

ES EL MOMENTO DE LA POLÍTICA FISCAL: REPENSAR LOS ESTABILIZADORES  
AUTOMÁTICOS CONTRA LA PANDEMIA

*IT'S TIME FOR FISCAL POLICY: RETHINKING AUTOMATIC STABILIZERS  
AGAINST THE PANDEMIC*

*Esteban Cruz Hidalgo*  
Universidad de Extremadura  
ecruzh@unex.es

*Francisco Manuel Parejo Moruno*  
Universidad de Extremadura  
fmparejo@unex.es

*Eduardo Garzón Espinosa*  
Universidad Autónoma de Madrid  
Eduardo.garzon@uam.es

*José Francisco Rangel Preciado*  
Universidad de Extremadura  
jfrangelp@unex.es

Recibido: mayo de 2020; aceptado: octubre de 2020

RESUMEN

A la Histéresis, el Estancamiento Secular y el Límite Inferior Cero se les ha unido un cuarto jinete, la pandemia por Coronavirus. Si la desconexión de la tradicional Política de Tipo de Interés para la gestión macroeconómica forzó a los bancos centrales de todo el mundo a realizar incursiones en terreno inexplorado; el shock del COVID-19 obliga a adentrarse más en lo desconocido y hacerlo rápido, porque los costes de no hacerlo provocarán daños amplios y persistentes. En este contexto, discutimos el papel de la política fiscal y cómo ideas emergentes aparecidas en momentos históricos similares deben reconsiderarse.

*Palabras Clave:* Política Fiscal; COVID-19; Hacienda Funcional; Límite inferior Cero; Estabilizadores Automáticos.

## ABSTRACT

Hysteresis, Secular Stagnation, and Zero Lower Bound have been joined by a fourth rider, the Coronavirus pandemic. If the disconnection from the traditional Interest Rate Policy for macroeconomic management forced central banks around the world to make incursions into unexplored terrain; the shock of COVID-19 forces us to delve deeper into the unknown and do it quickly, because the costs of not doing so will cause extensive and persistent damage. In this context, we discuss the role of fiscal policy and how emerging ideas appearing at similar historical moments should be reconsidered.

*Keywords:* Fiscal Policy; COVID-19; Functional Treasury; Zero Lower Bound; Automatic Stabilizers.

*JEL Classification / Clasificación JEL:* E02, E52, E61, E63.



## 1. INTRODUCCIÓN

Vivimos tiempos excepcionales dentro de la excepcionalidad. La “nueva normalidad” social impuesta por las medidas de contención y seguridad sobrevenidas por la pandemia golpea a la “nueva normalidad” económica instalada en Europa con la Gran Recesión.

No estamos asistiendo a un “simple” shock de oferta. Sí, existe una inevitable contracción temporal de la producción de bienes y servicios. Los ciudadanos han estado encerrados durante semanas, los trabajadores de servicios no esenciales se han quedado en casa y no todas las actividades pueden adaptarse al teletrabajo, especialmente aquellos trabajadores empleados en actividades que requieren un nivel educativo más bajo. Muchos enferman, y las medidas de distanciamiento social y seguridad instauradas en los lugares de trabajo ocasionan restricciones a la actividad que, en algunos casos, es total. Estas precauciones nos acompañarán hasta que encontremos una vacuna y la amenaza de colapso de nuestros sistemas sanitarios sea controlada. Pero, además, paralelamente a la reducción de la oferta surge una dramática caída de la demanda. El cumplimiento exigido de la distancia social significa que una amplia gama de actividades de consumo habituales, simplemente, ya no se llevan a cabo o lo harán de forma muy restringida. Pensamos aquí, por ejemplo, en sectores como la hostelería, el turismo, las tiendas físicas, las actividades recreativas, los teatros, las academias o los gimnasios. En ausencia de una respuesta política los empleados y propietarios de estos negocios perderán sus medios de vida. Aquellos trabajadores de los sectores que se mantienen en activo mantendrán sus ingresos, pero no lo gastarán. No comprarán más comida, ni se cortarán el pelo más veces, o comprarán más libros, videojuegos, televisiones o cualquier otro producto. El dinero que destinaban a actividades que requieren contacto social será, en buena medida, ahorrado. La caída de la demanda es amplificada porque los hogares que pierden sus ingresos también dejan de consumir incluso lo más esencial, afectando indirectamente así al empleo en el resto de la economía. La fragilidad financiera se extiende. La inversión se hunde ante la falta de expectativas de beneficios y las relaciones entre empleados y empleadores es interrumpida.

Esto deja costes sociales y económicos permanentes en los individuos, familias, comunidades y el conjunto de la economía. Considerando las ineficiencias en la asignación de recursos y la producción potencial que esto causa, se requiere estrechar la coordinación entre la política monetaria y fiscal,

ya en marcha tras la Crisis Financiera Internacional. La pandemia del COVID-19 no debe derivar en otra pandemia, una que se contagia rápidamente a través del círculo vicioso en que entra el circuito económico: el desempleo. Las lecciones extraídas de la Gran Recesión y la evidencia manifiesta que este shock dual deja sobre cómo las amenazas ya vislumbradas en el horizonte como el cambio climático son un problema colectivo que afecta a todas las clases sociales. La experiencia acumulada estos años no son meros avisos, sino una evidencia suficiente para no disolver la discusión económica en una disputa moral entre deudores y acreedores con graves consecuencias para todos. Este debate es especialmente importante para la Eurozona. Su particular diseño institucional causa que la coordinación requerida sea más lenta y se encuentre con más obstáculos que en cualquier otra región del mundo. La restricción política debe, por lo tanto, considerarse. En ese sentido, el desarrollo y el fortalecimiento de estabilizadores automáticos es la mejor vía para sortear los vetos y la parálisis alarmista sobre la discrecionalidad del gasto y los perjuicios de la dominancia fiscal sobre la política monetaria.<sup>1</sup> En este sentido, el objetivo de este trabajo es presentar brevemente un estabilizador automático basado en reglas: el Trabajo Garantizado.

