
Tercera parte:
Respuestas internacionales

La crisis y las finanzas públicas: un legado de consolidación pendiente

Resumen:

La crisis económica y financiera ha deteriorado la posición fiscal de la mayor parte de las economías desarrolladas hasta extremos inéditos en generaciones. La caída de la actividad, los estímulos fiscales y los apoyos financieros que ha sido necesario instrumentar explican ese drástico deterioro. Aunque la reactivación económica que está comenzando a afirmarse pueda aliviar en cierta medida los déficits fiscales, una consolidación fiscal sustancial –de unos ocho puntos del PIB en el saldo primario estructural–, que sitúe a la deuda pública de nuevo en una senda sostenible, se presenta como uno de los desafíos más importantes para las políticas económicas en los próximos años. Para lograrlo será necesario no sólo un fuerte ajuste presupuestario corriente, sino también cambios en los compromisos de largo plazo del gasto en pensiones y sanidad, y sobre todo consolidar unas tasas de crecimiento sostenible suficientemente elevadas, mediante reformas estructurales. En el corto plazo, los planes de consolidación fiscal deben ser compatibles, por un lado, con el mantenimiento de un cierto tono expansivo, que contribuya a sostener la aún débil demanda privada, y, por otro, con aplacar las sospechas de insostenibilidad de la deuda pública, que podrían llevar a los mercados a imponer primas de riesgo crecientes sobre ella. En definitiva, los desafíos sobre las finanzas públicas son importantes y, además, algunos retos trascienden este ámbito. Así, la imbricación entre política monetaria y fiscal durante la crisis hace que la reafirmación de la independencia del banco central constituya otro reto fundamental para las autoridades económicas, especialmente en un

contexto de fragilidad de las finanzas públicas. Por último, dado el carácter global de la crisis, otro aspecto fundamental para facilitar una salida ordenada es la concertación internacional, que debería reflejarse en políticas macroeconómicas consistentes a escala global.

Palabras clave:

crisis económica y financiera, estímulos fiscales, déficit fiscal, deuda pública, política monetaria y fiscal

Abstract:

The economic and financial crisis has left the public finances of most advanced economies in a precarious position. The fall in activity, coupled with the fiscal and financial support implemented by the authorities, explain this dramatic deterioration. True, the economic recovery under way may relieve fiscal deficits to some extent; but a substantial fiscal consolidation –an improvement of around 8 pp of GDP in the structural primary balance– that places the public debt on a sustainable path is one of the paramount economic policy challenges ahead in the coming years. To achieve this, a sharp current budget adjustment may not suffice; changes in long-term entitlement commitments will be required and, above all, it will be key to entrench a sizable and sustainable rate of growth, through structural reforms. In the short run, the consolidation plans should be compatible, on one hand, with some continuing fiscal expansion to support –still-sluggish private activity and, on the other, with the neutralisation of expectations that debt may be unsustainable, which could lead the markets to impose increasing risk premia on public debt. All in all, the challenges are daunting, not only in the sphere of domestic public finances, but beyond this, too. In particular, the interweaving of fiscal and monetary policy during the crisis on top of fragile fiscal positions means that reasserting the independence of central banks will be another key priority for policymakers. Finally, given the global nature of the crisis, another pivotal issue to provide for an orderly exit is to maintain international cooperation, in the form of consistent policy options at the global level.

Key words:

economic and financial crisis, fiscal and financial support, fiscal deficit, public debt, fiscal and monetary policy

La crisis y las finanzas públicas: un legado de consolidación pendiente

Introducción

La crisis financiera de los últimos dos años ha provocado la recesión global más profunda desde la Segunda Guerra Mundial y ha precipitado un rápido e intenso deterioro de las finanzas públicas en la gran mayoría de las economías desarrolladas, como se recoge en el gráfico 1.

La parálisis de la actividad financiera tras la quiebra de Lehman Brothers obligó a los gobiernos a desplegar, de manera relativamente coordinada, todo un arsenal de medidas de política monetaria, financiera y fiscal, empleando una ingente cantidad de recursos públicos, para evitar el colapso del sistema financiero mundial y un desplome aún mayor de la actividad econó-

mica. La fuerte caída de la actividad ha supuesto además un recorte drástico de los ingresos públicos y un incremento del gasto, que han disparado los déficit públicos y la deuda de los gobiernos en las principales economías. Aunque a partir de la segunda mitad de 2009 se ha observado una reactivación de la actividad, en las economías avanzadas la recuperación es todavía muy dependiente de las medidas de apoyo puestas en marcha por los gobiernos y cabe esperar que estos las mantengan hasta que la demanda privada gane una mayor autonomía.

En definitiva, las secuelas de la crisis sobre las cuentas públicas serán muy profundas y duraderas, y esto plantea retos importantes para las autoridades económicas. En el futuro más

* Pilar L'Hotellerie-Fallois es directora y Enrique Alberola, coordinador ejecutivo de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. Se agradece el excelente apoyo técnico brindado por Fernando Gutiérrez del Arroyo. Las opiniones expresadas por los autores no representan necesariamente las del Banco de España.

próximo, la retirada del impulso fiscal impartido plantea cuestiones importantes de secuenciación con la política monetaria y de necesaria coordinación internacional, dada la magnitud del impacto que produciría una salida simultánea del impulso fiscal. Pero, sin duda, en los próximos años uno de los principales retos de la política económica será conseguir un grado suficiente de consolidación fiscal para reconducir las cuentas públicas a una senda de sostenibilidad.

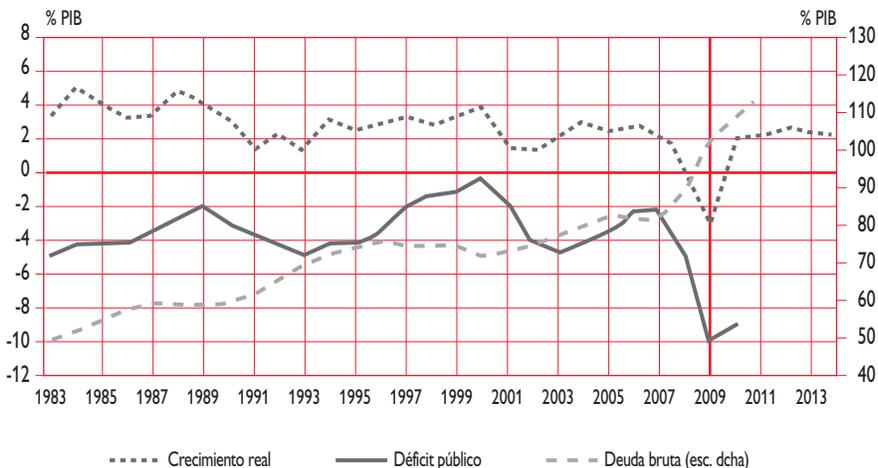
Este artículo reflexiona sobre algunas de estas cuestiones, centrándose principalmente en la posición de las economías desarrolladas, que han estado en el origen de la crisis y han

sido, también, las más afectadas desde la perspectiva fiscal. No obstante, la comparación con las principales economías emergentes, entre ellas algunas latinoamericanas, proporciona una referencia importante a la que se acude a lo largo del trabajo.

El análisis se inicia en el siguiente epígrafe, con una valoración de la situación de las finanzas públicas previa a la crisis, menos sólida de lo que dejaban ver las cifras disponibles entonces. El impacto de la crisis se contempla a continuación en dos dimensiones: la respuesta de política económica –en su doble vertiente de planes de apoyo al sistema financiero y de estímulo

Gráfico 1

Las economías desarrolladas*
en el medio plazo (1983-2014)



* El agregado de economías avanzadas incluye al G-4: EE UU, área euro, Japón y Reino Unido (ponderación con pesos FMI). El área del euro incluye, por su parte, las cuatro grandes economías del agregado: Alemania, Francia, Italia y España.

Fuente: FMI-WEO-Oct.09 y FMI- "The State of Public Finances" y Banco de España para España.

fiscal a la actividad– y el propio impacto de la caída de la actividad económica y financiera sobre las cuentas públicas, que trasciende los efectos meramente cíclicos. Posteriormente se valoran las perspectivas de las finanzas públicas, con especial atención a la dinámica ascendente de la deuda, y la necesidad de consolidación y ajuste fiscal, para reconducir el déficit y la deuda a unos niveles más adecuados que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio plazo. Antes de pasar a las conclusiones, se reflexiona sobre las posibles interacciones entre el ajuste fiscal pendiente y la actuación de otras políticas económicas, en particular la monetaria.

