Efectividad e interrelación de las políticas monetaria y fiscal en las principales economías desarrolladas desde la Gran Recesión de 2008. El valor de los multiplicadores fiscales.

Introducción *2′30″*

- **Enganche**: «es peor el remedio que la enfermedad».
  - Oct. 2012, FMI: previsiones con multiplicadores ≈0,5; observados, 0,9-1,7 (Blanchard-Leigh, 2013).
  - *¿Cuánto vale un euro de gasto? ¿Qué hace un banco central que ya no puede bajar tipos?*
- **Relevancia**: el multiplicador separa escuelas; el límite inferior revisó el consenso NEK.
  - 2 recesiones profundas + inflación; deuda zona del euro 87,7 % (2025).
  - 2026: fin del MRR; Fed y BCE suben en septiembre y BoE en noviembre.
- **Contextualización**: **multiplicador fiscal**: variación de Y por unidad de variación exógena de un instrumento fiscal, frente a un escenario sin ella.
  - **Tono**: monetaria expansiva si $r_t < r^n$; **impulso fiscal** $= -\Delta b^{pe}$.
  - ***Policy mix*** *coherente* o *tensionado*.
  - Consenso roto (Blanchard-Dell'Ariccia-Mauro, 2010): límite inferior; estabilidad financiera; vuelve la fiscal.
- **Problemática**: ¿por qué se quedó sin munición la monetaria? ¿Cuánto vale un euro de gasto? ¿Quién manda?
- **Estructura**: I, monetaria; II, fiscal y multiplicadores; III, interrelación. Orden: EE. UU., zona del euro, R. U., Japón.

Introducción ..... 2′30″
I. Política monetaria ..... 8′
1. Cae el tipo natural ..... 3′30″
2. Límite inferior y no convencional ..... 2′
3. ¿Funcionó? ..... 2′30″
II. Fiscal: los multiplicadores ..... 9′30″
1. Qué es y cómo se mide ..... 1′30″
2. La teoría ..... 4′
3. Los datos ..... 4′
III. Interrelación ..... 9′
1. *Policy mix* y dominancia ..... 2′
2. Multiplicador y monetaria ..... 3′
3. Experiencia por fases ..... 4′
Conclusión ..... 1′

I. Efectividad de la política monetaria *8′*

La monetaria evitó el colapso financiero y la deflación, pero perdió potencia al llegar al límite inferior porque el tipo natural había caído. Los instrumentos nuevos bajaron los tipos largos, con menos fuerza y más costes que el tipo oficial: sola no bastaba.

I.1. El tipo natural cae: estancamiento secular

▹ *a) Idea*

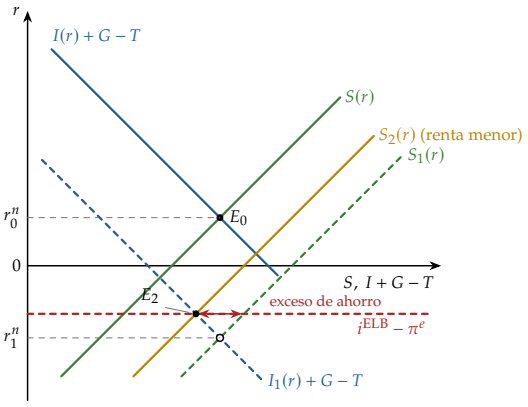
- Hansen (1939): I no absorbe el ahorro de pleno empleo: **estancamiento secular**.
- Summers (FMI, 2013): si el r de pleno empleo es muy bajo, el banco central no llega.

▹ *b) Modelo*

- Fondos prestables [3.A.4] + límite: **tipo natural** $S(r^n, Y_F) = I(r^n) + G - T$.
- *Por qué cae* r^n (Rachel-Summers, 2019):
  - *más ahorro*: envejecimiento, desigualdad, precaución [3.A.33], *saving glut* (Bernanke, 2005);
  - *menos inversión*: población, productividad [3.A.45], capital barato, intangibles.
- *El problema*: r^n inalcanzable:

$$r^n < i^{\text{ELB}} - \pi^e \leq r = i - \pi^e$$

  - Sobra ahorro: se ajusta la renta; paradoja de la frugalidad.

