

## **Camino hacia una recuperación sostenible e inclusiva: Repensar la relación entre política fiscal y monetaria**

Minuta N° 06-21 27/01/2021

*María Teresa Corvera Vergara*<sup>6</sup>

### **Resumen**

*Las decisiones de política económica que se tomen durante esta crisis y en la etapa inmediatamente posterior, pueden determinar la trayectoria de las economías en el largo plazo. Uno de los aspectos a plantearse en relación a cómo las decisiones actuales condicionarán la trayectoria en los próximos años se refiere al campo de la Política Fiscal, de la Política Monetaria y de la interacción entre ambas.*

*La presente minuta, preparada para la reunión de la Red Global Parlamentaria de la OCDE a realizarse el mes de febrero de 2021, hace una revisión a nuevos énfasis y orientaciones respecto a la necesaria coordinación y complementación, en especial en momentos difíciles, entre Política Monetaria y Política Fiscal.*

*Se concluye que ambas políticas deben trabajar activamente en una misma dirección, al menos mientras la crisis impida el completo funcionamiento de empleos y actividades económicas que en otras circunstancias serían viables.*

Disclaimer: Este trabajo ha sido elaborado a solicitud de parlamentarios del Congreso Nacional, bajo sus orientaciones y particulares requerimientos. Por consiguiente, sus contenidos están delimitados por los plazos de entrega que se establezcan y por los parámetros de análisis acordados. No es un documento académico y se enmarca en criterios de neutralidad e imparcialidad política.

## 1. Introducción

La pandemia del Covid-19 ha significado un gran desafío para el mundo entero. La crisis de salud, la pérdida de vidas y el colapso económico derivado, han generado un profundo impacto social y económico que se prolongará por un largo tiempo. También la pandemia ha dejado en evidencia, e incluso ha intensificado, las grietas sociales ya existentes. No es extraño entonces que entre los principales riesgos a nivel global destacados en el reciente Foro Económico Mundial (WEF) se señale que esta crisis va a acelerar las desigualdades económicas.<sup>1</sup>

Todo esto plantea nuevos desafíos a la política económica. Desde la educación y la salud, pasando por las políticas del mercado laboral y las políticas ambientales, surge un fuerte llamado a reconfigurar prioridades y modos de hacer, para que una vez superadas las grandes urgencias, en el periodo de recuperación las decisiones en el campo político y económico se tomen desde una nueva mirada. En palabras de la Directora del Fondo Monetario Internacional, “ni podemos ni debemos regresar a la economía de ayer, marcada por un crecimiento lento, una productividad baja, gran desigualdad y una crisis climática cada vez peor. Debemos apuntar a un futuro donde las cosas se hagan de otra manera”<sup>2</sup>.

Las decisiones que se tomen durante esta crisis y en la etapa inmediatamente posterior pueden determinar la trayectoria de las economías en el largo plazo. Uno de los aspectos a plantearse en relación a cómo las decisiones actuales condicionarán la trayectoria en los próximos años se refiere al campo de la política fiscal, de la política monetaria y de la interacción entre ambas.

Muchos gobiernos y bancos centrales han implementado políticas de amplio alcance a través de acciones fiscales y monetarias a gran escala, intentando atenuar la magnitud de la crisis sobre las economías y su población. Pero ellas tienen costos y consecuencias sobre las finanzas públicas. Es evidente que las manifestaciones de la crisis no se han dado de forma homogénea, ni tampoco será así respecto a la magnitud y la persistencia de sus consecuencias. Hacia adelante el riesgo estará condicionado por la naturaleza, dirección, velocidad y magnitud de las decisiones que se vayan adoptando para retomar los equilibrios, sin que existan reglas únicas al respecto.

La presente minuta hace mención a estos aspectos haciendo una revisión a nuevos énfasis y orientaciones por parte de algunos actores relevantes respecto a la necesaria coordinación y complementación entre Política Monetaria y Política Fiscal en especial cuando se enfrenta una crisis que, como lo plantea el PNUD exige respuestas no convencionales.

Se concluye que políticas monetarias y fiscales deben trabajar activamente en una misma dirección, al menos mientras la crisis impida el completo funcionamiento de empleos y actividades económicas que en otras circunstancias serían viables.

---

<sup>1</sup> Global Risks Report 2020, <https://es.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>.