I. El punto de partida. La situación fiscal previa a la crisis

En una perspectiva de medio plazo, la situación fiscal en las economías desarrolladas previa a la crisis no parecía particularmente delicada –salvo en Japón, donde el largo declive económico (que ahora cumple dos décadas) había situado la ratio de deuda bruta sobre el PIB cerca del 200%–. En 2007, el déficit del conjunto de las principales economías avanzadas¹ se situaba algo por encima del 1% del PIB y el saldo estructural se estimaba en un porcentaje sólo unas décimas mayor. Estas cifras eran mucho más favorables que las observadas al inicio de los años noventa, cuando los déficit promedio rondaban casi el 4% del PIB, mientras que los niveles de deuda mostraban

una senda ascendente en los principales países. Los esfuerzos de consolidación fiscal de los años noventa permitieron corregir esa situación y estabilizar los niveles de deuda, dejando a las finanzas públicas en una senda más favorable (véase el gráfico 2). No obstante, hay que introducir algunas matizaciones a la valoración de la situación fiscal en los momentos previos a la crisis:

1. Tras el ajuste de los años noventa, la posición fiscal se había vuelto a deteriorar paulatinamente. Desde que en el año 2000 se alcanzara un equilibrio presupuestario en el conjunto de las economías avanzadas, el déficit se fue ampliando progresivamente, debido a la recesión con la que se inició la década, y tras la recuperación los ratios no volvieron a sus niveles anteriores. La senda descendente de la deuda pública revirtió suavemente a partir de 2002, salvo en el caso de España.
2. Adicionalmente, como se observa en el primer panel del gráfico 3, los ingresos públicos registraron un fuerte incremento en los últimos años, más intenso que lo que el dinamismo de la actividad sugeriría, esto fue debido a un patrón de crecimiento sesgado, en algunos casos, hacia sectores –como el inmobiliario o el financiero– que en las circunstancias previas a la crisis tendieron a generar flujos de ingresos extraordinariamente elevados en países como Estados Unidos, Reino Unido o

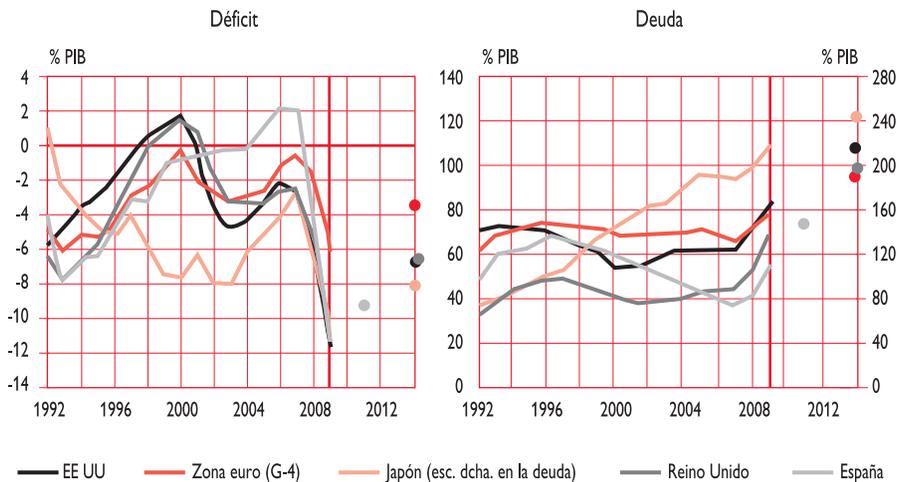
España. Además, el fuerte crecimiento de los ingresos en los años previos a la crisis vino acompañado de una expansión paralela del gasto (mientras que, entre 1994 y 2004, se había observado un ligero aumento de los ingresos y una caída moderada de los gastos). Desde este punto de vista, la mejora de los saldos fiscales debe en realidad ser considerada como tímida y la disciplina fiscal insuficiente.

- Tras la crisis, la valoración de la situación fiscal de partida ha cambiado. Por una parte, el desplome del sector de la vivienda y del sec-

tor financiero ha puesto de manifiesto el carácter no permanente de los ingresos que generaban. Por otra parte, pero relacionado con lo anterior, la noción de velocidad de crucero de la economía –o de ritmo de crecimiento sostenible– ha sufrido un recorte considerable. Ahora existe la certeza –que era una sospecha para algunos antes de la crisis– de que el crecimiento de los últimos años estaba fundamentado, en parte, en unas condiciones financieras excesivamente laxas, que dieron lugar a amplios desequilibrios macroeconómicos y patrimoniales, y que, eventualmente, cebaron la crisis. Se

Gráfico 2

Evolución del déficit y de la deuda pública (1992-2014) *



* Los datos de 2014 son previsiones del FMI de oct-09 excepto España que son previsiones de la Comisión Europea de nov-09.

Fuente: FMI-WEO-Oct. 09 y FMI- "The State of Public Finances" y Banco de España para España (previsiones de la Comisión Europea).

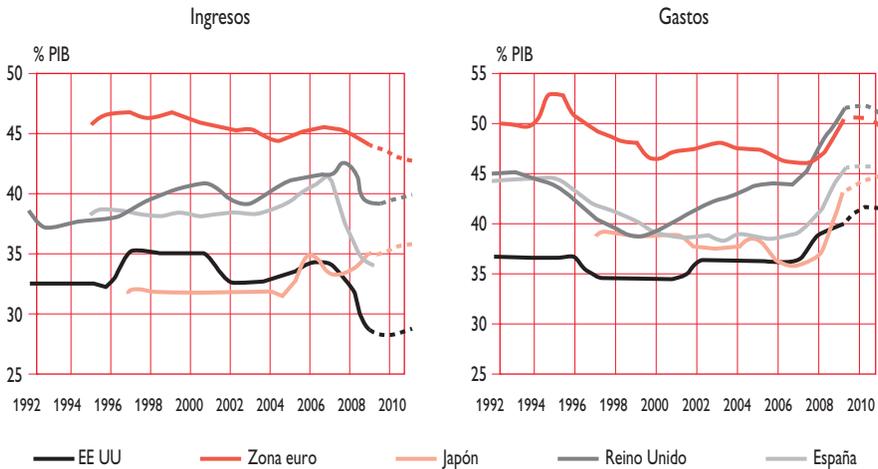
estaba creciendo, por tanto, por encima del ritmo sostenible. En el gráfico 4 se ilustra esta idea a través de la estimación del crecimiento potencial realizada por el FMI antes y después de la crisis. Aunque el concepto de crecimiento potencial no es estrictamente el de crecimiento sostenible al que nos hemos referido antes², permite ilustrar una diferencia significativa entre ambas estimaciones, en torno a medio punto porcentual, desde 2002. Si el crecimiento sostenible era menor que el estimado, la contribución del ciclo a la mejora del saldo observado era en realidad

mayor y, por lo tanto, la posición fiscal ajustada por el ciclo era peor que la estimada y percibida.

4. Finalmente, sobre las finanzas públicas de las economías desarrolladas se proyecta la sombra de un fuerte incremento futuro de las cargas sociales asociadas al envejecimiento –particularmente gastos en pensiones y salud– que pueden suponer entre 3 y 4 puntos porcentuales del PIB en las próximas dos décadas, según cálculos del FMI, no muy distintos de los de otras instituciones.

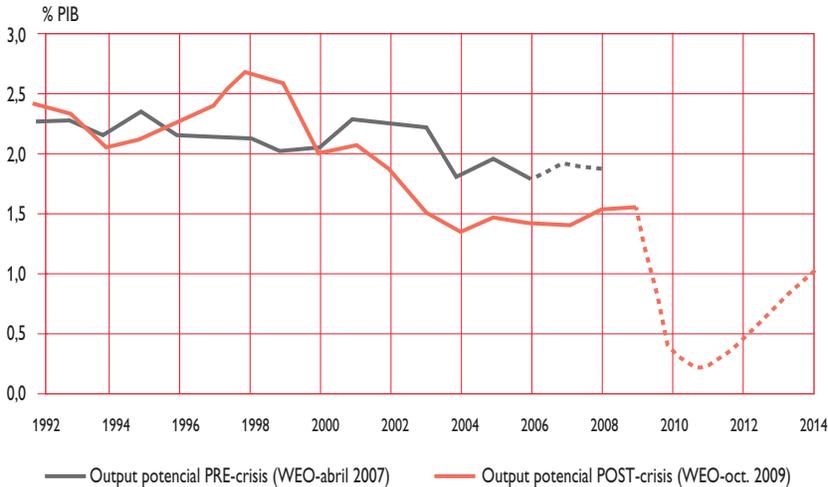
Gráfico 3

Evolución de los ingresos y de los gastos públicos (1992-2014)



Fuente: Eurostat.

Gráfico 4
Crecimiento potencial
(países del G-7)



Fuente: FMI-WEO abril 2007 y WEO-octubre 2009.

