproporcionada en cuanto al número de casos confirmados y muertes. La capacidad de esos países de reaccionar a las crisis sanitarias adversas con políticas fiscales se ve facilitada por su mayor calificación crediticia soberana. Estas conclusiones suscitan la preocupación de que países con un historial crediticio deficiente -los que tienen una calificación

---

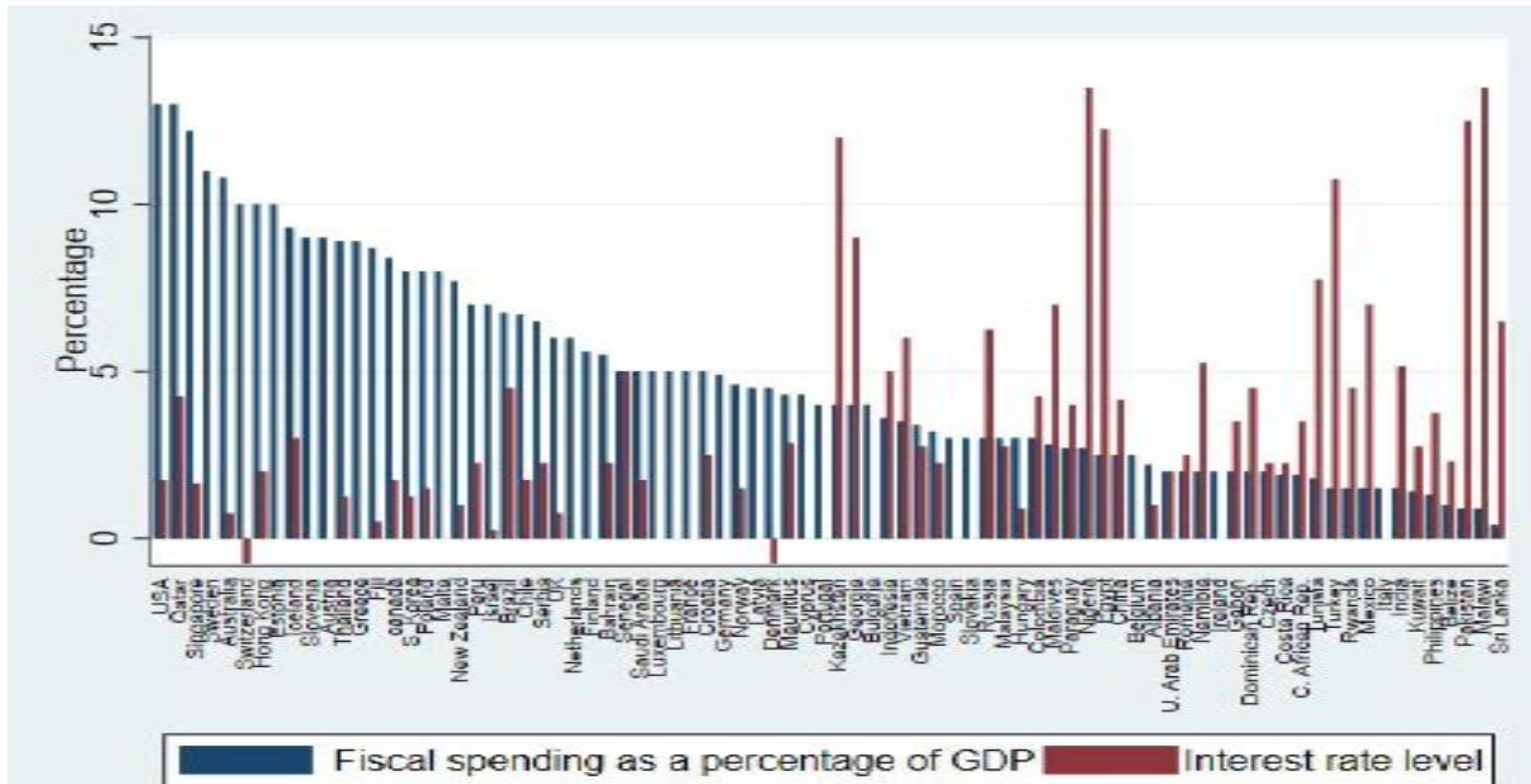
<sup>4</sup> Ver Bernanke, 2020 p. 943. Dell'Ariccia y otros, 2018 sostienen que las políticas monetarias no convencionales han sido eficaces para evitar nuevas dificultades financieras tras la Gran Crisis Financiera.

crediticia más baja y, en particular, los países de ingresos más bajos- no puedan aplicar políticas fiscales de magnitudes similares en tiempos de crisis económica.