<sup>2</sup> Kristalina Georgieva, Directora Gerente del FMI, “No hay vuelta atrás”. Artículo publicado en la revista F&D, Nuevos horizontes: Trabajos y oportunidades del futuro. Revista trimestral del FMI, diciembre 2020.

## 2. Antecedentes Generales

La economía mundial ha experimentado la recesión más profunda vivida desde hace muchas décadas, que en nuestra región se ha manifestado como la peor crisis económica, social y productiva vivida en los últimos 120 años, con una caída del 7,7% del PIB regional, un aumento significativo de la tasa de desocupación, que se prevé se ubicará en torno al 10,7%, una profunda caída de la participación laboral y un incremento considerable de la pobreza y la desigualdad<sup>3</sup>.

En diciembre recién pasado, la OCDE estimaba que el PIB mundial caería en 4,2% en 2020, proyectando que podría volver a los niveles previos a la pandemia para fines de 2021<sup>4</sup>. Pero a pesar de la rápida reacción en muchos países para amortiguar el golpe inicial a los ingresos y al empleo, la producción en muchos países a fines de 2021 seguirá estando por debajo de los niveles de finales de 2019, y muy por debajo de lo proyectado antes de la pandemia.<sup>5,6</sup>

Estos resultados negativos han ocurrido a pesar de que, para aminorar la caída en la actividad económica y sus consecuencias, durante el año se impulsaron paquetes fiscales y monetarios sin precedentes. De acuerdo al FMI, la pandemia de Covid-19 y los confinamientos asociados habían generado "medidas fiscales por un valor de USD 11,7 billones, o cerca del 12% del PIB mundial al 11 de septiembre de 2020. La mitad de las medidas fiscales consistieron en gasto adicional o ingresos no percibidos, incluidos recortes temporales de impuestos; la otra mitad correspondió a asistencia de liquidez, incluidos préstamos, garantías e inyecciones de capital desde el sector público. Esta respuesta contundente de los gobiernos ha salvado vidas, apoyado a personas y empresas vulnerables y mitigado los efectos sobre la actividad económica. Sin embargo, las consecuencias de la crisis en las finanzas públicas, sumadas a la pérdida de ingresos por la contracción de la producción, han sido enormes. En 2020, se prevé que los déficits públicos suban, en promedio, un 9% del PIB y, según proyecciones, la deuda pública se aproximaría al 100% del PIB, un máximo sin precedentes".<sup>7</sup>

## 3. La respuesta de la política económica para la recuperación

La variedad de las medidas adoptadas en las áreas fiscal y monetaria ha sido importante. Muchas relacionadas con mayor gasto público, alivio tributario y apoyo de liquidez. Programas de avales a créditos bancarios y líneas de crédito a través de bancos, medidas temporales de ajustes de empleo, aplazamientos en el pago de impuestos y variados tipos de subsidios y bonos directos a personas y empresas. Los bancos centrales por su parte han reducido significativamente sus tasas de interés de

<sup>3</sup> Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe, 2020 (LC/PUB.2020/17-P), Santiago, 2020.

<sup>4</sup> OECD, Perspectivas económicas de la OCDE, diciembre 2020.

<sup>5</sup> OECD, Key Issues Paper- 2020 Ministerial Council Meeting. Octubre 2020. <https://www.oecd.org/mcm/Key-issues-paper-MCM2020.pdf>

<sup>6</sup> El 26 de enero el FMI informa que el PIB global cayó en 2020 un 3,5%, en lugar del 4,4% que pronosticaba hace unos meses. Para 2021 el organismo informa de una nueva proyección para la economía global, anunciando que no va a crecer este año un 5,2%, como preveía en octubre, sino un 5,5%. La mejora de perspectivas se explica sobre todo por Estados Unidos, que pasa de un pronóstico del 3,1% al 5,1%.

<sup>7</sup> IMF Monitor Fiscal: Octubre de 2020.

<https://www.imf.org/es/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor#:~:text=Volver%20arriba-,Resumen%20ejecutivo,11%20de%20septiembre%20de%202020.>

referencia, las que se supone se mantendrán en niveles mínimos por un tiempo prolongado. Asimismo han tomado medidas no convencionales para inyectar liquidez, asegurar el buen funcionamiento del sistema financiero y disminuir las tasas de interés de largo plazo<sup>8</sup>.