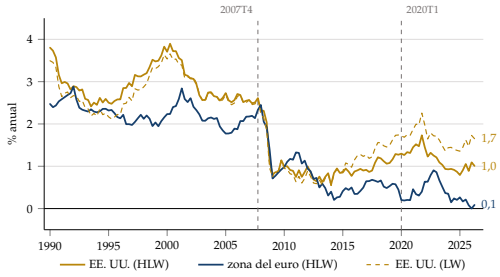


r_1^n bajo el límite: exceso de ahorro, la renta cae hasta E_2

- *Implicaciones*: monetaria sin instrumento; fiscal más eficaz (III.2); deuda barata (III.3).

▹ *c) Extensiones y d) evidencia*

- OLG (Eggertsson-Mehrotra-Robbins, 2019): $r^n < 0$ permanente; escasez de activos seguros (Caballero-Farhi-Gourinchas, 2017).
- Neutral −300 pb en una generación; HLW: EE. UU. 2,6 → 1,0 %; zona del euro 2,3 → 0,1 %.



Tipo natural estimado (HLW): EE. UU. y zona del euro

▹ *e) Valoración*

- Cochrane (2019): problema de oferta.
- ¿Terminado? Summers (2023), sí; Blanchard, no (III.3).

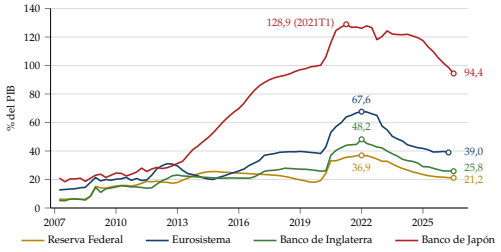
I.2. Límite inferior y respuesta no convencional

- *Tipos a cero*: Fed 2008-15 y 2020-22; BCE negativo 2014-22 (−0,50 %); BoE 0,1 %; BoJ desde los 90.
- *Por qué es grave*: r no baja $\Rightarrow \pi\downarrow$, $r\uparrow$; trampa de Krugman (1998) [3.A.41].
- *Lógica*: el gasto depende del tipo largo:

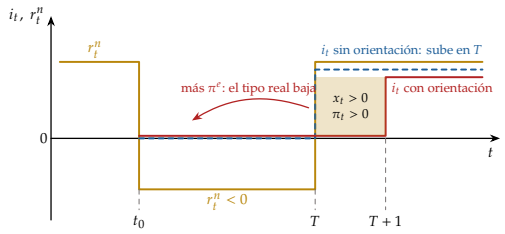
$$i_t^{(n)} = \frac{1}{n}\sum_{k=0}^{n-1} \mathbb{E}_t[i_{t+k}] + \text{prima por plazo}_t$$

  - Cortos esperados: **orientación** y tipos negativos;
  - prima: **compras de activos** (QE), *control de la curva*;
  - crédito: préstamos condicionados (TLTRO) [3.A.36] [3.A.37].
- *Uso*:
  - compras: Fed 2008-14 y 2020-22; BCE APP (deuda pública desde 2015) y PEPP (1,85 bill.); BoE 895.000 M£; BoJ masivas desde 2013;
  - negativos: BCE y BoJ; curva: solo BoJ (2016-24);
  - orientación: BoJ 1999, Fed 2008, BCE y BoE 2013.
- *Balance* (2007 → 2021, % PIB): Fed 6 → 37; Eurosistema 13 → 68; BoE 5 → 48; BoJ 18 → 129.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal



Activo de los bancos centrales (% PIB)



Orientación: los anuncios bajan los tipos cortos esperados y los largos

I.3. ¿Funcionó? Eficacia y costes

- *Funcionó*: prima a 10 años −30 a −100 pb (Gagnon et al., 2011); QE + orientación ≈3 pp de recorte (Bernanke, 2020); OMT sin comprar un bono.
- *Menos*: rendimientos decrecientes; Japón no llega al 2 % duradero.
- *Costes*:
  - pérdidas: BCE −7.944 M€ (2024) y −1.254 M€ (2025);
  - distribución (activos vs. empleo); estabilidad financiera: macroprudencial [3.B.27];
  - frontera fiscal: independencia = subir tipos cuando toque.
- *Normalización 2022-26*: balances aún muy por encima de 2007.