## Referencias

- Almunia, M., Benetrix, A.S., Eichengreen, B., O'Rourke, K.H., Rua, G. 2010. From Great Depression to great credit crisis: similarities, differences, and lessons. *Econ. Pol.* 25, 219–65.
- Auerbach, A.J., Gale, W.G., Harris, B.H. 2010. Activist fiscal policy. *J. Econ. Perspectives* 24, 141–163.
- Auerbach, A.J., Gorodnichenko, Y., Murphy, D. 2020. Fiscal policy and covid19 Restrictions in a demand-determined economy. NBER Working Paper 27366, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bank for International Settlements (BIS), 2019a. Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. Committee on the Global Financial System, paper 63, October.
- Bank for International Settlements (BIS), 2019b. Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning. Markets Committee, October.
- Baqae, D., Farhi, E. 2020. Supply and demand in disaggregated Keynesian economies with an application to the covid-19 crisis. NBER Working Paper 27152, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Barro, R., Ursua, J. F., Weng, J. 2020. The coronavirus and the great influenza pandemic: lessons from the “Spanish Flu” for the coronavirus’s potential effects on mortality and economic activity. NBER Working Paper 26866, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Baumeister, C., Benati, L. 2013. “Unconventional monetary policy and the great recession: estimating the macroeconomic effects of a spread compression at the zero lower bound”. *Int. J. Central Banking* 9, 165–212.
- Bernanke, B.S., Kiley, M.T., Roberts, J.M., 2019. Monetary policy strategies for a low-rate environment, in: *AEA Papers and Proceedings*, pp. 421-26.
- Bernanke, B.S., 2020. The new tools of monetary policy. *Am. Econ. Rev.* 110, 943–983.
- Bianchi, J., Ottonello, P., and Presno, I., 2019. Fiscal stimulus under sovereign risk. NBER Working Paper 26307, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bigio, S., Zhang, M., Zilberman, E. 2020. Transfers vs credit policy: macroeconomic policy trade-offs during covi-19. NBER Working Paper 27118, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Borio, C., Zabai, A., 2016. Unconventional monetary policies: a re-appraisal. BIS Working Papers, no. 570, July.
- Borio, C., Zabai, A., 2018. Unconventional monetary policies: a re-appraisal, in: *Research Handbook on Central Banking*. Edward Elgar Publishing.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., Rebelo, S., 2011. “When is the government spending multiplier large? *J. Pol. Econ.* 119, 78–121.

- Dell’Ariccia, G., Rabanal, P., Sandri, D., 2018. Unconventional monetary policies in the Euro area, Japan, and the United Kingdom. *J. Econ. Perspectives* 32, 147–172.
- DeLong, J.B., Summers, L.H., 2012. Fiscal policy in a depressed economy. *Brookings Papers on Econ. Activity* 43, 233–297.
- De Luigi, C., Huber, F., 2018. Debt regimes and the effectiveness of monetary policy. *J. Econ. Dynamics and Control* 93, 218–238.
- e Castro, M.F. 2020. Fiscal policy during a pandemic. Mimeo
- Eichenbaum, M.S. 2019. Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates. Mimeo.
- Eichenbaum, M.S., Rebelo, S., Trabandt, M. 2020. *The Macroeconomics of epidemics*. NBER Working Paper 26882, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Gopinath, G., 2020. The great lockdown: worst economic downturn since the Great Depression. IMF Blog, April 2020. <https://blogs.imf.org/2020/04/14/the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression/>.
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L., Werning, I. 2020. Macroeconomic implications of covid-19: can negative supply shocks cause demand shortages? NBER Working Paper 26918, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Holston, K., Laubach, T., Williams, J.C., 2017. Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants. *J. Int. Econ.* 108, 59–75.
- International Monetary Fund (IMF), 2020. World economic outlook, April 2020: the great lockdown. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.
- Jorda, O., Schularick, M., Taylor, A.M., 2016. Sovereign versus banks: credit, crises, and consequences. *J. Eur. Econ. Assoc.* 14, 45–79.
- Ramey, V., Zubairy, S., 2018. Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from US historical data. *J. Pol. Econ.* 126, 850–901.
- Romer, C.D, Romer, D.H 2018. Phillips lecture – why some times are different: macroeconomic policy and the aftermath of financial crises. *Economica*. 85, 1-40.
- Romer, C.D, Romer, D.H 2019. Fiscal space and the aftermath of financial crises: how it matters and why. *Brookings Papers on Econ. Activity*. Spring 2019, 239–331.
- Summers, L.H., 2014. “US economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound.” *Bus. Economists* 49, 65–73.



Comparación internacional del gasto fiscal, incluyendo las garantías del gobierno, como respuesta a la crisis del Covid-19 y el nivel de las tasas de interés antes de la crisis.

El gasto fiscal incluye: impuestos diferidos y cancelados, fortalecimiento de la red de seguridad social, subvenciones directas, subsidios salariales, transferencias de dinero, apoyo a los ingresos y garantías gubernamentales. El nivel de la tasa de interés es la tasa de interés del banco central antes del día de inicio de la crisis Covid-19. La cifra excluye a Argentina y Haití (con niveles de tasas de interés de 38 y 22, respectivamente) y Japón (con una política fiscal que asciende al 23% del PIB).