Hemos estructurado el trabajo de la siguiente manera. Tras esta breve introducción planteando el problema, realizamos en un segundo punto una revisión de cómo la Histéresis, el Estancamiento Secular y el Límite Inferior Cero han repercutido en la teoría macroeconómica, contextualizando el terreno que pisamos al hablar de estrechar la cooperación entre la política fiscal y monetaria. Tercero, examinamos las primeras respuestas que los economistas han dado sobre cómo las autoridades económicas deben actuar para hacer frente a la pandemia. Cuarto, exponemos brevemente cómo la situación actual es vital para dar una nueva oportunidad a una idea surgida en medio de la Segunda Guerra Mundial: las Finanzas Funcionales. Por último, reflexionamos sobre cómo, nuevamente, un fenómeno crítico puede impulsar cambios en la teoría económica.

## 2. CABALGAR SOBRE LAS TURBULENCIAS

La Crisis Financiera Global ha traído nuevas fricciones e imperfecciones que alertan a las autoridades monetarias sobre aspectos que causan un impacto prolongado y persistente en la economía: la Histéresis, el Estancamiento Secular y el Límite Inferior Cero. En ninguno de los casos son conceptos nuevos, sino que recibieron esfuerzos de investigación menores o fueron olvidados durante décadas porque la atención estaba en otro lugar (Blanchard

<sup>1</sup> La introducción en la literatura del concepto de régimen de dominancia fiscal se debe a Sargent y Wallace (1981), quienes lo utilizaron para mostrar cómo cuando los asuntos fiscales se colocan por encima de las decisiones de política monetaria el banco central debe responder a los desequilibrios fiscales monetizando déficit, abandonando su objetivo de estabilidad de precios.

y Summers, 1986; Krugman, 1998; Backhouse y Boianovsky, 2016). Mientras estos aspectos quedaron fuera de la información dada por las observaciones, toda la investigación pudo girar en torno a la Regla de Taylor (1993), que iguala la demanda agregada y la producción potencial, y la búsqueda de mejores microfundamentos para escapar de la Crítica de Lucas (1976); esto es, la introducción de rigideces nominales y reales especificadas en términos de optimización del comportamiento de los individuos (Woodford, 2003).

Los economistas comienzan a aceptar el Límite Inferior Cero como algo más que una anomalía temporal. Este es el punto en el que nos encontramos justo antes de la llegada de la pandemia del COVID-19. La Política de Tipo de Interés basada en la Regla de Taylor mostró su tope. Ya no puede bajarse más el tipo de interés nominal. Las implicaciones políticas de tasas de interés reales permanentemente bajas cambian el protagonismo desde la política monetaria a la política fiscal. Eso no significa que la política monetaria quede en un segundo plano. Significa que la política fiscal pasa a un primer plano para estabilizar el ciclo económico junto con la política monetaria. Pero no solo es el tipo de interés lo que ha disminuido. Como señalan Blanchard y Summers (2017, p.29), también la productividad marginal del capital ajustado al riesgo ha caído por debajo de la tasa de crecimiento de la economía, circunstancia que ha venido a denominarse como Estancamiento Secular.

Ante la desconexión de la Política de Tipo de Interés los bancos centrales se han visto obligados a experimentar con nueva artillería, ampliando sus balances mediante la compra de activos públicos y privados, lo que se conoce como “Flexibilización Cuantitativa” o “*Quantitative Easing*” (QE por sus siglas en inglés). La teoría nos induce a pensar que un aumento de las reservas impulsa los préstamos bancarios, siguiendo la lógica del multiplicador monetario (Rochon y Vallet, 2019).<sup>2</sup> Esto impulsa la actividad económica real y la inflación, sacando a la Economía del Límite inferior Cero. La evidencia es la siguiente: no hay trabajo que establezca un vínculo entre la QE y estos objetivos finales de los bancos centrales (Williamson, 2016, p.929). Frente a este escenario, y de acuerdo con Summers, la estrategia a seguir es encontrar formas de aumentar el gasto total, “sin importar cuán contradictorio sea” y sin reducir la economía a una obra de moralidad (Summers, 2015, p.65).

Otro tema que ha atraído atención tras la Crisis Financiera Global es la noción de Histéresis, que viene a representar que “los shocks monetarios dejan

<sup>2</sup> Debe señalarse que la creación de dinero a través de la Política del Tipo de Interés funciona al contrario de lo que la teoría del multiplicador dice. No obstante, la QE desplaza la atención de la política monetaria hacia la cantidad de dinero en lugar de su precio. Una explicación alternativa sobre el mecanismo que activa la QE y que no tiene que ver con la creación de nuevos créditos directamente es la siguiente: el banco central compra una cantidad de activos financieros en el mercado secundario, normalmente bonos del gobierno. Los vendedores de estos bonos se quedarán con los depósitos así creados, pero es probable que no quieran mantener este dinero sin más, sino que lo utilicen para comprar activos de mayor rendimiento como acciones emitidas por empresas. Esto eleva el valor de esos activos y reduce el costo de las empresas de financiarse en los mercados financieros, lo que llevará a un gasto mayor en la economía (Bowdler y Radia, 2012, p.619).

cicatrices permanentes en la economía” (Mankiw, 2001, p.48). Este hecho, que podría abrir una fisura en la dicotomía clásica, es perfectamente consistente con el marco tradicional de análisis si únicamente es entendido de manera asimétrica.<sup>3</sup> Es decir, solo se acepta la introducción de la no neutralidad a largo plazo como resultado del papel que el dinero desempeña en la asignación de recursos. El reto de la Histéresis es el de integrar en el análisis elementos que ayuden a explicar la “persistencia” de los shocks monetarios en el tiempo. Pero una vez se acepta la presencia de Histéresis, deviene que la política del banco central de lograr una meta de inflación específica tiene costes sociales altos y permanentes (Ball, 2009, pp.25-26). Cuando ocurre un shock como la Gran Recesión o la pandemia del COVID-19, la tendencia de la Productividad Total de los Factores es permanentemente menor de lo que hubiera sido a causa de la caída del gasto en investigación, de la erosión de las capacidades y habilidades de los trabajadores, e incluso su salida del mercado laboral, reduciendo la producción potencial estimada. La marca del desempleo no se puede revertir totalmente, pero cuanto más persista el desempleo a largo plazo más se extenderá el contagio de sus efectos perversos en las comunidades con mayor prevalencia de este virus, y al resto de la economía a través de la asignación de recursos movilizados para tratar estos efectos.