II. Política fiscal: los multiplicadores *9′30″*

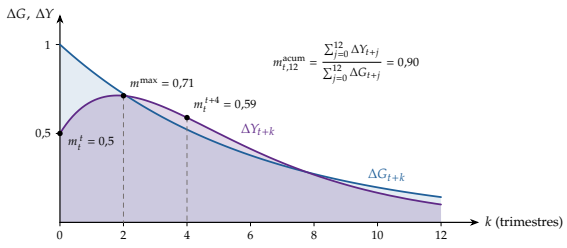
El multiplicador no es un número fijo: la teoría da de menos de 1 a más de 2 según precios, hogares y, sobre todo, la respuesta del banco central; los datos, 0,6-1 en tiempos normales y por encima de 1 cuando la monetaria acompaña.

II.1. Qué es y cómo se mide

- Por instrumento: gasto, transferencias, impuestos (negativo).
- Por horizonte: *impacto*, *a k periodos*, *máximo*; *acumulado* (Ramey-Zubairy, 2018):

$$m^{\text{acum}}_{t,k} = \frac{\sum_{j=0}^{k} \Delta Y_{t+j}}{\sum_{j=0}^{k} \Delta G_{t+j}}$$

  - > 1: arrastra al gasto privado; < 1: lo expulsa en parte.



Joroba ilustrativa: impacto 0,5; máximo 0,71; acumulado a 12 trimestres 0,90

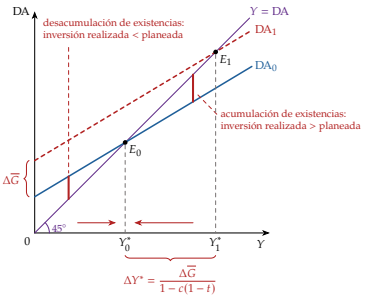
II.2. De qué depende: la teoría

El multiplicador keynesiano

- Kahn (1931), Keynes (1936) [3.A.4]: precios rígidos, paro:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta \overline{G}} = \frac{1}{1 - c(1-t)}\ ; \quad \text{abierta: } \frac{1}{1 - c(1-t) + m}$$

  - IS-LM: $+bk/h$ (expulsión) [3.A.5]; si el banco central fija i, vuelve al de la cruz.
  - Presupuesto equilibrado = 1 (Haavelmo, 1945). Keynes: ≈2,5.
  - − sin expectativas: crítica de Lucas [3.A.6].



Cruz keynesiana: el gasto desplaza la DA y Y sube más

El ciclo real: el efecto riqueza

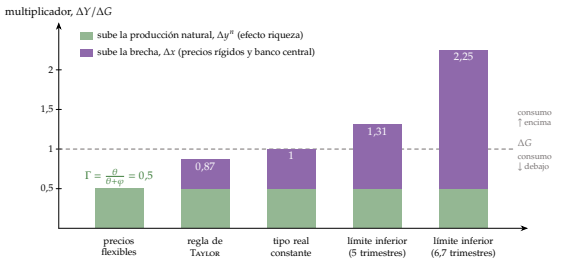
- **Equivalencia ricardiana** (Barro, 1974) [3.A.39]: gasto ⇒ impuestos ⇒ *riqueza*↓: C↓, L↑, Y↑.
  - Sin capital: $\Gamma = \theta/(\theta+\varphi) \in (0,1)$ (0,5).
  - Baxter-King (1993): transitorio ≈0,03; persistente ≈0,3; permanente a LP 0,75 (1,2 con trabajo más elástico) [3.A.38].
  - − en los datos C no cae (Blanchard-Perotti, 2002).

El modelo neokeynesiano: depende del banco central

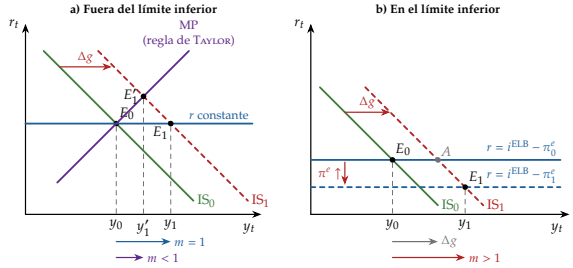
- Woodford (2011) [3.A.7]: IS con gasto:

$$y_t = \mathbb{E}_t[y_{t+1}] - \tfrac{1}{\theta}\left(i_t - \mathbb{E}_t[\pi_{t+1}] - \rho\right) + \left(g_t - \mathbb{E}_t[g_{t+1}]\right)$$

  - Solución: $m = \Gamma + \psi_x = \frac{1+\Omega\Gamma}{1+\Omega}$.
- Según la monetaria:
  - precios flexibles: $\Gamma < 1$; Taylor: ≈0,87;
  - tipo real constante: *exactamente 1*;
  - límite inferior: > 1 (III.2).
- Mayor cuanto más acomodaticio el banco central y más rígidos los precios; con Taylor, un gasto más persistente lo baja algo.