La magnitud de esas respuestas también ha sido variada, especialmente en función de la solidez de las cuentas públicas de cada economía, dejando al descubierto las grandes diferencias en la capacidad de los países para financiar este gasto de emergencia, determinada, en parte, por su espacio fiscal y por los niveles de deuda pública y privada existentes al inicio de la crisis. "En muchas economías de países avanzados y en algunos mercados emergentes, la inyección masiva de liquidez y las compras de activos a cargo de los bancos centrales han facilitado la expansión fiscal. Sin embargo, en muchos mercados emergentes y, especialmente, en los países en desarrollo de bajo ingreso —más de la mitad de los cuales enfrentan un alto riesgo de sobreendeudamiento o ya se encuentran sobreendeudados— las limitaciones de financiamiento han sido restrictivas".<sup>9</sup>

Con las evidentes diferencias existentes, todo lo anterior ha significado que los países estén enfrentando elevados déficits públicos y niveles de deuda pública sin precedentes. De acuerdo a las políticas tradicionales las medidas a adoptar una vez pasado el periodo crítico deberían encaminarse hacia la austeridad, en una reacción rápida y decidida para recortar el déficit del gasto público y disminuir la deuda. Sin embargo, desde diversos organismos internacionales se está alentando a las economías del mundo en una dirección diferente a la fomentada por ellos mismos en situaciones anteriores, en especial aquella impulsada a raíz de la crisis financiera de 2008.

A comienzos de este año en una entrevista en el *Financial Times*, la economista jefe de la OCDE hizo un llamado a los países para mantener una política fiscal de mayor gasto público, de manera tal que se facilite la recuperación y se eviten mayores tasas de desempleo. Alertaba al mismo tiempo de que el riesgo de no hacerlo era una eventual reacción social, una rebelión, por parte de las poblaciones afectadas. Señaló en esa entrevista la necesidad de aprender la lección que se derivó de la crisis financiera pasada, cuando el error cometido "no fue la falta de estímulo durante la depresión de 2009...el error vino más tarde en 2010, 2011 y así sucesivamente, y eso fue cierto en ambos lados del Atlántico". "La primera lección es asegurarse de que los gobiernos no estén ajustando en uno o dos años después del mínimo del PIB".<sup>10</sup>

Por su parte Kristalina Georgieva, Directora Gerente del FMI, a mediados de enero imploraba a los países a aumentar su gasto: "Ya dije en marzo 'por favor gasten'. Gasten lo que puedan y después gasten un poco más. Abogué y sigo abogando por políticas monetarias acomodaticias y políticas fiscales que protejan a la

---

<sup>8</sup> Entre las principales medidas se cuentan la aplicación de programas de compras de activos, reducción de requerimientos de reserva, líneas swap en divisas entre bancos centrales, creación o ampliación de ventanillas de préstamos garantizados e incluso, en las economías emergentes, varios países han realizado intervenciones en el mercado cambiario. Estado de la Hacienda Pública. Presentación del Ministro Ignacio Briones, 2020.

<https://www.hacienda.cl/areas-de-trabajo/presupuesto-nacional/estado-de-la-hacienda-publica>

<sup>9</sup> FMI Monitor Fiscal Octubre 2020

<sup>10</sup> OECD warns governments to rethink constraints on public spending. Financial Times, 4 de enero 2021. <https://www.ft.com/content/7c721361-37a4-4a44-9117-6043afee0f6b>

economía de un colapso”.<sup>11</sup> Sin embargo ella misma ha especificado que todo tiene un límite y que lo anterior no significa que el FMI impulse cualquier gasto a “toda costa y a cualquier precio”.

El llamado general sería entonces mantener las economías en marcha, apoyar a las empresas, los trabajadores y proteger a los más vulnerables. Y no retirar ese apoyo demasiado pronto. Y al comenzar a hacerlo, considerar una sólida coordinación entre las distintas dimensiones de la política económica.

#### 4. **Coordinación entre Política Monetaria y Política Fiscal**<sup>12</sup>

¿Cómo coordinar ambos aspectos de la política económica de un país si se considera que la independencia de los bancos centrales es un aspecto central? Se ha enfatizado mucho que en aquellas experiencias en las que la Política Fiscal ha forzado al Banco Central a monetizar los déficits públicos, impulsando el crecimiento sostenido de la oferta monetaria, se ha terminado en un proceso inflacionario creciente, difícil de detener.