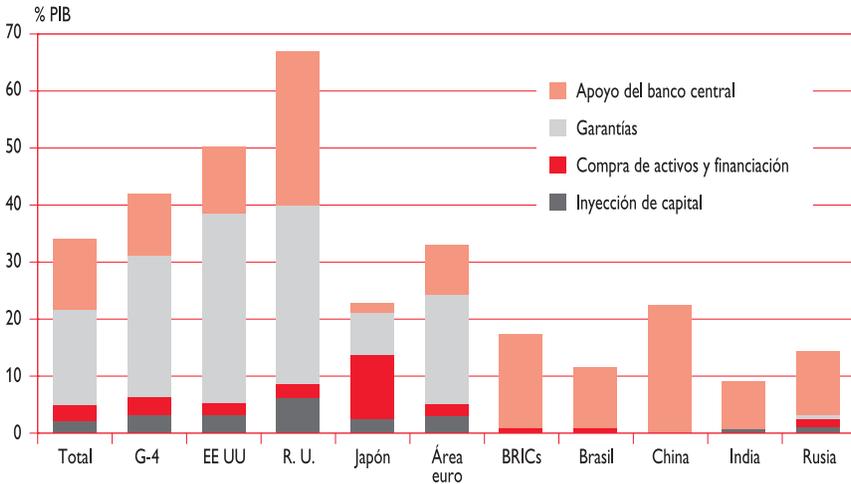
II. La crisis y su impacto sobre las cuentas públicas

Al analizar el impacto de la crisis sobre las cuentas públicas, conviene distinguir entre tres efectos diferentes, que se materializaron de un modo más o menos simultáneo: i) el derivado de las medidas de apoyo al sistema financiero, que, aunque en un principio implicaron cantidades potencialmente muy elevadas de recursos, han tenido, por el momento, un impacto fiscal moderado e inferior a lo esperado al desencadenarse la crisis; ii) el impacto sobre el saldo fiscal asociado con la caída de la activi-

dad, tanto productiva como financiera; y iii) los planes de estímulo fiscal que se pusieron en marcha para limitar dicha caída.

Desde el punto de vista de la actuación de las políticas económicas, el aspecto más novedoso de esta crisis ha sido el *apoyo al sistema financiero*, que no sólo ha implicado a las autoridades fiscales, sino también a los bancos centrales y a otras entidades públicas –como los fondos de garantías de depósitos e instituciones financieras de carácter público o semipúblico–. Aunque este tipo de apoyo se inició en el verano de 2007, no tuvo implicaciones fiscales importantes hasta la quiebra de Lehman.

Gráfico 5
Monto y composición de las medidas de apoyo al sector financiero.
Enero 2010 *



* Los datos de Japón y BRICs están actualizados a fecha de octubre de 2009.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, Comisión Europea, Tesoro EE UU y bancos centrales.

Entonces, se produjo un gran salto cuantitativo y cualitativo en el apoyo financiero, tanto en las economías avanzadas como, en menor medida y con cierto retraso, en las economías emergentes.

El gráfico 5 recoge el monto comprometido en las medidas de apoyo al sistema financiero desde el inicio de la turbulencia, en 2007, hasta enero de 2010, para un conjunto de países y regiones, tanto desarrollados como emergentes, que representan casi el 70% del PIB mundial³, medido en porcentaje del PIB⁴. Las medidas aparecen divididas en cuatro categorías: 1) *Inyecciones de capital a bancos u otras instituciones financieras*, llevadas a cabo, en

general, por el Tesoro Público; 2) *compra de activos y financiación*, tanto al sector financiero como a otros sectores productivos, también llevadas a cabo por el Tesoro; 3) *apoyo financiero por parte del banco central*, categoría que incluye la provisión de liquidez, así como la financiación directa y compra de activos, y 4) *garantías* sobre emisiones de deuda u otros pasivos y, más recientemente, sobre activos de valor incierto de las entidades financieras⁵.

La cantidad de fondos comprometidos en el conjunto de países considerado alcanzaba el 33% del PIB de estas economías al principio de 2010. La magnitud del apoyo es mucho mayor

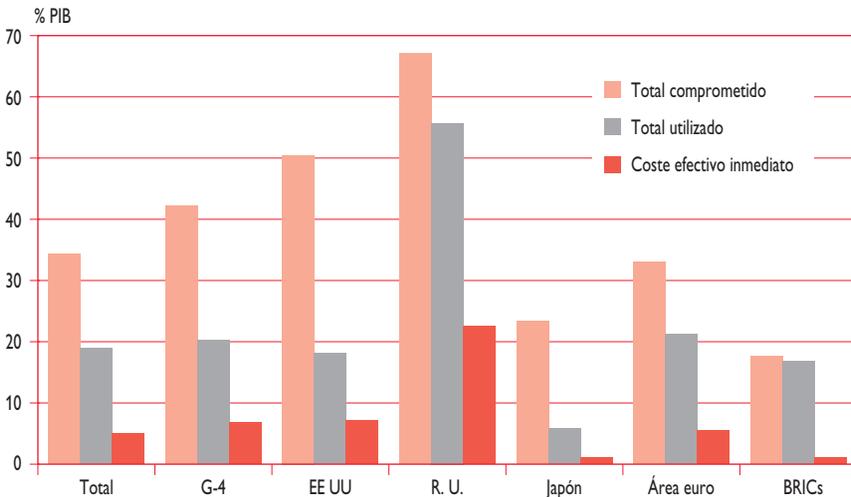
en las economías avanzadas (42% de su PIB) que en los BRIC (un 17%). Cabe señalar, no obstante, que en las economías avanzadas la cuantía de los apoyos está ahora bastante alejada de su máximo, alcanzado el verano del 2009 y que rondó el 50% del PIB, mientras que en las emergentes esa cifra ha seguido creciendo.

En las economías avanzadas, el abanico de medidas introducidas ha sido muy amplio. La mayor proporción de apoyos está comprometida mediante garantías sobre activos y pasivos bancarios (algo más de la mitad del

apoyo total) y el respaldo financiero de los bancos centrales (un tercio del total de apoyos, es decir, un 11% del PIB); las compras de activos y la financiación directa por parte del Tesoro, por un lado, y las inyecciones de capital, por otro, han contribuido en menor proporción. Sin embargo, en las economías emergentes el respaldo del banco central ha sido el apoyo dominante (único, en el caso de China). Esta marcada diferencia obedece a la distinta naturaleza que ha revestido la crisis financiera en cada caso, con un impacto mucho mayor sobre los bancos de los países

Gráfico 6

Cantidades comprometidas, utilizadas y su coste efectivo.
Enero 2010 *



* Los datos de Japón y BRICS están actualizados a fecha de octubre de 2009.

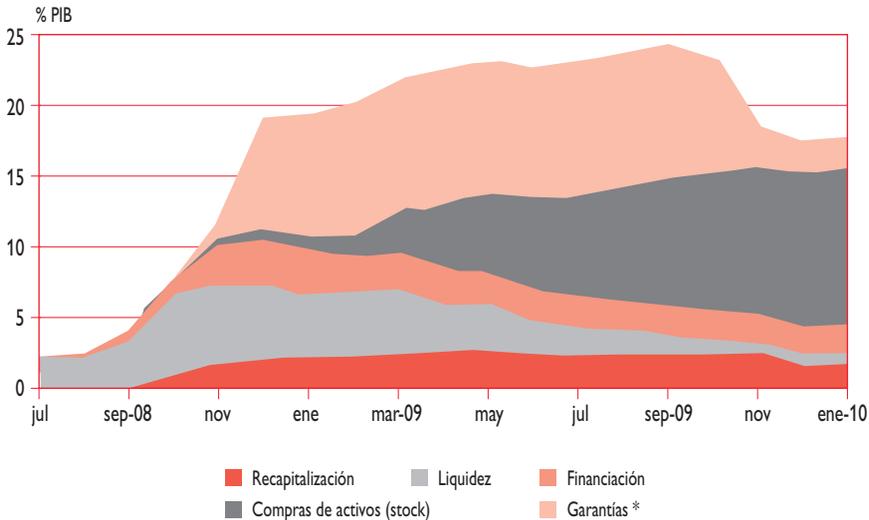
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, Comisión Europea, Tesoro EE UU y bancos centrales.

desarrollados, que adoptaron un modelo de negocio más sofisticado y crecientemente sesgado hacia estrategias complejas y arriesgadas. Por otra parte, dentro del grupo de las economías avanzadas hay diferencias significativas en la magnitud del apoyo financiero: Estados Unidos y Reino Unido destacan por encima del resto, tanto por la cuantía comprometida, del 50 y del 67% del PIB, respectivamente (aunque en ambos países los apoyos llegaron a superar el 80% del PIB), como por haber llevado la iniciativa y marcado el paso en este ámbito.

A pesar de la extraordinaria magnitud del apoyo financiero, las implicaciones fiscales están siendo, en principio, más reducidas. Por un lado, el cómputo realizado refleja todos los apoyos comprometidos, que en la práctica sólo han sido parcialmente utilizados. Por otro lado, sólo una parte del monto utilizado requiere un desembolso efectivo o ser cubierto con recursos financieros del fisco. En general, sólo las inyecciones de capital, los préstamos y la compra de activos por parte del Tesoro implican un coste efectivo e inmediato con impacto presupuestario y, como se

Gráfico 7

Evolución de los apoyos financieros en EE UU



* En el caso de las garantías, se excluyen las concedidas a Money Market Mutual Funds.