Multiplicador NEK: Γ (producción natural) + brecha, según el banco central



El multiplicador según la respuesta del banco central

Hogares que viven al día y HANK

- ≈mitad de la renta a hogares que consumen su renta (Campbell-Mankiw, 1989) [3.A.33].
  - Galí-López-Salido-Vallés (2007): C↑, sin ER, multiplicador mayor.
  - *Cruz intertemporal* (Auclert-Rognlie-Straub, 2024): con deuda, > 1 [3.A.37].
  - Importa *a quién*: transferencias focalizadas hasta 2.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

II.3. Qué dicen los datos

El problema y los métodos

- Gasto e impuestos responden al ciclo y se anticipan:
  - *SVAR* (Blanchard-Perotti, 2002);
  - *narrativo* (Romer-Romer, 2010; Ramey, 2011, gasto militar);
  - *proyecciones locales* (Jordà, 2005; Auerbach-Gorodnichenko, 2012);
  - *locales* (Nakamura-Steinsson, 2014: *relativo*);
  - *modelos estimados* (Coenen et al., 2012).

Lo que dicen los datos

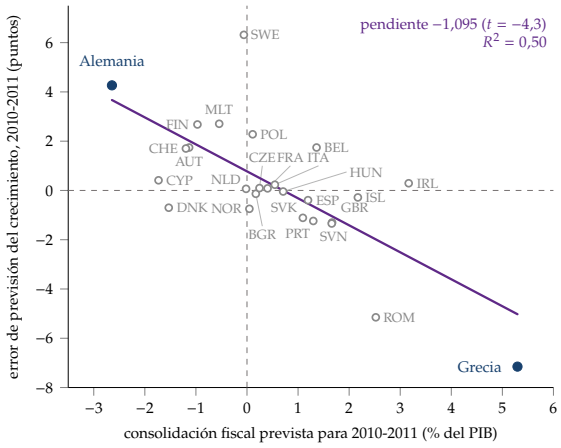
- Ramey (2019): gasto **0,6-1**; impuestos **2-3**; > 1 solo con monetaria acomodaticia.
  - Gasto estudiado transitorio; impuestos permanentes (incentivos).
  - Auerbach-Gorodnichenko: 2,2 en recesión; Ramey-Zubairy: < 1 siempre.

Los determinantes

- *Monetaria* (el más sólido); *instrumento* (inversión y transferencias focalizadas).
- *Apertura y tipo de cambio*: flexible casi nulo, fijo positivo.
- *Deuda* > 60 %: nulo y negativo a LP (Ilzetzki-Mendoza-Végh, 2013).

La prueba de la austeridad

- Blanchard-Leigh (2013): 26 economías europeas; pendiente −1,095.
  - Multiplicadores casi 1 punto mayores que el 0,5 supuesto.
  - Sin efectos no keynesianos [3.A.39]; matiz de Ramey: los supuestos eran bajos.



Error de previsión frente a consolidación prevista: pendiente −1,095

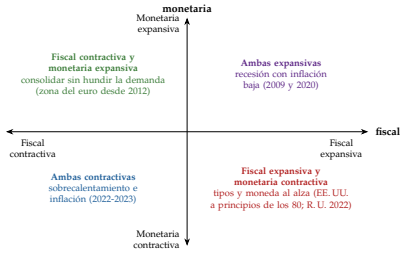
III. Interrelación de las políticas desde 2008 9′

Más eficaces juntas, sin que una se ponga al servicio de la otra: el gasto multiplica más si el banco central acompaña, y el banco central solo es independiente si la fiscal es sostenible. Coherentes en 2009 y 2020; tensionadas en 2010-13 y 2022.

III.1. *Policy mix* y dominancia

La combinación de políticas

- 4 cuadrantes:
  - ambas expansivas (2009, 2020); ambas contractivas (2022-23);
  - fiscal expansiva + monetaria contractiva (EE. UU. años 80, R. U. 2022);
  - fiscal contractiva + monetaria expansiva (zona del euro desde 2012).
- Coherente ≠ mismo signo: «juntos, pero no revueltos».