Pero independencia no significa ausencia de coordinación. Y este es el llamado que se está haciendo en distintos foros internacionales. De hecho, a partir de la crisis financiera los dogmas relacionados al quehacer de los bancos centrales no son tan absolutos y se ha comenzado a cuestionar en algunas esferas la idea que los bancos centrales deben preocuparse exclusivamente de la inflación y que deben privilegiar su mayor autonomía de las decisiones de la Política Fiscal.<sup>13</sup>

La razón es que si en un momento de la economía mundial, como el actual, la política fiscal se vuelve restrictiva, por ejemplo intentando contener el aumento de la deuda pública, en el fondo lo que hace es ejercer un efecto contractivo sobre la economía, anulando parcialmente la acción de la Política Monetaria. La situación inversa se produce en un caso contrario, con una política monetaria contractiva. Así, la necesidad de tomar más tiempo para reestablecer los equilibrios, coordinando los esfuerzos fiscales y monetarios para potenciar las respuestas a la crisis y evitar que estos generen efectos contrarios. Entre las medidas que se señalan para apoyar una Política Fiscal más flexible, está el financiamiento directo o indirecto del Banco Central a los gobiernos y las tasas de interés negativas. Un ejemplo que se menciona es el caso de Nueva Zelanda donde su Banco de Reserva anunció en abril un paquete que incluye compras de bonos del Tesoro que implica recapitalizar hasta un 25% de la deuda pública.

"Tenemos que pensar en la sostenibilidad de una manera más discrecional durante un período de tiempo más largo, y también de una manera más democrática

---

<sup>11</sup> Llamado realizado en la conferencia telemática Futuro del crecimiento económico de la XII edición del Foro Gaidar, 16 de enero 2021.

<https://www.lavanguardia.com/economia/20210116/6183604/georgieva-insta-gastar-pueda-despues-gastar-mas.html>

<sup>12</sup> Hay varios artículos interesantes respecto a este tema publicados en los últimos meses. Especial mención a un artículo publicado por el Parlamento Europeo, "COVID-19 and Economic Policy Toward the New Normal: A Monetary-Fiscal Nexus after the Crisis? IN-DEPTH ANALYSIS, Requested by the ECON committee Monetary Dialogue Papers, November 2020.

[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/658193/IPOL\\_IDA\(2020\)6581\\_93\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/658193/IPOL_IDA(2020)6581_93_EN.pdf)

<sup>13</sup> Un interesante conjunto de artículos al respect se encuentra en <https://www.project-syndicate.org/bigpicture/central-bank-catch-22>

en el sentido de que si el objetivo se establece a nivel político, entonces debe evaluarse con mayor transparencia."<sup>14</sup>

La coordinación y complementación entre política fiscal y monetaria es especialmente importante ante la perspectiva de que la existencia de una deuda pública acrecentada, implique que se generen dudas sobre su sostenibilidad comprometiendo el desempeño futuro de la economía. Eso fue lo que sucedió para la crisis de la deuda pública de 2010-2012, cuando las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda hicieron más difíciles las condiciones financieras. "Su deuda es sostenible cuando la gente confía en sus instituciones y en que los responsables políticos cumplirán lo que han prometido".<sup>15</sup>

Se trata de evitar que una reducción demasiado rápida de la deuda puede conllevar una política fiscal sostenidamente restrictiva que dificultaría, e incluso podría comprometer, la recuperación. Se busca estimular una demanda fuerte, privilegiando la idea de que especialmente durante las crisis, el primer objetivo de los Bancos Centrales respecto a la inflación y la autonomía, es secundario respecto de otros como la mantención del empleo y la recuperación económica. "En concreto, esto significa mantener una política macroeconómica "viva", que calibre las políticas monetarias y fiscales para mantener la demanda siempre ligeramente por delante de la capacidad de la economía, de forma que se incentive a las empresas a contratar más mano de obra y a explorar mejoras que favorezcan la productividad".<sup>16</sup>

Significativo es el llamado de Christine Lagarde, dado su rol como presidenta del Banco Central Europeo, quien días atrás en el Foro Económico Mundial señaló: "Todavía tenemos que cruzar el puente de la recuperación, pero el camino se está retrasando, no ha descarrilado", agregando que en ese contexto la Política Fiscal tiene que jugar un papel dominante para apoyar a los sectores afectados por la pandemia y la Política Monetaria debe garantizar que las condiciones de financiación siguen siendo favorables.<sup>17</sup>

En definitiva hay un llamado a evitar una mirada cortoplacista en relación al déficit público y la deuda y adoptar objetivos de sostenibilidad a largo plazo, incluso aceptando aumentos en la carga de la deuda pública hasta volver a la normalidad. Los países deben "salir de la mentalidad de que tenemos reglas fiscales únicas, con una única meta en común"<sup>18</sup>.

## 5. ¿Qué viene hacia adelante?

No se trata de gastar sin límite ni sin dirección. Si bien se han citado, entre otros, llamados desde el FMI, la OCDE y el BCE incentivando no cortar el gasto fiscal en forma acelerada, estos mismos organismos introducen ciertas cautelas. En entrevista publicada en Le Figaro<sup>19</sup>, la Directora Gerente del FMI admitió que

<sup>14</sup> OECD warns governments to rethink constraints on public spending. Financial Times, 4 de enero 2021. <https://www.ft.com/content/7c721361-37a4-4a44-9117-6043afee0f6b>

<sup>15</sup> Laurence Boone, FT, 4 de enero 2021. <https://www.ft.com/content/7c721361-37a4-4a44-9117-6043afee0f6b>

<sup>16</sup> Ver artículo "Nuevos horizontes después de la pandemia", en Revista Finanzas y Desarrollo del FMI, diciembre 2020.

<sup>17</sup> <https://elpais.com/economia/2021-01-25/los-economistas-de-davos-alertan-de-un-aumento-de-la-desigualdad-por-la-pandemia.html>

<sup>18</sup> Laurence Boone, economista jefe de la OECD, Countries should "get out of the mindset that we have one-size-fits-all fiscal rules to get debt back to a target" Financial times, 4 enero 2021.

<sup>19</sup> Citado en La Vanguardia, 16 de enero de 2021.

<https://www.lavanguardia.com/economia/20210116/6183604/georgieva-insta-gastar-pueda-despues-gastar-mas.html>

tarde o temprano habrá que abordar medidas “para que la deuda de las empresas y de los hogares siga siendo sostenible”, agregando que a medida que la situación vaya mejorando, de forma paradójica, aumentará el número de quiebras, porque “cuando las medidas de apoyo se reduzcan de forma progresiva los países deberán poner en marcha procedimientos robustos para gestionar los problemas de insolvencia”.

En la misma oportunidad Georgieva reconoció los desiguales efectos de la mantención de medidas expansivas respecto a las desigualdades: “la política monetaria acomodaticia es buena para el conjunto de la economía, pero tiende a favorecer a los más ricos, como los que trabajan en el sector digital, que ya están presentes en la economía financiera”. Afirmó asimismo que es muy posible que después de la pandemia tengamos una economía más endeudada, más quiebras y una sociedad más desigual, señalando como caminos necesarios invertir en capital humano, en la economía verde y en la economía digital, además de promover una mayor cohesión social: “Podemos dar un paso valiente y centrarnos en la calidad del crecimiento y en repartir los beneficios de la riqueza de manera más equitativa (...)”.

Laurence Boone, economista jefe de la OCDE, también advierte respecto a la política monetaria y el riesgo de utilizarla como herramienta para la recuperación, porque redistribuye los ingresos y la riqueza hacia las personas que ya tienen más. Afirmó que la política monetaria tiene impactos distributivos sin que sea su objetivo, mientras que para la política fiscal, que también los tiene, esto es parte de su misión. Agrega que la gran diferencia es que en este último caso, y a diferencia de la Política Monetaria, es una política “implementada por personas que son elegidas democráticamente y son directamente responsables”.

## **6. Comentario final**

Se ha destacado que las señales provenientes desde organismos internacionales —actores relevantes en marcar la dirección de la economía mundial— apuntan hacia políticas monetarias flexibles que respalden políticas fiscales expansivas, que serían necesarias y aceptadas mientras la actividad económica y el empleo estén deprimidos. Se asegura que las políticas de recuperación actuales darán forma a las perspectivas económicas y sociales de la próxima década, reconociendo entonces lo determinante que es la orientación que tenga este gasto financiado con deuda. Se invita a “reconstruir mejor” y a orientar la reasignación de recursos hacia actividades más productivas, más verdes, más inclusivas. Esto significa, al menos de forma implícita, el compromiso del Estado de asumir en la economía un papel más estratégico y activo. ¿Está nuestro país escuchando este llamado?