Fuente: Reserva Federal, Tesoro de los Estados Unidos y Banco de España.

ha señalado, este tipo de intervención ha representado una parte reducida del apoyo total. Por el contrario, las intervenciones de los bancos centrales, salvo las realizadas con apoyo financiero de los tesoros, no tienen en principio un impacto presupuestario, y las garantías sólo lo tienen si se activan (aunque en algún caso se hayan provisionado fondos presupuestarios para hacer frente a tales contingencias).

El gráfico 6 ilustra la importancia de distinguir entre estos conceptos. Puede observarse que el coste efectivo inmediato ha sido sólo una parte reducida de las cantidades comprometidas inicialmente o, incluso, de las utilizadas. Así, en las principales economías desarrolladas, el coste efectivo se estima en un 6,3% del PIB, frente al 42% del total comprometido y al 20% del PIB que representa el apoyo utilizado; en las economías emergentes, la proporción es aún menor⁶.

Es interesante analizar la dinámica de los respaldos financieros durante el desarrollo de la crisis y la evolución de los costes fiscales de tal apoyo. La relativa normalización de los mercados y la recuperación de la actividad, aunque frágil, ha permitido reducir el monto y el uso del respaldo financiero que, como se ha señalado, alcanzó su apogeo hacia mediados de 2009. El gráfico 7 ilustra cómo ha evolucionado la utilización de los distintos instrumentos de apoyo en Estados Unidos, que ha sido parecida a la de otros países,

como Reino Unido. El gráfico recoge el uso cada vez menos intensivo de algunos instrumentos, como las garantías, la financiación o las facilidades de liquidez de los bancos centrales; incluso parte de las inyecciones de capital a los bancos han sido devueltas por éstos, al haber podido reforzar su base de capital a través de inversores privados. Por el contrario, la compra de activos ha sido el único componente cuyo uso ha mantenido su relevancia durante todo el período. Esta dinámica permite suponer que buena parte de las cantidades invertidas podrán ser recuperadas sin pérdida para las arcas públicas. Se está registrando, incluso, un incremento de los ingresos públicos –para el Tesoro o el banco central– asociados al pago del coste de uso de este tipo de apoyos.

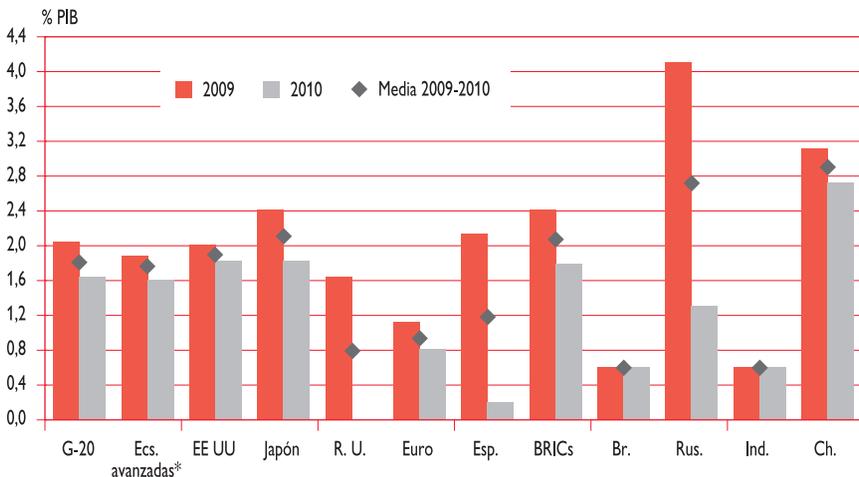
Frente a esta dinámica de reducción progresiva en el uso de los apoyos, que tiende a reducir el coste fiscal esperado del respaldo financiero, hay que tener en cuenta la posibilidad de que parte de las cantidades utilizadas sin coste inmediato, como las garantías y la financiación de los bancos centrales, acabe generando un coste efectivo. Aunque la financiación concedida por el banco central esté respaldada por colateral, la aceptación de activos menos seguros a estos efectos supone un incremento del riesgo en el balance, al que se añade el de las compras directas de activos, riesgo que eventualmente puede derivar en pérdidas. El balance final dependerá de cómo

se resuelva la crisis. La evidencia procedente de episodios similares en el pasado refleja un gran rango de posibilidades: así, en el caso sueco, a finales de los años noventa, apenas se generaron costes para las arcas del Estado; sin embargo, Laeven y Valencia (2008) calculan que el coste medio de las crisis financieras, tanto en economías desarrolladas como en emergentes, ronda el 15% del PIB. Hay que tener en cuenta, además, que el peso, interconexión y complejidad del sistema financiero se ha incrementado con el tiempo, de tal modo que es posible que restaurar la estabilidad y eficiencia del sistema a los niveles adecuados

requiera un esfuerzo fiscal superior al pasado (Comisión Europea, 2009).

Los *planes de estímulo fiscal* constituyen el segundo pilar de la reacción de la política económica para hacer frente a la crisis. Algunas economías desarrolladas que habían entrado en fase de fuerte desaceleración al inicio de 2008, como España o Estados Unidos, instrumentaron desde ese momento medidas expansivas, pero fue el desplome súbito de la actividad, en la última parte de ese año, lo que empujó a los gobiernos a adoptar planes de estímulo fiscal muy sustanciales de forma generalizada.

Gráfico 8
Estímulos fiscales



* El agregado de Economías avanzadas incluye a las economías desarrolladas del G-20.
Fuente: FMI- "The State of Public Finances" (Oct. 09), Comisión Europea y Banco de España.

El gráfico 8 recoge el monto estimado de los planes de estímulo fiscal introducidos en el conjunto de países analizados, entre 2008 y 2010, y del que se excluyen las medidas de apoyo al sector financiero. El impulso promedio anual del conjunto es del 1,4% del PIB, siendo, en este caso, el esfuerzo ligeramente mayor en las economías emergentes que en las avanzadas, pues en el período más reciente algunas economías emergentes –principalmente China y Rusia– han realizado un esfuerzo adicional. En cualquier caso, hay notables diferencias entre países. De nuevo, Estados Unidos destaca por los recursos empleados, con un 1,7% del PIB de promedio anual en los tres años considerados, así como China, donde el impulso medio ha sido del 2,1%. En contraste, los países de la zona euro han aplicado planes de estímulo más modestos, en el entorno del 0,7% del PIB de promedio. En cuanto a la persistencia del estímulo fiscal, las diferencias son todavía mayores. Así, mientras que en Estados Unidos o Alemania está previsto que la política de estímulo fiscal se prolongue en 2010, otros países, como Reino Unido o España, prevén la práctica eliminación o incluso reversión del estímulo fiscal este año.

En general, los planes de estímulo fiscal han estado sesgados hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras. La mayor proporción de medidas de gasto (un 60% del estímulo fiscal, que alcanza el 75% en

las economías emergentes del G-20) puede explicarse por la reducida propensión marginal a consumir e invertir del sector privado, en un entorno de fragilidad económica y financiera y de perspectivas negativas, que hace menos efectivos los recortes de impuestos. No obstante, los retardos en la instrumentación del gasto, en un momento en el que se precisan impulsos urgentes a la demanda, pueden ser una limitación a su efectividad a corto plazo. Por la parte de los ingresos, el recorte impositivo se ha orientado hacia los impuestos directos y las desgravaciones, aunque la reducción de los indirectos ha tenido un papel importante también en algunos casos, como en Reino Unido. El abanico de medidas concretas aplicadas –tanto en número como en tipología– ha variado mucho tanto entre economías desarrolladas como en emergentes.

Para valorar *el impacto de la crisis sobre el déficit público*, además de las medidas discrecionales de apoyo a la demanda y al sistema financiero, hay que tener en cuenta los efectos de la fase recesiva –y del previsible cambio en el patrón de crecimiento– sobre las cuentas públicas. Estos efectos se derivan de tres factores, principalmente: los llamados estabilizadores automáticos, la pérdida de ingresos en el ámbito financiero e inmobiliario, debida a la crisis, y, en los países exportadores de materias primas, la reducción de ingresos fiscales asociados al desplome del precio y de los volúmenes de comercio de esos

productos. En los países desarrollados el mayor impacto se ha debido a los estabilizadores automáticos, en torno a tres cuartos del total, que reflejan la pérdida de recaudación impositiva y de los mayores gastos por desempleo. En las economías emergentes, más de la mitad de la contribución se ha debido a la pérdida de ingresos por materias primas. En el conjunto de los países analizados, los estabilizadores automáticos serían responsables de la mitad del incremento del déficit, mientras que la reducción de ingresos financieros supondría un cuarto.

Como consecuencia de todo ello, los déficits fiscales han registrado un intenso deterioro, cercano a los 8 puntos porcentuales del PIB, en las economías desarrolladas, donde pasaron del 1,2% en 2007 a casi el 9% en 2009 (véanse los gráficos 1 y 2). El deterioro ha sido menor –de 5 puntos porcentuales (p.p.)– en las principales economías emergentes, donde se ha pasado del equilibrio presupuestario en 2007 a un déficit del 5% del PIB en 2009. Las previsiones del FMI apuntan a que en 2010 el déficit apenas se reducirá en un punto porcentual, a pesar de la recuperación económica. En varios países, como Estados Unidos, Reino Unido o Japón, el déficit ha alcanzado cifras superiores a los dos dígitos en porcentaje del PIB; España es uno de los países de la muestra donde el deterioro del déficit ha sido más intenso, trece puntos del PIB.

De un modo análogo, en la mayoría de las economías desarrolladas, la deuda pública ha experimentado un salto inédito en tiempos de paz. Como se observa en el gráfico 1, en ese conjunto de países, la deuda bruta ha pasado de niveles en torno al 80% del PIB, en 2007, a superar el 100%, en 2009, y seguirá aumentando hasta rondar el 110% del PIB en 2010, es decir un salto de casi 30 p.p. del PIB. Es cierto que la magnitud ingente de la deuda en ciertos países, como Japón –donde ha pasado del 188% al 229% en 2010, en términos brutos–, llama especialmente la atención, pero el incremento de la deuda es sustancial en muchos otros. En Estados Unidos, la deuda bruta superará el 95% del PIB en 2010 y en Reino Unido el 80%, con incrementos superiores a los 30 y 35 p.p. del PIB, respectivamente. En ambos países, sobre todo en Reino Unido, el incremento no sólo se deriva del mayor déficit fiscal, sino de las emisiones de deuda asociadas al apoyo financiero, que en Reino Unido superan los 20 puntos porcentuales del PIB. En Japón y en Estados Unidos esos ratios de deuda suponen retomar a los niveles de la postguerra. En la zona euro, el incremento también es importante, aunque relativamente menor, en el entorno de 15 p.p. del PIB, mientras que España se beneficia de un reducido nivel de partida, de menos del 40% del PIB, aunque el incremento también es notable, hasta el 70%. Por el contrario, el incremento esperado en las economías emergentes es insignificante, pasando del 37 al 39% en ese mismo período.

III. Sostenibilidad de las finanzas públicas y consolidación fiscal

El incremento de los déficit y de la deuda dibuja unas perspectivas preocupantes para la sostenibilidad de las finanzas públicas. Las previsiones recogidas en el gráfico 2 apuntan a que en el medio plazo los déficit seguirán siendo mucho más elevados que en el período previo a la crisis y que la deuda seguirá incrementándose. Según las proyecciones disponibles en este momento, en 2014 el déficit fiscal promedio de las economías avanzadas se situaría todavía por encima del 5%, más de 3 puntos porcentuales por encima del nivel previo a la crisis, y la deuda bruta alcanzaría cotas en el entorno del 120% del PIB, con países como Estados Unidos, Reino Unido y Francia en ratios de deuda cercanas o por encima del 100% del PIB, y Japón cerca del 250%. Es importante señalar que estas previsiones –que fueron hechas, en general, en octubre del año pasado– no incluyen los programas de ajuste fiscal que algunos países, sobre todo europeos, han anunciado en los últimos meses, por lo que pueden ser consideradas como un adecuado referente para evaluar la situación de las finanzas públicas en ausencia de un proceso de consolidación fiscal.

El aspecto más negativo de la situación que han alcanzado las finanzas públicas en las economías desarrolladas –y que obliga a proyectar unas tendencias de mayor agravamiento– es el

súbito e intenso deterioro de la dinámica de la deuda. Es ese deterioro el que explica la proyección de elevados déficit fiscales, que se extenderían una vez superada la crisis y asentada la recuperación, y que la deuda haya entrado en una espiral de crecimiento muy difícil de revertir. Usando una aproximación simplificada a la dinámica de la deuda pública:

Incremento de la deuda en (t) = (tipo de interés de la deuda-crecimiento del PIB) en (t) x deuda en (t-1)-saldo primario en (t),

donde (t) es el año corriente y las variables fiscales se expresan en porcentajes del PIB. La expresión muestra que, para que la deuda no crezca, el tipo de interés real de la deuda debe ser menor que el crecimiento del PIB; si esto no fuera así, el saldo primario –es decir el saldo fiscal, excluyendo los pagos por servicio de la deuda– debería ser de una magnitud suficiente para contrarrestar el primer factor.

Como consecuencia de la crisis, casi todos los elementos que conforman esta evolución han empeorado radicalmente en las economías desarrolladas, configurando una dinámica explosiva: el incremento de la deuda se ha conjugado con el desplome de la actividad y con un drástico deterioro del saldo primario, de un orden similar al del saldo total, que se acaba de describir en el epígrafe anterior. El único elemento que no ha evolucionado en sentido negativo ha sido el tipo de interés o coste de

financiación de la deuda, que incluso se ha reducido en relación con los niveles previos a la crisis, en un contexto de incertidumbre de los agentes, en el que la demanda de papel público se ha incrementado notablemente, a lo que se ha añadido, en menor medida, la compra de deuda pública como parte del proceso de estabilización financiera. Aunque ciertamente la normalización económica y financiera tenderá a mejorar la dinámica de la deuda, será difícil revertir su evolución explosiva. Para aquilatar adecuadamente las perspectivas en este sentido, es conveniente analizar cada uno de los componentes de la ecuación anterior por separado.

Consideremos en primer lugar el coste de financiación de la deuda. En el período más reciente, los *tipos de interés*, tanto nominales como reales, de la deuda pública se han situado en niveles muy bajos, en un contexto de política monetaria extremadamente laxa, instrumentada como parte de la respuesta política a la crisis financiera. Además, los tipos de interés se han visto contenidos por la fuerte demanda de títulos públicos que se ha generado en el contexto de elevada incertidumbre y aversión al riesgo prevaleciente en la salida de la crisis. No obstante, a medida que la situación se normalice, es de esperar que la demanda se desplace hacia otros tipos de activos financieros, lo que, unido al volumen creciente de emisiones de deuda pública que se prevé para los próximos años, tenderá a presionar al alza los tipos de

interés y el coste de la financiación. La eventual normalización del tono de la política monetaria, una vez consolidada la recuperación de la demanda privada, también contribuirá a elevar los tipos⁷.

Aparte de estos factores de oferta y demanda, hay que tomar en cuenta consideraciones de riesgo. Aunque se podría argumentar que el riesgo soberano ha aumentado en todos los países, por la fragilidad de la situación fiscal y las dificultades percibidas para situar la deuda en una senda sostenible, en algunos países la percepción se está tornando más acusada y está llevando a fuertes ampliaciones del diferencial de tipos de interés que tienen que pagar esos países, en relación con aquellos otros percibidos como más seguros. Cabe esperar, por tanto, que se produzca una mayor diferenciación en el coste de financiación de la deuda, con un deterioro relativo más intenso en algunos países. En cualquier caso, es de esperar que en un horizonte de medio y largo plazo, los tipos de interés tiendan al alza.

El otro elemento del diferencial es el *crecimiento del PIB*. Aunque las previsiones apuntan a una recuperación progresiva de la economía mundial, es poco probable que sea robusta y sostenida. Por un lado, el sistema financiero está todavía en una situación de fragilidad y sujeto a incertidumbres importantes sobre la configuración futura de la regulación, lo que, en conjunto, limita su capacidad

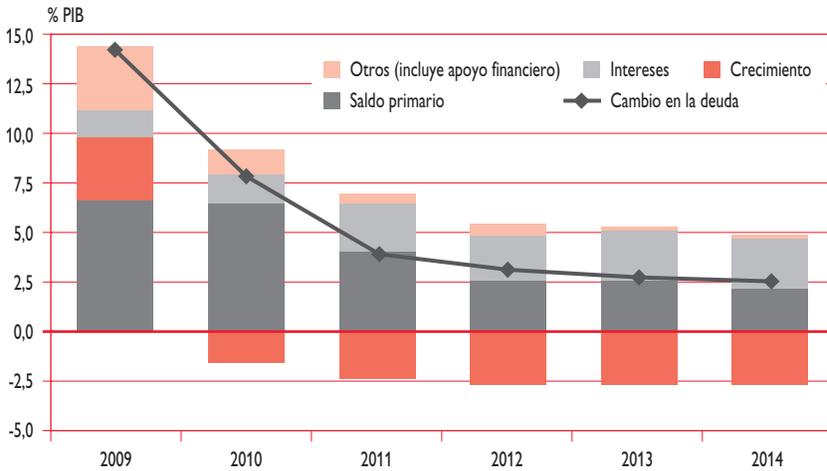
para financiar y sostener una recuperación robusta. Además, tras los excesos previos a la crisis y con unas expectativas económicas menos favorables, el proceso de desapalancamiento financiero de los agentes privados seguirá su curso de forma lenta, lo que, junto con la reducción del valor de sus activos, determinará el mantenimiento de tasas de ahorro privado elevadas por un período relativamente dilatado, y, en contrapartida, un menor consumo en relación con los niveles previos. La demanda de los hogares también se verá afectada de modo duradero por el impacto de la crisis sobre el empleo, cuyo ciclo de ajuste aún no ha concluido. Por último, resulta evidente que la demanda del sector público, temporalmente ampliada a través de los planes de estímulo fiscal, no podrá mantenerse en esos niveles y compensar la debilidad de la demanda privada de manera indefinida. Tampoco es posible, por definición, que la demanda externa sea la locomotora de todas las economías a escala global, aunque las economías emergentes –que han resistido mejor a la crisis– pudieran aportar más que en el pasado.

Por todos estos factores, el ritmo de reducción de las amplias brechas de producción –*output gap*, o diferencia entre el nivel del PIB actual y el potencial de una economía– abiertas tras la crisis será gradual. Además, es muy posible que el ritmo de crecimiento potencial de las economías desarrolladas se haya visto merma-

do, como se recogía en el gráfico 4, donde se sugiere una reducción de entre medio punto y un punto porcentual en el crecimiento potencial de la economía. Todo ello se debe traducir en un menor ritmo de crecimiento por un período dilatado de tiempo. Por el contrario, en las economías emergentes, donde el impacto sobre el sistema financiero y el empleo ha sido más reducido y transitorio, el crecimiento potencial apenas se ha reducido.

Las perspectivas de crecimiento también afectarán a la dinámica de la deuda a través del *saldo primario*. En efecto, aunque la esperada reactivación económica suponga un alivio sobre el déficit, a través de una recuperación de los ingresos públicos derivados del cierre paulatino de las brechas de producción y de la reducción de los gastos asociados a los estabilizadores automáticos, y finalicen los estímulos fiscales, la mejora del saldos primarios estructurales –es decir, una vez ajustados por la posición cíclica de la economía–, que son los relevantes en una perspectiva de medio y largo plazo, será limitada. La pérdida persistente de empleos tras la recesión no sólo supondrá una merma de los ingresos fiscales, sino el mantenimiento de un elevado gasto en prestaciones en muchos países. Además, otros componentes estructurales presionarán al alza el gasto, como los relacionados con las pensiones y la salud, que se irán incrementando progresivamente en los países avanzados, como consecuencia del envejecimiento de la población.

Gráfico 9
Dinámica de la deuda en el G-20



Fuente: FMI, "The State of Public Finances".

El último factor de la ecuación es la *ratio inicial de deuda*. Como se pone de manifiesto en el gráfico 2, la situación de las diferentes economías desarrolladas a este respecto es muy diferente, abarcando posiciones tan dispares como la de España, que partía con un ratio de deuda bruta en torno al 40% del PIB, en 2008, y la de Japón, con un stock de deuda próximo al 200% del PIB. Naturalmente, estas diferencias deben quedar matizadas por otros factores. Así, la deuda neta es en algunos casos muy inferior a la bruta, como sucede en el propio Japón; la dependencia del ahorro exterior para financiar la deuda es sin duda otro aspecto relevante. En cualquier caso, estas diferencias

son importantes sobre todo en el momento actual, porque pueden brindar cierto margen de maniobra y mitigar el deterioro de las perspectivas fiscales en los países donde el nivel de partida es reducido.

La conjunción de todos los elementos da lugar a una proyección ascendente de la senda de deuda pública en las economías desarrolladas, incluso si se recupera la actividad. El gráfico 9 muestra el incremento de la ratio deuda/PIB y de sus principales componentes entre 2009 y 2014, para el conjunto de estas economías, según las últimas proyecciones del FMI. Como puede observarse, la deuda sigue incrementándose, aunque a ritmos cada vez

menores, en el horizonte de proyección. Por componentes, se observa que a este aumento contribuye principalmente la persistencia de un saldo primario negativo –que incluye las previsiones de gasto social para los próximos años–, mientras que las contribuciones de crecimiento del PIB y de tipo de interés prácticamente se compensan. Los costes asociados a los planes de apoyo al sector financiero, que añaden unos 3 p.p. en 2009, pierden importancia paulatinamente.

Evidentemente, estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre, con riesgos al alza y a la baja. Entre los primeros, puede apuntarse que las proyecciones del coste de financiación no tienen en cuenta suficientemente la posibilidad de una prima de riesgo creciente, debida a la percepción de fragilidad de las cuentas fiscales, o la posibilidad de que la recuperación sea menos intensa, requiriendo una prolongación de los estímulos fiscales. Entre los riesgos a la baja, cabe mencionar que es posible que el coste financiero de la crisis sea menor que el anticipado, si sigue el ritmo de mejoría del sistema financiero observado en los últimos meses y continúan las devoluciones de los apoyos financieros.

Con independencia de estos riesgos, los altos niveles de déficit y deuda que se proyectan y, en especial, la senda ascendente del endeudamiento público en el medio plazo, hacen de la consolidación fiscal y del retorno a una senda sostenible de las finanzas públicas

una de las prioridades de la política económica –quizás la más importante– para los próximos años. Hay tres cuestiones principales a plantear respecto a la consolidación fiscal: cuál es la magnitud de la consolidación necesaria, cómo hacerla y a qué ritmo abordarla. La experiencia de consolidaciones pasadas puede ayudar a responder a estas cuestiones y también a poner la situación actual en perspectiva. El FMI y la OCDE han analizado estos procesos durante las últimas décadas⁸.

La magnitud de la consolidación necesaria dependerá principalmente de la ratio de deuda de partida y de cómo evolucionen el resto de variables que gobiernan la dinámica. Como se ha argumentado, ni el punto de partida –en la mayor parte de los casos– ni las perspectivas son favorables, por lo que no bastará sólo con estabilizar la deuda en las ratios actuales, sino que ésta debería retornar a una ratio más reducida. En este contexto, el objetivo de revertir la ratio de deuda al 60% del PIB puede constituir una referencia válida.

Respecto a cómo realizar la consolidación fiscal, las experiencias históricas analizadas por el FMI muestran que, de forma general, el principal factor detrás de la reducción de la ratio de deuda ha sido siempre la mejora del saldo primario estructural, que en todos los casos analizados pasó a registrar un superávit. La contribución del diferencial entre coste de financiación y crecimiento –el término entre paréntesis en la ecuación de dinámica de la deuda– sólo llegó a ser

favorable en aquellos países que estaban experimentando un proceso de convergencia, como sucedió con España e Irlanda en las experiencias de consolidación que llevaron a cabo en la última década, cuando se beneficiaron de la intensa reducción de los tipos de interés de su deuda, en el contexto del proceso de convergencia con los países del núcleo europeo. En ausencia de este tipo de condicionamientos, cabe esperar que ni el crecimiento ni el coste de financiación –al menos tomados en conjunto– contribuyan de manera significativa al actual proceso de consolidación. Sólo una reducción genuina del desequilibrio fiscal –es decir, una mejora del saldo primario estructural– será suficiente para producir el ajuste buscado y, por tanto, ésta debe ser la vía que concentre los esfuerzos de las autoridades.

Por último, en cuanto al ritmo al que se debería realizar la consolidación fiscal, cabe hacer varias consideraciones. Dada la gravedad de la situación y las perspectivas de rápido deterioro, hay argumentos claros para pensar que un ajuste fiscal rápido e intenso, que devuelva a las finanzas públicas a una senda sostenible en el menor plazo posible, sería la estrategia más adecuada. Además, como el ejemplo reciente de Grecia demuestra, los mercados tienen una sensibilidad creciente ante la situación de las finanzas públicas, que podría llevar a una repentina materialización de los riesgos asociados con la refinanciación de la deuda, exigiendo ajustes fiscales draconianos para evitar una crisis fiscal. La posibilidad de un

repunte de los tipos a largo plazo –en un contexto de mayor apetito por el riesgo, reducción de los programas de compras de deuda pública y mayor sensibilidad de los mercados ante la situación fiscal– abundaría el sentido de urgencia en la consolidación.

Frente a estos argumentos, también los hay para apoyar un enfoque más gradual. El primero, más coyuntural, es la fragilidad de la recuperación que está experimentando la economía global. Las bases de esa recuperación y los niveles de confianza siguen siendo débiles y, como se ha señalado, los mecanismos que tienden a limitar la robustez del proceso –alto desempleo, escasa disponibilidad de crédito, desapalancamiento– siguen actuando. Una restricción fiscal súbita, que primara la rapidez en la consolidación fiscal, aumentaría el riesgo de debilitar tanto la actividad como el sistema financiero y, en definitiva, la confianza, cuya mejora es clave para reconducir la situación. El segundo argumento arranca de las experiencias pasadas con los procesos de consolidación. Así, en algunos casos de crisis económicas profundas –como en Japón en los años noventa–, la reversión prematura del impulso fiscal hizo descarrilar la salida de la crisis. Más en general, la OCDE muestra que una estrategia de consolidación prolongada y, en promedio, menos intensa, es más efectiva, respaldando, en cierto modo, la superioridad de un enfoque gradualista⁹.

Un modo de conciliar la urgencia de una consolidación fiscal creíble con las ventajas de

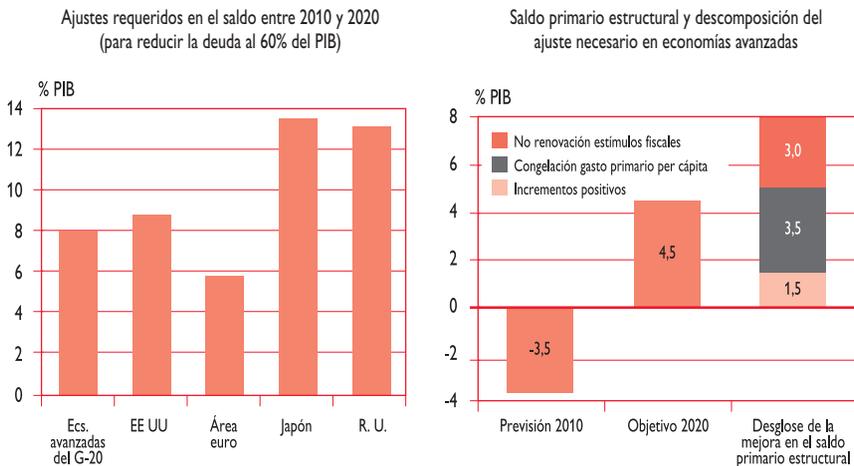
un enfoque más gradual es establecer una estrategia de consolidación fiscal a medio plazo, y comprometerse con ella lo antes posible, sin que necesariamente tenga que instrumentarse de un modo inmediato. Un mecanismo de este tipo existe en el ámbito de la Unión Europea, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por el cual los países se comprometen a realizar programas de ajuste que sitúan el déficit por debajo del 3%, en un plazo definido (2013, para la mayoría de los países). En otros casos, como Estados Unidos, se han conjugado mensajes de apoyo fiscal por tiempo indefinido con compromisos de consolidación a más largo plazo; en Reino Unido, el paquete de

estímulo fiscal contaba desde el principio con fórmulas de reversión que se instrumentarán ya en 2010.

El propio FMI propone un ejemplo de estrategia gradual de consolidación fiscal en el contexto del análisis mencionado antes. Para ello, establece como objetivo de referencia el reducir las ratios de deuda en las economías avanzadas hasta el 60% –una ratio menor que la de partida para muchos países– en el horizonte de 2030. El ajuste en sí empezaría en 2011 y se prolongaría por diez años. Asumiendo una diferencia positiva entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento –es decir, que este factor tiende a incrementar la deuda–, la mejora del saldo

Gráfico 10

Consolidación fiscal: magnitud y composición



Fuente: FMI, "The State of Public Finances" de octubre de 2009.

primario estructural a conseguir en esos diez años y que permitiría reconducir el ratio de deuda hacia el objetivo es de ocho puntos porcentuales del PIB para el conjunto de las economías desarrolladas, pasando de un déficit de -3,5% a un superávit del 4,5% (véase el gráfico 10), es decir, una mejora promedio del saldo fiscal de un punto porcentual al año, una vez descontado el componente cíclico. Según el análisis, para alcanzar esta notable consolidación fiscal habría que acudir a una combinación de medidas: la expiración de los estímulos fiscales en vigor en 2010 (1,5 p.p.), la congelación del gasto primario en términos reales (3,5 p.p.) e incrementos en la recaudación de 3 p.p. Además, sería preciso contrarrestar entre 3 y 4 p.p. del PIB de crecimiento tendencial del gasto en pensiones y salud, por lo que los ajustes en las políticas relacionadas con el envejecimiento aparecen como inevitables.

El ejercicio del FMI no es más específico sobre cómo instrumentar los recortes del gasto o el incremento de los ingresos. Aunque las cifras parecen asequibles, en la práctica su consecución se enfrenta a fuertes resistencias por parte de los sectores perjudicados, por lo que es difícil identificar cómo limitar el gasto o incrementar los ingresos en el contexto actual.

Por este motivo, el apoyo de las políticas estructurales a la estrategia de consolidación fiscal es fundamental. Por un lado, en países como España, reformas en profundidad de los mercados de trabajo, servicios y productos pue-

den incrementar el crecimiento potencial, negativamente afectado por el impacto de la crisis. Por otro lado, algunas de esas políticas, en particular la laboral, contribuirían a ampliar la base recaudatoria y a reducir el carácter procíclico de los ingresos –por ejemplo a través de una tasa de empleo más elevada y estable–. Sin duda, las reformas estructurales también son difíciles de llevar a la práctica. Sin embargo, en el pasado se ha demostrado que, en contra de lo que en principio parecería razonable, este tipo de reformas son más factibles de introducir en períodos de dificultad económica, porque la concienciación sobre la gravedad de la situación puede facilitar el consenso y compromiso entre los agentes implicados.

IV. Interacción entre política monetaria y política fiscal

La respuesta de política económica a la crisis se ha beneficiado de una estrecha coordinación entre las autoridades monetarias y fiscales, que han tratado de maximizar la capacidad estabilizadora del sector público en circunstancias tan excepcionales. Esta estrecha colaboración ha llevado a que, en algunos casos, la frontera entre el dominio de actuación de las distintas instituciones se haya difuminado notablemente. En el proceso de salida de la crisis, los bancos centrales y los Tesoros de estos países tendrán que reasumir, también, sus ámbitos de actuación.

En particular, la política monetaria se enfrenta al reto de normalizar su marco de actuación, tras un período en el que las políticas no convencionales han dominado su estrategia, y reafirmar su compromiso con el objetivo de estabilidad de precios, en un contexto en el que la grave situación fiscal podría dar pie a tensiones institucionales.

En efecto, la formidable tarea que tienen por delante las autoridades fiscales podría llevar a la tentación de acudir a la inflación como mecanismo de ajuste en la reducción de la ratio de deuda. Las dificultades políticas –y técnicas– de poner en marcha el ajuste fiscal exigido o de llevar a cabo las reformas estructurales que permitan aumentar el crecimiento a medio plazo pueden llevar a intentar diluir el elevado nivel de deuda a través de un proceso inflacionista que, en la medida en que no se incorporase en las expectativas de inflación, podría ser efectivo en el corto plazo. De hecho algunos académicos bastante respetados han propuesto una estrategia de mayor inflación como parte del paquete de consolidación. Por ejemplo, Rogoff sugirió una inflación del 6% durante unos –pocos– años. Algunas simulaciones mecánicas realizadas por el FMI ponen de manifiesto que las ganancias en términos de reducción del ratio de deuda obtenidas por esta vía serían reducidas, aunque no insignificantes: una inflación del 6% –como sugiere Rogoff– durante cinco años reduciría en un máximo de 9 puntos de PIB la deuda, es

decir, menos de un cuarto del incremento esperado.

El posible “beneficio” de una mayor inflación debe ser comparado con los costes y riesgos asociados a esta estrategia. Por un lado, una mayor inflación sería incorporada en las expectativas de los agentes, con lo que se trasladaría a una mayor inflación futura y a los tipos de interés de la deuda que, además, incorporarían una prima adicional por inflación, de forma que los tipos de interés reales podrían ser permanentemente más elevados. Por otro lado, la monetización de la deuda supondría el paso –aunque sea de un modo transitorio– hacia un régimen de dominación fiscal sobre la política monetaria, en el que los objetivos de estabilidad de precios quedan supeditados a la reducción del ratio de deuda. Dicho de otro modo, el banco central perdería el control de la tasa de inflación y por lo tanto su credibilidad anti-inflacionista.

La posibilidad de utilizar la inflación como mecanismo de ajuste fiscal sólo puede plantearse en un entorno institucional en el que la independencia del banco central pueda ser puesta en cuestión. En este sentido, cabe señalar, en general, que los países desarrollados –y crecientemente los emergentes– han llevado a cabo marcos de actuación para la política monetaria que refuerzan la independencia del banco central. En el caso de la zona euro, la cesión de la soberanía monetaria de los países miembros al Eurosistema, con un mandato

claro de garantizar la estabilidad de precios, hace virtualmente imposible que dichos países puedan contar con la inflación como elemento de ajuste de la situación fiscal, sin romper el marco institucional vigente. En definitiva, utilizar la inflación para reconducir la situación fiscal no sólo es muy difícil en el entorno institucional en el que operan los bancos centrales, sino que se correría un elevado riesgo de perder los progresos que se han logrado en las últimas tres décadas, en términos de estabilidad de precios.

Al margen de los posibles incentivos para generar inflación, otro punto de interacción entre el ajuste fiscal y la política monetaria es el de la secuencia y la intensidad de la salida del formidable impulso impartido por las políticas macroeconómicas a la economía mundial, para evitar el escenario de colapso económico y financiero. La retirada de los impulsos monetarios y fiscales –y financieros– ha de hacerse de forma coordinada, buscando el difícil punto de equilibrio entre no retirar el apoyo antes de que se haya producido la recuperación autosostenida de la demanda privada, y no mantenerlo más allá de lo necesario, con el consiguiente riesgo de pérdida adicional de sostenibilidad en las finanzas públicas, de desanclaje de las expectativas de inflación y de generación de posibles burbujas de activos.

La situación de las finanzas públicas aconseja que una vez que la dinámica de la demanda privada haya ganado firmeza, la retirada se

inicie por la política fiscal, pudiendo la política monetaria modular con más flexibilidad la retirada del estímulo monetario –siempre que el objetivo de estabilidad de precios esté bajo control– pues, en principio, es más fácil de manejar y conlleva relativamente menos riesgos de largo plazo en caso de retirada tardía. Desde otro punto de vista, el mantenimiento de un contexto de tipos de interés reducidos por más tiempo puede también ser beneficioso para la recuperación del sistema financiero. En este marco, una excesiva tardanza en iniciar el ajuste fiscal tendría el riesgo de terminar desanclando las expectativas de inflación, obligando a una salida más rápida e intensa de la política monetaria, que no sólo devolvería a la economía a una situación recesiva, sino que tendría consecuencias negativas añadidas sobre la situación fiscal, en términos de mayor coste de financiación.

En todo caso, aun cuando el ajuste de la política fiscal expansiva se haga con una secuencia correcta, facilitando una retirada gradual del impulso de la política monetaria, la retirada de esta última se verá afectada por la situación fiscal, y las autoridades fiscales tendrán, a su vez, que acomodar las implicaciones de la mayor restricción monetaria. En particular, la subida de tipos de interés y la absorción de la liquidez excedente –que puede incluir la venta de deuda pública adquirida por algunos bancos centrales en el período de crisis– supondrán un encarecimiento del

coste de financiación del sector público más o menos intenso. Evidentemente, estas circunstancias podrían generar tensiones entre las autoridades fiscales y monetarias e influir en la formación de expectativas. La lectura que los mercados financieros hagan de estos desarrollos, en términos de la sostenibilidad de la situación fiscal, constituye un elemento de riesgo a tener en cuenta.

V. Conclusiones

La crisis financiera ha resultado en un deterioro muy intenso de la situación fiscal, consecuencia tanto de la necesaria reacción de soporte de las políticas económicas como del impacto de la crisis sobre la actividad económica, que va más allá de un mero efecto cíclico. Este deterioro de la situación fiscal tiene un componente estructural importante y ha situado a la deuda de la mayor parte de las economías desarrolladas en una senda insostenible a largo plazo.

Aunque la recuperación económica pueda aliviar en cierta medida los déficits fiscales, éstos se mantendrán en niveles muy elevados en los próximos años y la deuda de las economías desarrolladas superará con creces el valor de su PIB agregado, un hecho insólito por su magnitud y generalización. En este contexto, la consolidación fiscal se presenta como uno de los desafíos más importantes de la política económica en los próximos años.

En principio, sería conveniente que el impulso fiscal se prolongara hasta que la recuperación se asiente. Una retirada temprana, antes de que la demanda interna privada haya tomado el relevo de forma sostenible, tendría consecuencias muy negativas sobre la recuperación y podría resultar en un deterioro adicional de la situación fiscal –y financiera– por esa vía. Sin embargo, el impulso fiscal sólo será efectivo en la medida en que los mercados mantengan la confianza en el eventual retorno a una situación de sostenibilidad de las finanzas públicas, definida en términos de una dinámica acotada de la deuda. En caso contrario, las presiones al alza sobre los costes de financiación de la economía, a través de las primas de riesgo, neutralizarían el efecto del estímulo fiscal. Por lo tanto, la garantía de sostenibilidad debe ser prioritaria e instrumentarse lo antes posible, a través de planes de consolidación fiscal creíbles y bien estructurados.

En el ámbito estrictamente fiscal, el retorno a una senda de deuda sostenible requerirá no sólo la reversión del impulso fiscal ya impartido, sino ajustes presupuestarios sustanciales que conlleven recortes o congelaciones del gasto primario y aumentos de impuestos. Estos ajustes tendrán que incluir asimismo cambios en los compromisos de largo plazo del gasto en pensiones y sanidad, que frenen el crecimiento tendencial del déficit derivado del envejecimiento de la población en las economías

desarrolladas, bajo los esquemas de prestaciones actualmente vigentes.

Pero todos estos esfuerzos pueden ser insuficientes, o excesivamente costosos, para mitigar la dinámica negativa de la deuda si las economías no logran restablecer una tasa de crecimiento sostenible lo suficientemente robusta. Las reformas estructurales que permitan fomentar un mayor crecimiento potencial se presentan, por tanto, como un ingrediente indispensable de los planes de consolidación. Aunque en cada país se requieren diferentes reformas, en nuestro ámbito más cercano las relacionadas con el mercado laboral y la competitividad del sector servicios aparecen como las más deseables.

Dada la necesidad de mantener el tono fiscal expansivo por un tiempo adicional y, al mismo tiempo, reforzar la credibilidad de las finanzas públicas, es preciso establecer una secuencia bien diseñada en los planes de consolidación. Estos planes de ajuste presupuestario corriente deberían anunciarse lo antes posible, aunque su implementación se retrasara hasta que las circunstancias lo requirieran. Por el contrario, las reformas de los programas de gasto a más largo plazo, como pensiones o sanidad, y otras reformas estructurales más allá del ámbito fiscal, deberían introducirse lo antes posible. Esta prioridad no sólo se deriva del impacto positivo que tendrían sobre la credibilidad de las finanzas públicas, sino de la percepción de gravedad de la situación en amplios

estratos de la sociedad, que puede servir para catalizar el consenso respecto a unas reformas que, políticamente, pueden ser difíciles de llevar a cabo.

Otro elemento importante en la estrategia de salida en política fiscal será la interacción con la política monetaria. Las autoridades monetarias tienen como principal reto reafirmar su compromiso con la estabilidad de precios, tras un período en el que su actuación en algunos países ha estado dominada por el apoyo al sistema financiero, y muy estrechamente vinculada a la actuación de las autoridades fiscales y financieras. En este contexto, se podrían producir tensiones y presiones institucionales, con efectos negativos sobre su credibilidad y las expectativas de los agentes.

Por último, dado el carácter global de la crisis, otro aspecto fundamental para facilitar una salida ordenada es la cooperación internacional, que debería reflejarse en políticas macroeconómicas consistentes a escala global, y en la puesta en marcha de reformas regulatorias globales que favorezcan un funcionamiento más estable del sistema financiero internacional.

Referencias bibliográficas

- Alberola, E. y F. Gutiérrez del Arroyo (2009): *Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global*, Boletín Económico, Banco de España, mayo.
- Comisión Europea (2009): "Public Finances in EMU", *European Economy*, nº 5.
- Cotarelli, C. y J. Viñals (2009): *A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies*, Staff Policy Notes, 09/22.
- FMI (2009): *The State of Public Finances*, Staff Position Note, varios números.
- Laeven, L. y F. Valencia (2008): *Systemic Banking Crises*, WP 08/224, FMI.
- OCDE (2007): "Fiscal Consolidation. Lessons from Past Experience", cap. 4, *Economic Outlook*, nº 81.

Notas

- 1 A lo largo del artículo se usan indistintamente las expresiones “economías desarrolladas” y “economías avanzadas”. Los datos para este grupo de países están calculados para un agregado que incluye: Estados Unidos, Reino Unido, zona euro (ya sea entera o las cuatro principales economías que la forman: Alemania, Francia, Italia y España) y Japón.
- 2 El producto potencial es el nivel máximo de actividad que se puede alcanzar en una economía sin generar presiones inflacionistas, dados sus factores de producción y restricciones institucionales.
- 3 El conjunto de países considerado se aproxima al G-20, pero difiere de éste: por un lado, incluye a todos los países de la zona euro (entre ellos España), aunque sólo Francia, Alemania e Italia pertenecen al G-20; por otro, entre los emergentes, sólo incluye a los BRIC –Brasil, Rusia, India y China–. Las economías del G-20 que quedan fuera son: Australia, Corea, Sudáfrica, Turquía, Indonesia, Arabia Saudí, México y Argentina.
- 4 Las cifras están calculadas a partir de los cómputos de distintas instituciones como el FMI –en su publicación *The State of Public Finances*– y la Comisión Europea, y la información más reciente de los principales países, homogeneizadas bajo criterios comunes; son una actualización de las que aparecen en Alberola y Gutiérrez del Arroyo (2009).
- 5 Las garantías a los depósitos bancarios, aunque generalizadas, no se han incluido por la dificultad de cómputo y de comparación entre países.
- 6 En las emergentes, el utilizado es prácticamente el comprometido, debido al predominio del apoyo de los bancos centrales.
- 7 Por el contrario, los cambios en la regulación de las instituciones financieras que se van a introducir en los próximos años, en el contexto del

mandato del G-20 para reforzar la solidez y la solvencia de estas instituciones, pueden facilitar una mayor colocación de papel público en los mercados. En concreto, el establecimiento de ratios de liquidez supondría una mayor demanda estructural de bonos públicos.

- 8 Véanse Cotarelli y Viñals (2009) y OCDE (2007).
- 9 Las estrategias exitosas de consolidación son el doble de largas que la mediana y requieren 0,75 pp de ajuste fiscal adicional, es decir sólo un tercio más que la mediana de la muestra analizada por la OCDE.