Policy mix*: los 4 cuadrantes*

Dominancia monetaria y fiscal

- Sargent-Wallace (1981), Leeper (1991) [3.A.39]:
  - **dominancia monetaria**: monetaria *activa*, fiscal *pasiva*;
  - **dominancia fiscal**: se ajusta la monetaria (señoreaje o nivel de precios).

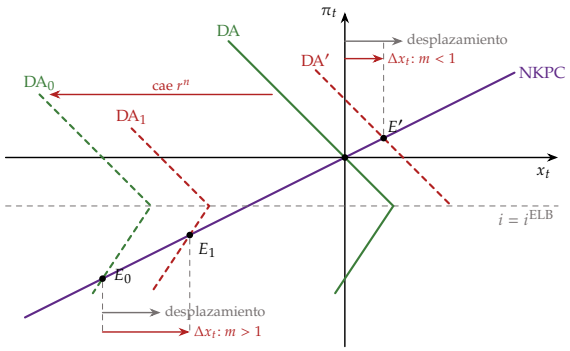
III.2. El multiplicador según la monetaria

El multiplicador en el límite inferior

- Taylor: < 1; banco central que acompaña: > 1; dominancia fiscal: mayor (Leeper-Traum-Walker, 2017).
- En el límite (prob. de seguir q): gasto ⇒ $\pi^e\uparrow$, i fijo ⇒ $r\downarrow$ ⇒ $C\uparrow$:

$$m^{\text{ELB}} = \frac{(1-q)(1-\beta q) - q\kappa\Gamma/\theta}{(1-q)(1-\beta q) - q\kappa/\theta} > 1$$

  - 1,31 si dura 5 trim.; 2,25 si 6,7; Taylor, 0,87.
  - DA con codo: bajo el límite, *creciente* y más inclinada que la NKPC.



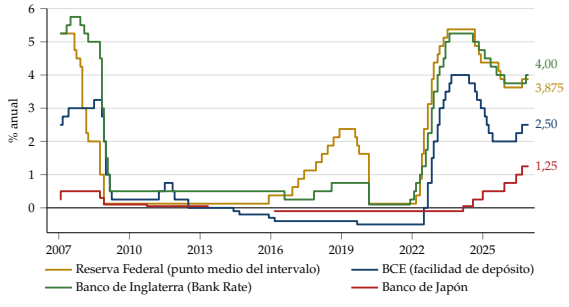
DA con codo en i^{ELB}: el gasto mueve x_t más que el desplazamiento (m > 1)

- *Impl.*: estímulo temporal; *paradoja del esfuerzo*: rebajas al trabajo, contractivas (Eggertsson, 2010); gasto 0,48 → 2,3 (Eggertsson, 2011).
- *Evid.*: 3,7 sin capital, unas 3 veces el normal (Christiano-Eichenbaum-Rebelo, 2011); bancos centrales, 2-3.
- *Val.*: desconfiar del extremo [3.A.37]; el gasto debe llegar *mientras* dura el límite.

En una unión monetaria y la otra dirección

- Multiplicador relativo ≈1,5 (Nakamura-Steinsson); en el euro, fiscal = único instrumento propio [3.B.16].
- Deuda alta y corta: cada subida la encarece; con r^n bajo, más papel fiscal en recesión (Blanchard-Summers, 2017).

III.3. Experiencia por fases



Tipos oficiales: Fed, BCE, BoE y BoJ

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

2008-2009: estímulo coordinado

- FMI: estímulo del 2 %, temporal, rápido, dirigido; ARRA (≈831.000 M$); Plan Europeo (1,5 % PIB) [3.B.19].
- ARRA entre estados ≈2 (relativo).

2010-2014: austeridad y crisis del euro

- G-20 Toronto (2010); zona del euro retira ≈4 pp; BCE sube en 2011 [3.B.45] [4.B.26].
- Se consolida con los tipos en el límite: el error de los multiplicadores (Blanchard-Leigh).
- Draghi, «lo que sea necesario» (26/7/2012); OMT [3.B.43].
- Japón: abenomía 2013 + impuesto sobre el consumo al 8 % (2014): tensionada.

2015-2019: tipos bajos y $r < \gamma_Y$

- Blanchard (2019): con déficit primario constante la deuda converge:

$$d^* = \frac{(g-\tau)(1+\gamma_Y)}{\gamma_Y - r}$$

  - Críticas: volátil, cambia de signo (Wyplosz, 2019); no avisa (Mauro-Zhou, 2020).