Con poco o ningún margen para la política monetaria tradicional, la política fiscal se está haciendo hueco entre los estudios sobre las nuevas herramientas monetarias no convencionales, desplazando la investigación sobre las reformas estructurales (Blanchard y Leigh, 2013; Fatás y Summers, 2018). La evidencia de que los multiplicadores fiscales tienen un tamaño más elevado de lo que se pensaba parece haber facilitado este cambio, pero lo fundamental del cambio en la investigación, sin duda, es la nueva normalidad impuesta por el Límite Inferior Cero (Christiano, Eichenbaum y Rebelo, 2011; Gechert, Horn y Paez, 2019). La triada Estancamiento Secular, Límite Inferior Cero e Histéresis, vista en su contexto estrecho, ha cambiado la Economía desde la Crisis Financiera Global. Como apunta Eggertsson, en un escenario donde la Política de Tipo de Interés queda sin efecto, lo que se requiere es aumentar la demanda agregada a través del gasto total, no la oferta. No hay suficientes compradores (Eggertsson, 2011, p.61). O como afirma Summers, “estamos viendo muy

<sup>3</sup> Para Solow “el corto y el largo plazo no pueden ser completamente independientes”; y se pregunta “si un episodio importante en el crecimiento de la producción potencial puede ser impulsado desde el lado de la demanda. ¿Puede la demanda crear su propia oferta?” (Solow, 1997, p.232). Su respuesta es afirmativa siempre y cuando se den dos “circunstancias especiales”: i) si una economía tiene mano de obra disponible para movilizar; y ii) si la fuerte demanda agregada puede inducir un aumento de la Productividad Total de los Factores. La razón de que en ambos casos pueda la demanda inducir el crecimiento de la oferta es que los trabajadores ganan habilidades conforme las emplean. Además del aprendizaje (Chang, Gomes y Schorfneide, 2002), los otros dos canales en la literatura causantes de la Histéresis son el poder de los sindicatos para otorgar un peso desproporcionado entre aquella parte de la fuerza laboral que está empleada y los que no para la fijación de los salarios (Blanchard y Summers, 1986), y el comportamiento de los mercados financieros, que al contribuir a auges y caídas provocan una asignación incorrecta y persistente de los recursos reales (Borio, 2016).

poderosamente una especie de Ley de Say invertida”, donde la demanda crea su propia oferta (Summers, 2014, p.71).

La gobernanza del Banco Central en la economía manifiestamente está entrando en una nueva etapa (Goodhart, 2011, p.136). La Independencia del Banco Central nunca ha sobrevivido a una crisis (Capie y Wood, 2013, p.379). La novedad histórica radica en que esta vez los bancos centrales han aprendido que deben ayudar a los gobiernos para evitar la reestructuración legal; han anticipado la reacción de deshacer este divorcio institucional entre la mano izquierda o fiscal del gobierno y su mano derecha o monetaria (Blancheton, 2016, pp.106-107).

### 3. UNANIMIDAD: DÉFICITS PÚBLICOS CONTRA EL COVID-19

Tres son las posiciones unánimes sobre los efectos económicos de la pandemia del COVID-19: i) es un shock externo por el que ningún país debe ser castigado; ii) las externalidades traspasan las fronteras; y iii) se debe actuar rápido y decididamente para contener las interrupciones en la producción y empleo para evitar cicatrices permanentes en el tejido productivo, teniendo en cuenta las interrelaciones entre sectores, con el mercado de trabajo y con el sector financiero (Laborda y Onrubia, 2020, pp.1-2). Hay un temor generalizado a los efectos de la Histéresis, que es la preocupación fundamental en todas las propuestas emitidas hasta el momento (Bénassy-Quéré *et al.* 2020, pp.124-125; Galí, 2020, p.58; Guerrieri *et al.* 2020, p.2). Junto al objetivo sanitario de aplanar la curva de contagios, existe paralelamente la exigencia de aplanar la curva de la recesión económica (Gourinchas, 2020).

El dilema entre salud y economía no está presente en una literatura donde la fatal triada mencionada formada por el Límite Inferior Cero, el Estancamiento Secular y la Histéresis, es invocada insistentemente. No existe un *trade-off* entre la protección de la vida y la defensa de los negocios. Los enfermos ni consumen ni producen, y la amenaza de contagio funciona como inhibidora de la demanda para el conjunto la población. La incertidumbre sobre los ingresos futuros agudiza la caída del consumo, y aquellos cuyos ingresos no están en riesgo no compensan los “espíritus animales pesimistas” (Fornaro y Wolf, 2020, p.8). Además, los factores estructurales que operan para mantener la economía en el Límite Inferior Cero son reforzados por fenómenos epidémicos.<sup>4</sup> Hay consenso en que se pondrán en marcha grandes déficits públicos.

Si bien la llamada a la acción es unánime y, ciertamente, la suspensión temporal de la restricción presupuestaria para los gobiernos es un hecho (CE, 2020), los movimientos son prudentes y calculadores, mirando de reojo al

<sup>4</sup> Jordà, Singh y Taylor (2020) estudian las tasas de rendimiento de diversos activos a través de 15 epidemias que se remontan al siglo XIV. La experiencia histórica de estas pandemias sugiere que la tasa de interés natural se hunde tras estos fenómenos, con oportunidades de inversión deprimidas durante décadas (Jordà *et al.*, 2020, p.13).

déficit público que no se dispare. La condicionalidad debe ser muy limitada para permitir una respuesta rápida, pero la exigencia de ajustes a medio plazo es tácita, cuando no explícita (Blanchard, 2020, p.49; Alesina y Giavazzi, 2020, p.53). El compromiso con ajustar el presupuesto público una vez dejemos atrás la pandemia, y que seguramente ocurrirá cuando encontremos una vacuna, ejerce una sombra alargada. Las sospechas de que la toma de decisiones, transferencias y adopción de medidas se retrasa, es insuficiente o se dilata en el tiempo es, en nuestro criterio, causa de ello. Esto claramente es un problema. La política fiscal de los gobiernos depende de su coordinación con los bancos centrales. Se requiere de un compromiso permanente más estrecho para que la política fiscal sea efectiva, no solo temporal.

Entre las medidas de emergencia aprobadas por el Banco Central Europeo está el programa de compra de activos públicos y privados de una dotación global de 750.000 millones de euros hasta el final de 2020, denominado como *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). El objetivo de este programa es “contrarrestar los graves riesgos para la estabilidad de precios, el mecanismo de transmisión de la política monetaria y las perspectivas económicas en la zona del euro” (ECB, 2020). Por su parte, el Banco Europeo de Inversiones se ha sumado al establecimiento de este escudo de protección con un respaldo de hasta 200.000 millones de euros de financiación para las empresas europeas, con especial atención a las pymes (EIB, 2020). De acuerdo con Ayala (2020, p.6), creemos que estos programas pueden ser insuficientes y no responder al impacto ocasionado por la pandemia: ni para las necesidades de contención a corto plazo, ni tampoco para la reconstrucción a largo plazo. En todo caso, no podrá estimarse correctamente hasta que se supriman las medidas que mantienen en *stand by* la relación laboral. En relación a la contención de la pandemia, ésta ha dejado en evidencia la depredación de los recursos naturales y del espacio público, y la desigualdad y el desmantelamiento del Estado de bienestar; cuestiones que quedan reflejadas en la falta de personal y material sanitario, el impacto de la pandemia en los centros geriátricos y de la tercera edad y en el conjunto de los cuidados, así como en el acceso a una alimentación saludable (Tapia y Bouza, 2020, pp.1-2). La deslocalización empresarial promovida por la globalización ha puesto de manifiesto la necesidad de proveerse de suministros básicos y centrarse en los cuellos de botella productivos, en lugar de en el riesgo moral (Wyplosz, 2020, p.25). No sabemos si las medidas de confinamiento volverán y con qué frecuencia, por lo que establecer un suministro adecuado de productos alimenticios y sanitarios pasa igualmente por una planificación en condiciones seguras de esta producción, desde que los trabajadores salen de sus casas hasta los campos, las fábricas, los hospitales y los centros y lugares donde presten cuidados. Estos aspectos serán importantes igualmente para la reconstrucción a largo plazo. Como apuntan Lustig y Mariscal (2020, p.189), la pandemia del COVID-19 nos ha hecho conscientes de la vulnerabilidad a la que estamos expuestos, no solo a otro virus o brote futuro del SARS-Cov-2, sino a aquellos riesgos desconocidos motivados por un cambio climático que



ya tenía el estatus de amenaza global. Ello, y que la caída de la demanda en diversos sectores no se recupere nunca por motivo “natural de la precaución” (Dupoir, 2020, p. 1), y por mucho estímulo ofrecido por los gobiernos, quizás requiera una respuesta diferente a la que normalmente se valora.

Hemos clasificado las propuestas presentadas en la literatura para dar una respuesta adecuada a los efectos provocados por el contagio del virus a la economía atendiendo a diferentes niveles de coordinación entre la política fiscal y monetaria. Así, tenemos soluciones de coordinación débil, media y fuerte. Dentro del primer grupo hemos incluido las propuestas que plantean nuevos acuerdos motivados por los efectos asimétricos de los shocks a las diferencias estructurales de los países, y que se suelen presentar como avances en la integración europea sobre la base de un *demos* europeo; basadas en la solidaridad y responsabilidad compartida entre miembros, comúnmente bajo el paraguas de la teoría de las áreas monetarias óptimas (de Grauwe, 2000; Tirole, 2012). Este es el caso de la mutualización de riesgos asociada al respaldo de la deuda entre miembros, o de un aumento del presupuesto fiscal de la UE que distribuya los costes individuales al conjunto de los países. En relación al segundo grupo, en la categoría de soluciones de coordinación media, hemos incluido aquellas relacionadas con la desconexión de la Política de Tipo de Interés para la gestión de la política monetaria; esto es, las conocidas medidas no convencionales basadas en la extensión del balance del Banco Central Europeo. Aquí incluimos la ampliación del programa de Transacciones Monetarias Absolutas (OMT) o Financiación Monetaria Indirecta; ya sea en forma de deuda individual de cada país como conjunta en forma de eurobonos a través de la reforma del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEDE); como también el denominado “helicóptero monetario” o Financiación monetaria Directa. Por último, en el tercer nivel de coordinación fuerte presentamos el diseño de un nuevo estabilizador automático: el Trabajo Garantizado (en adelante TG) o Empleo de Último Recurso.

Centrándonos en las soluciones de coordinación débil, Gourinchas sugiere la emisión de “bonos de coronavirus” a través del MEDE. Estos bonos tendrían dos objetivos específicos: financiar los gastos sanitarios y el contagio a la economía de la pandemia. Estos bonos permitirían “restaurar la confianza económica” frente a las “contorsiones de la política monetaria”, lo que sugiere una decisión de mercado. Esta es su primera opción, que puede encontrarse, y de hecho se encuentra, con el rechazo de los responsables políticos europeos. Entonces, como alternativa propone la emisión coordinada de deuda del tamaño de entre el 10 y el 20 por ciento del PIB como parte de un programa de QE de urgencia del BCE (Gourinchas, 2020, pp.36-37). Garicano también menciona la emisión de eurobonos vía reforma del MEDE para saltarse las restricciones en cuanto a la proporción de deuda de los países que el BCE puede comprar en los mercados secundarios (Garicano, 2020, pp.135-136). En su caso, la propuesta es financiar a nivel europeo un “bazooka” de 500 mil millones de euros para mantener los empleos a través de una figura de protección de empleo a corto plazo denominada como *Kurzarbeit*. El objetivo

general es que el vínculo entre empleado y empleador no se interrumpa (Garicano, 2020, pp.132-133). Para Bénassy-Quéré *et al.* (2020, p.126), la fuente de los fondos no incluye al BCE, sino la mutualización de los costes a través del Fondo Europeo de Solidaridad y el Fondo Europeo de Adaptación a la Globalización; reasignaciones dentro del presupuesto de la UE, y la cooperación voluntaria, organizada de la misma manera que se hiciera para la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (Bénassy-Quéré *et al.*, 2020, 127).

En relación a las soluciones de coordinación media, todas ellas incluyen al BCE indirecta o directamente. Gourinchas (2020, pp.36-37), Blanchard (2020, p.50) y Wyplosz (2020, p.29) mencionan la posibilidad de ampliar el programa de Transacciones Monetarias Absolutas (OMT), pero sus posiciones difieren en los términos. Gourinchas prefiere apostar por la mutualización ante lo “superfluo” de la condicionalidad que acompaña a este programa, mientras que Blanchard sugiere suspender la condicionalidad, pero comprometiéndose con la senda de reducción del déficit cuando todo haya pasado. Wyplosz, por su parte, cree que esta condicionalidad a ajustes futuros es incompatible con la situación actual. La posición de Wyplosz es coherente con su propuesta de reestructuración de la deuda conjunta de la zona euro realizada de forma consensuada y que presentó para combatir la Gran Recesión junto a Páris (Wyplosz y Páris, 2014). En este trabajo, los autores sugieren una “monetización de deuda” esterilizada por el Banco Central (Wyplosz y Páris, 2014, p.15), y que lo conecta con la propuesta de Financiación Monetaria Directa conocida popularmente como el “helicóptero monetario”, apoyada por Galí (2020). Galí ya había contribuido a la ruptura de este “tabú” en una publicación previa a la pandemia del COVID-19 (Galí, 2019), y en un momento de emergencia como este cree que es el momento oportuno para ponerlo en marcha. El mecanismo consiste, en decididas cuentas, en transferencias no reembolsables desde el Banco Central a la cuenta de los gobiernos. Esto es equivalente a una compra de deuda del gobierno por parte del banco central que es seguida de su cancelación inmediata, sin aumento alguno en los pasivos del gobierno (Galí, 2020, p.59).

#### 4. UNA SOLUCIÓN DE COORDINACIÓN FUERTE: EL TRABAJO GARANTIZADO

Las propuestas que hemos visto en el apartado anterior, y que hemos categorizado dentro de las soluciones de coordinación débil y media, involucran siempre ciertas reservas sobre cuánto gastar, el horizonte temporal de los diversos programas y mecanismos, y la desconfianza en torno al riesgo moral involucrado. También conlleva negociaciones que en muchos casos son lentas e inoportunas, con condicionalidades duras y expectativas sobre los ajustes futuros que limitan la adecuación de la respuesta. Evitar embrollos sobre discrecionalidad, sacrificios y moralidad requiere de reglas. El desarrollo de nuevos estabilizadores automáticos supone una solución de coordinación

fuerte que institucionaliza la respuesta, tanto a la Pandemia del COVID-19 como a lo que venga después.

Las llamadas a fortalecer o diseñar estabilizadores automáticos desde la Gran Recesión han sido recurrentes (Williams, 2009, 29; Blanchard y Summers, 2017, p.28; Bernanke, 2020, pp.977-978). No podemos volver a repetir los errores del pasado, obligando a los gobiernos a ejercer la austeridad en sus presupuestos incluso desactivando unos estabilizadores automáticos ya manifiestamente insuficientes (de Grauwe y Ji, 2015, p.741). En el momento histórico que estamos viviendo, caracterizado por el Límite Inferior Cero, el Estancamiento Secular y la Histéresis, y ante la triple amenaza de la pandemia del COVID-19, la plaga del desempleo y la alerta climática, los esfuerzos deben enfocarse hacia qué debemos hacer con los recursos reales disponibles que podemos movilizar, en lugar de enredarse en inoportunos debates sobre el espacio fiscal disponible. La forma de financiar la movilización de recursos necesaria y de sortear la parálisis para la activación de proyectos es una coordinación más estrecha entre el banco central y el tesoro basada en reglas. La regla que presentamos se basa en las “Finanzas Funcionales” de Lerner (1943), expuesta para una situación tan turbulenta como la crisis del COVID-19: la Segunda Guerra Mundial. La regla de Lerner es la siguiente:

“Tanto el volumen de las existencias de dinero como el volumen de la deuda pública no son más que la consecuencia de los pasos que habrá que dar para impedir que la cuantía del gasto no sea ni demasiado pequeña para producir desempleo, ni demasiado grande para dar lugar a un aumento continuado del nivel de precios” (Lerner, 1957 [1951]:112-113).

Esto no significa tirar dinero indiscriminadamente desde un helicóptero, pero tampoco da pie a la discrecionalidad de fijar la política fiscal a una tasa constante de emisión de oferta monetaria (Friedman, 1958 [1969], pp.184-185), o con una tasa de crecimiento que permita a la acumulación de deuda “derretirse” (Krugman, 2020, pp.215-216). Pero la puesta en práctica de las Finanzas Funcionales exige concretar un mecanismo, una regla prescriptiva clara y no únicamente descriptiva (Friedman, 1947, p.416). Como señalase Lerner, la Hacienda Funcional es un almacén, no una política (Lerner, 1957 [1951], p.115).

Una regla prescriptiva que siga la regla descriptiva planteada por Lerner es el TG (Cruz y Parejo, 2018; Cruz, Ehnts y Tcherneva, 2019). A grandes rasgos, consiste en que los gobiernos actúen como empleadores de último recurso poniendo en marcha programas de empleo directo para compensar las oscilaciones en el gasto y la inversión del sector privado. Estos programas fijan unas condiciones laborales mínimas que operan como un ancla para el resto de precios y salarios. La idea es que sean transitorios y participen en su elaboración todos los agentes sociales que estén disponibles para el momento en que sean oportunos, y que no compitan con el empleo y los recursos del sector privado (Kaboub, 2008, p.224). En lugar de mantener a los trabajadores parados y el desempleo a largo plazo contagiándose por las comunidades, los empleadores privados contratarían trabajadores empleados en estos trabajos

de reserva atrayéndoles mediante la oferta de mejores condiciones laborales. El mantenimiento y mejora de las habilidades y capacidades individuales compensa esta alza de los salarios que, en caso de ocurrir, solo tendrá lugar de una vez, pues el TG no solo impone un suelo a las condiciones laborales, sino que ancla los salarios mediante la gestión del tamaño de la reserva de empleados para que no se inicie una espiral inflacionaria (Mosler, 1997-1998, pp.177-179; Wray, 2000, pp.6-7). Este elemento incorporado de control de la inflación implica la sustitución de una bolsa de desempleados, que disciplina la lucha por la distribución, por la gestión de reserva de empleados por parte del gobierno. Mitchell y Mosler han denominado al nivel de esta reserva de empleados que mantiene una inflación estable como NAIBER, acrónimo de *Non Accelerating-Inflation-Buffer Employment Ratio* (Mitchell y Mosler, 2002)

No se trata de dinero en helicópteros ni de cebar la bomba de la demanda agregada (Tcherneva, 2014), pues cómo se introduce el dinero en la economía importa. La solución de coordinación fuerte que provee un estabilizador automático como el TG introduce dinero en la economía a cambio de un trabajo socialmente útil demandado por los individuos. Esto se consigue alterando la asignación de recursos reales que los efectos perniciosos de la marca del desempleo imponen al conjunto de la sociedad por causa del deterioro de la salud mental y física de los trabajadores parados, evitando en las comunidades de mayor prevalencia de desempleo a largo plazo la propagación de la delincuencia, las drogas, la ludopatía o el alcoholismo, y la desestructuración de las familias que determinan el desarrollo de los más jóvenes (Tcherneva, 2019). En su lugar, podemos movilizar y dirigir recursos hacia la lucha contra el cambio climático (Forstater, 2003); la consecución efectiva de la igualdad de género a través de la visibilización y socialización de los cuidados (Todorova, 2013); y en un momento como este, luchar contra la pandemia del COVID-19 en su triple dimensión: sanitaria, económica y social. Si consideramos todos los costes mencionados podemos decir, como muestran Nersisyan y Wray (2019) en su trabajo de cómo pagar el *Green New Deal*, que los programas de garantía de empleo se pagarán solos. Si la bolsa de desempleo es un pozo sin fondo de costes sociales que se traducen finalmente en costes económicos, el TG es una fuente de recursos que aumenta la productividad, la eficiencia y libera recursos reales para otros usos.

En definitiva, el TG funciona como una regla funcional no discrecional en el terreno operativo. Una regla constitucional “bajo el gobierno del Leviatán” (Brennan y Buchanan, 1981, p.351), que permite una política fiscal activa sin caer bajo un régimen de dominancia fiscal y que capacita para hacer frente a las amenazas que enfrentamos como sociedad.

## 5. CONCLUSIONES

Bancos centrales y gobiernos avanzan irremediabilmente hacia una cooperación más estrecha, y la Pandemia del COVID-19 es un momento

crítico. Estamos seguros de que Europa no se puede permitir otro traspás. Si los aspectos morales y la lógica disciplinaria sobre la cual se diseñaron las instituciones europeas son un obstáculo insuperable hasta en un momento como este, será el fin de la eurozona. Cuanto más se tarde en realizar todo aquello que sea necesario, mayores serán los costes. La evidencia empírica sobre el Límite Inferior Cero, el Estancamiento Secular y la Histéresis da sobradas razones para acometer nuevas propuestas en el terreno fiscal.

Si el derroche de recursos desempleados ya justifica un papel más activo en la gestión macroeconómica del gasto público, el golpe de la pandemia demanda, si cabe, más motivos para su movilización. Esto no solo incrementa la fuerza laboral empleada dedicada a cubrir necesidades sociales útiles; también modifica la asignación de recursos derivada del sacrificio de una parte de la población activa como mecanismo de gestión macroeconómica, cambiando la composición de la producción de bienes y servicios. Utilizando un mecanismo de reserva de empleados en lugar de desempleados, muchos de los efectos perniciosos ocasionados por esta situación a nivel individual podrían evitarse, pudiendo llegarse a sustituir, por ejemplo, centros de desintoxicación por guarderías.

Una comunicación clara sobre un mecanismo como el TG debe explicar que opera como estabilizador automático sujeto a una regla de Finanzas Funcionales. Este planteamiento relajaría las discusiones morales y ataría las expectativas de los agentes económicos. Creemos que esta solución contiene en esencia buena parte de los puntos expresados por otros economistas en relación a cómo enfrentarse a la nueva normalidad; como por ejemplo: la gestión de los cuellos de botella productivos (Wyplosz, 2020, 26); la probable no conveniencia en el contexto pos-pandémico de basar la estrategia de recuperación en estimular la demanda a través del concepto tradicional del multiplicador (Faria e Castro, 2020, pp.2-3); el mantenimiento de los empleos y el tejido productivo (Garicano, 2020, p.130); la conciliación de los cuidados (Odendahl y Springford, 2020, p.148); la consideración de la situación de los trabajadores de más bajos ingresos, para quienes el teletrabajo no es una opción real (Dupor, 2020, pp.2-3); y, sobre todo, hacerlo en tiempo y forma. Ciertamente, las propuestas que caben bajo el paraguas de lo que se entiende como helicóptero monetario pueden ser un alivio a corto plazo para mantener los ingresos de aquellos obligados al confinamiento o en caso de cuarentena general, pero no es una solución a medio y largo plazo y pueden tornarse en un problema en caso de tener que repetirse, si es que una segunda parte es políticamente viable.

Estamos de acuerdo con Mckee y Stuckler en que la pandemia del COVID-19 podría alentar a los ciudadanos a darse cuenta de cómo cada uno depende del otro; también en que, si se trata de “calentamiento global, desigualdad, o degradación ambiental, es nadar o hundirse juntos” (Mckee y Stuckler, 2020, p.642). Una solución de coordinación fuerte como la que proponemos puede impulsarnos en este camino; mientras que la desconfianza, la parálisis o insuficiencia de las medidas tomadas por razón de agarrarse o verse atado

a una disciplina que parece dar empíricamente pocos resultados e incluso ser perjudicial, con la petición de más sacrificios a una generación que ya acumula un gran desgaste tras la Gran Recesión, podría llevarnos a que las cicatrices se transformen en amputaciones de forma irreparable.

## REFERENCIAS

- Alesina, A. y Giavazzi, F. (2020): "The EU Must Support the Member at the Centre of The COVID-19 Crisis", en *Mitigating The COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 51-56, CEPR Press.
- Ayala, I. H. (2020): "Covid19: contención y reconstrucción. Implicaciones para la eurozona", *ICEI Working Paper* No.17.
- Backhouse, R.E. y Boianovsky, M. (2016): "Secular Stagnation: The History of a Macroeconomic Heresy", *The European Journal of the History of Economic Thought*, 23(6), 946-970.
- Ball, L. (2009): "Hysteresis in Unemployment: Old and New Evidence", *NBER Working Paper* No.14818.
- Bénassy-Quéré, A., Marimon, R., Pisani-Ferry, J., Reichlin, L., Schoenmaker, D. y di Mauro, B. W. (2020): "COVID-19: Europe Needs a Catastrophe Relief Plan", en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 121-128, CEPR Press.
- Bernanke, B. S. (2020): "The New Tools of Monetary Policy", *American Economic Review*, 110(4), 943-983.
- Blanchard, O., y Summers, L. H. (1986): "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER macroeconomics annual*, 1, 15-78.
- Blanchard O., y Summers L. H. (2017): "Rethinking Stabilization Policy: Evolution or Revolution?", *NBER Working Paper* No.24179.
- Blanchard, O., y Leigh, D. (2013): "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers", *American Economic Review*, 103(3), 117-120.
- Blanchard, O. (2020): "Italy, the ECB, and the Need to Avoid Another Euro Crisis", en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 49-50, CEPR Press.
- Blancheton, B. (2016): "Central Bank Independence in a Historical Perspective. Myth, lessons and a new model", *Economic Modelling*, 52, 101-107.
- Borio, C. (2016): "Revisiting Three Intellectual Pillars of Monetary Policy", *Cato Journal*, 36(2), 213-238.
- Bowdler, C. y Radia, A. (2012): "Unconventional Monetary Policy: the Assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), 603-621.
- Brennan, G. y Buchanan, J. (1981): "Revenue Implications of Money Creation under Leviathan", *The American Economic Review*, 71(2), 347-351.
- Capie, F. y Wood, G. (2013): "Central Bank Independence: a Victim of the Crisis?", *Economic Affairs*, 33(3), 379-385.
- Chang, Y., Gomes, J. F. y Schorfheide, F. (2002): "Learning-by-doing as a Propagation Mechanism", *American Economic Review*, 92(5), 1498-1520.

- Christiano, L., Eichenbaum, M. y Rebelo, S. (2011): "When is the Government Spending Multiplier Large?", *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.
- Cruz E., Parejo, F. M. (2018): La concepción del «dinero moderno» y su contribución a un nuevo marco político monetario-fiscal. *Revista de estudios políticos*, (181), 167-186.
- Cruz, E., Ehnts, D. y Tcherneva, P. (2019): "Completing the Euro: The Euro Treasury and the Job Guarantee", *Revista de Economía Crítica*, 27, 100-111.
- De Grauwe, P. (2000): *Economics of Monetary Unión*, Oxford University Press, New York.
- De Grauwe, P. y Ji, Y. (2015): "Correcting for the Eurozone Design Failures: The Role of the ECB", *Journal of European Integration*, 37, 739-754.
- Dupor, B. (2020): "Possible Fiscal Policies for Rare, Unanticipated, and Severe Viral Outbreaks", *Economic Synopses - Federal Reserve Bank of St. Louis*, 6.
- ECB (2020): Decision (EU) 2020/440 of the European Central Bank of 24 March 2020 on a Temporary Pandemic Emergency Purchase Programme.
- EIB (2020): "Our Contribution to Combating the Coronavirus". *Coronavirus Crisis Response*, EIB GROUP 07/2020.
- Eggertsson, G. B. (2011): "What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?", *NBER Macroeconomics Annual*, 25(1), 59-112.
- Faria e Castro, M. (2020): "Fiscal Policy During a Pandemic", *Federal Reserve of St. Louis Working Paper No.2020-006*.
- Fatás, A. y Summers, L. H. (2018): "The Permanent Effects of Fiscal Consolidations", *Journal of International Economics*, 112, 238-250.
- Fornaro, L. y Wolf, M. (2020): "Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy", *Barcelona GSE Working Paper No.1168*.
- Forstater, M. (2003): "Public Employment and Environmental Sustainability", *Journal of Post Keynesian Economics*, 25(3), 385-406.
- Friedman, M. (1947): "Lerner on the Economics of Control", *Journal of Political Economy*, 55(5), 405-416.
- Friedman, M. (1958 [1969]): "The Supply of Money and Changes in Prices and Output", en *The Optimum Quantity of Money and other Essays*, ed. Friedman, M., 171-187, Adeline, Chicago.
- Galí, J. (2019): "The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus", *Journal of Monetary Economics* (en prensa).
- Galí, J. (2020): "Helicopter Money: The Time is Now", en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 57-62, CEPR Press.
- Garicano, L. (2020): "The COVID-19 bazooka for Jobs in Europe", en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 129-138, CEPR Press.
- Gechert, S., Horn, G. y Paetz, C. (2019): "Long-term Effects of Fiscal Stimulus and Austerity in Europe", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 81, 647-666.
- Goodhart, C. (2011): "The Changing Role of Central Banks", *Financial History Review*, 18(2), 135-154.



- Gourinchas, P. (2020): “Flattening the Pandemic and Recession Curves”, en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 31-40, CEPR Press.
- Guerrieri, V., Lorenzoni, G., Straub, L. y Werning, I. (2020): “Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?”, *NBER Working Paper* No. 26918.
- Jordà, O., Singh, S. y Taylor, A. (2020): “Longer-run Economic Consequences of Pandemics”, *NBER Working Paper* No.26934.
- Kaboub, F. (2008): “Elements of a Radical Counter-movement to Neoliberalism: Employment-led Development”, *Review of Radical Political Economics*, 40(3), 220-227.
- Krugman, P. (1998): “It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 137-205
- Krugman, P. (2020): “The Case for Permanent Stimulus”, en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 213-219, CEPR Press.
- Laborda, J. y Onrubia, J. (2020): “Consideraciones sobre finanzas públicas y COVID-19: Bastantes interrogantes y algunas certezas”, *Apuntes FEDEA* No.2020-05.
- Lerner, A. P. (1943): “Functional Finance and the Federal Debt”, *Social Research*, 38-51.
- Lerner, A. P. (1957 [1951]): *Economía del pleno empleo*, Aguilar, Madrid.
- Lucas, R. (1976): “Econometric Policy Evaluation: A Critique”, *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, 1(1), 19-46.
- Lustig, N. y Mariscal, J. (2020): “How COVID-19 Could be Like the Global Financial Crisis (or worse)”, en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 185-190, CEPR Press.
- McKee, M. y Stuckler, D. (2020): “If the World Fails to Protect the Economy, COVID-19 will Damage Health not Just Now but also in the Future”, *Nature Medicine*, 26, 640-642.
- Mankiw, N. (2001): “The Inexorable and Mysterious Trade-off between Inflation and Unemployment”, *The Economic Journal*, 111(471), 45-61.
- Mitchell, W. y Mosler, W. (2002): “Fiscal Policy and the Job Guarantee”, *Australian Journal of Labour Economics*, 5(2), 243-259.
- Mosler, W. (1997-1998): “Full Employment and Price Stability”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 20(2), 167-182.
- Nersisyan, Y. y Wray, L. R. (2019): “How to Pay for the Green New Deal”, *Levy Economics Institute Working Paper* No.931.
- Odendahl, C. y Springford, J. (2020): “Bold Policies Needed to Counter the Coronavirus Recession”, en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 145-150, CEPR Press.
- Rochon, L. P. y Vallet, G. (2019): “Economía del Ave María: El modelo teórico detrás de las políticas monetarias no convencionales”, *Ola Financiera*, 12(34), 1-24.



- Sargent, T. y Wallace, N. (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal reserve bank of minneapolis quarterly review*, 5(3), 1-17.
- Schmelzing, P. (2020): "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, RG, and the 'Suprasecular' Decline, 1311–2018", *Bank of England Staff Working Paper* No.845.
- Solow, R. (1997): "Is there a Core of Usable Macroeconomics we should all Believe in?", *The American Economic Review*, 87(2), 230-232.
- Summers, L. H. (2014): "US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound", *Business economics*, 49(2), 65-73.
- Summers, L. H. (2015): "Demand side Secular Stagnation", *The American Economic Review*, 105(5) 60-65.
- Tapia, M. y Bouza, J. (2020): "Lo que la pandemia deja al descubierto. El COVID-19 en España", *Espaço e Economia*, 17.
- Taylor, J. (1993): "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, 39, 195-214.
- Tcherneva, P. (2014): "Reorienting Fiscal Policy: A Bottom-up Approach", *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(1), 43-66.
- Tcherneva, P. (2019): "The Federal Job Guarantee: Prevention, not Just a Cure", *Challenge*, 0(0):1-20.
- Todorova, Z. (2013): "Connecting Social Provisioning and Functional Finance in a Post-Keynesian–Institutional Analysis of the Public Sector", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10(1), 61-75.
- Tirole, J. (2012): "The Euro Crisis: some Reflexions on Institutional Reform", *Financial Stability Review (Banque de France)*, 16, 225-242.
- Williams, J. C. (2009): "Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-37.
- Williamson, S. D. (2016): "Current Federal Reserve Policy under the Lens of Economic History: a Review Essay", *Journal of Economic Literature*, 54(3), 922-934.
- Woodford, M. (2003): *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, New Jersey.
- Wray, L. R. (2000): "The Employer of Last Resort Approach to Full Employment", *Levy Economic Institute Working Paper* No.9.
- Wyplosz, C. y Páris, P. (2014): "Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone", *Geneva Special Report on the World Economy* No.3.
- Wyplosz, C. (2020): "So Far, so Good: And now don't be Afraid of Moral Hazard", en *Mitigating the COVID Economic Crisis*, eds. Baldwin, R. y Weder di Mauro, B., 25-30, CEPR Press.