2020-2021: la Covid

- Compras masivas; CARES (≈1,8 bill. $), Plan de Rescate (1,9), SURE, NGEU (1.ª deuda común); impulso 2020: 5,0 / 3,4 / 8,2 / 4,9 pp.
- *Oferta keynesiana* (Guerrieri et al., 2022): mejor seguros de rentas que gasto genérico.
- Tras crisis sanitaria, acumulado doble (Kinda-Lengyel-Chahande, 2022); la mayor coordinación, cerca de lo «revuelto».

2021-2026: inflación y subida de tipos

- Inflación 9,1 % EE. UU., 10,6 % zona del euro; TFNP (Bianchi-Faccini-Melosi, 2023).
- Fed +525 pb, BCE +450; *tensionada*: ayudas energéticas europeas; R. U. (2022): «revueltos».
- TPI (2022): dominancia monetaria con red [3.B.43].
- Herencia: marco fiscal europeo (abr. 2024, senda de gasto neto); Alemania reforma el freno de la deuda (2025).
- Deuda 2007 → 2025 (% PIB): EE. UU. 65 → 124; zona del euro 66 → 87; R. U. 43 → 102; Japón 150 → 205.
- 2026, vuelven a subir: Fed 3,75-4,00 %, BCE 2,50 % y BoJ 1,25 % (sept.); BoE 4 % (5/11).
- $r - \gamma_Y < 0$ en las 4 (2021-25); 2025: −1,0 EE. UU., −1,6 zona del euro.
- ¿Fin del estancamiento? (PIIE, 2023):
  - Summers, sí: neutral > 0,5 % (deuda, transición, defensa);
  - Blanchard, no: 35 años de caída y fuerzas de fondo; desacuerdo en parte de definición.

Conclusión *1′*

- **Recapitulación**:
  - monetaria sin instrumento: r^n bajo el límite;
  - multiplicador 0,6-1 normal, > 1 si la monetaria acompaña;
  - coherentes 2009 y 2020, tensionadas 2010-13 y 2022.
- **Relevancia**: deudas ≈100 % y tipos al alza: margen escaso; saber cuándo multiplica decide cuándo gastar.
- **Extensiones**: [3.A.39] [3.A.36] [3.A.37] [3.A.38] [3.A.41] [3.B.43].
- **Opinión**: lección de calendario: gastar con fuerza en el límite (multiplica y la deuda es barata), consolidar cuando economía y banco central lo absorben.
  - Europa: al revés en 2010-13, al derecho en 2020; entre medias, la red del BCE: «lo que sea necesario» (Draghi, 2012).
- **Idea final**: en 2010-13 el remedio fue peor que la enfermedad porque se aplicó solo; el multiplicador depende del banco central: *juntos, pero no revueltos*.

Datos clave

- r^* (HLW): EE. UU. **2,6 → 1,0 %** (Fed NY); zona del euro **2,3 → 0,1 %** (Fed NY).
- Balance máximo 2021: Eurosistema **68 %** (BPI); BoJ **129 % del PIB** (BPI).
- Pérdidas del BCE: **7.944 M€** (2024); **1.254 M€** (2025).
- Inflación máxima: **9,1 %** (EE. UU.); **10,6 %** (zona del euro, 2022).

Autores y fechas

1931 Kahn: multiplicador
1939 Hansen: estancamiento
1974 Barro: ER
1993 Baxter-King
2002 Blanchard-Perotti
2011 Woodford; Christiano et al.
2013 Blanchard-Leigh; Summers
2019 Ramey; Blanchard: $r < \gamma_Y$

Preguntas del tribunal

1. **¿Por qué mayor en el límite?** $\pi^e \uparrow$ con i fijo: $r \downarrow$, $C \uparrow$.
2. **¿Error la austeridad?** Sin compensación monetaria; pendiente −1,095.
3. **¿Gasto 0,6-1 e impuestos 2-3?** Transitorio vs. permanente.
4. **¿Qué mide Nakamura-Steinsson?** Un multiplicador *relativo*.
5. **¿Ha terminado el estancamiento?** Summers, sí; Blanchard, no.

Ojo en el test

- Acumulado: dividir por el *gasto acumulado*.
- NEK: tipo real constante, exactamente 1.
- Dominancia monetaria: monetaria *activa*.
- OMT: nunca se activaron.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal