

CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA, RESPUESTAS DE POLÍTICA Y SU IMPACTO SOBRE
LAS FINANZAS PÚBLICAS. UNA PERSPECTIVA GLOBAL

Crisis económica y financiera, respuestas de política y su impacto sobre las finanzas públicas. Una perspectiva global

Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola y Fernando Gutiérrez del Arroyo, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

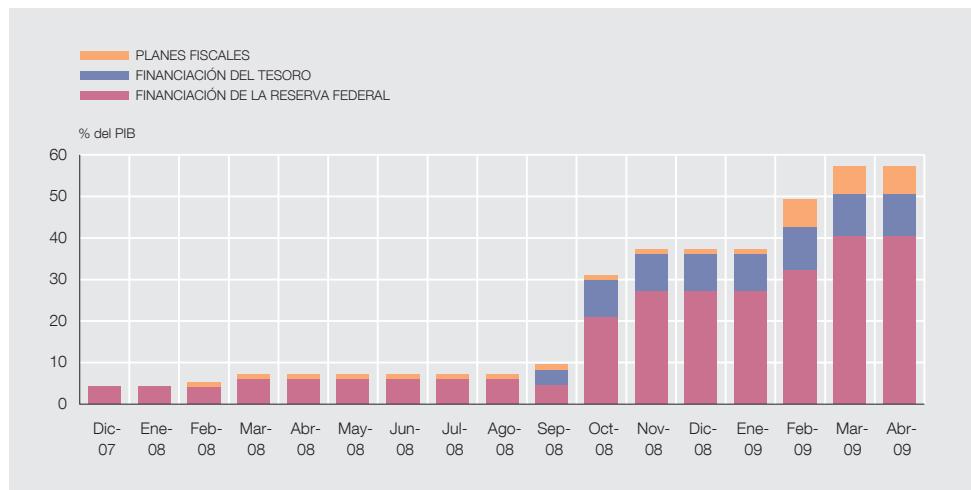
Introducción

El empeoramiento de la coyuntura económica y financiera desde el verano de 2007 y, sobre todo, el drástico agravamiento de la situación a partir de septiembre del año pasado están dejando profundas secuelas en las finanzas públicas de las principales economías desarrolladas y, en menor medida, de los países en vías de desarrollo.

El deterioro de las finanzas públicas refleja la intensa reacción de las políticas económicas, a través de planes fiscales y medidas de apoyo al sistema financiero, aunque también, de modo creciente, la severa caída de la actividad económica y financiera. La respuesta de política económica no solo 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—. En el gráfico 1 se representa de un modo simplificado el proceso de intensificación y creciente implicación de las distintas autoridades para el caso de Estados Unidos, mediante la cuantificación del apoyo proporcionado por la Reserva Federal y el Tesoro al sistema financiero, así como de las medidas de estímulo fiscal. Entre el verano de 2007 y marzo de 2008, los efectos de la turbulencia financiera sobre la actividad eran todavía relativamente moderados y su impacto se circunscribía a Estados Unidos y a un número cada vez mayor de economías desarrolladas. En ese período, el apoyo financiero estuvo basado, fundamentalmente, en la ampliación de la dotación de liquidez por parte de los bancos centrales y en rescates ocasionales de entidades específicas. Además, en Estados Unidos se puso en marcha un primer paquete de estímulo fiscal, en febrero de 2008. A partir de marzo de ese año (con el rescate de Bear Stearns), la profundización de los problemas financieros llevó a una intensificación del apoyo, que siguió estando centrado en la provisión de liquidez. A mediados de septiembre, sin embargo, se produjo un gran salto cuantitativo y cualitativo en la respuesta de política económica en todas las economías avanzadas y, en menor medida y con cierto retraso, en las economías emergentes. Por un lado, el espectro de medidas de apoyo financiero se amplió significativamente (hasta abarcar, además de la provisión prácticamente ilimitada de liquidez, la financiación directa a entidades financieras y otros sectores, las inyecciones de capital, la compra de activos y las garantías sobre activos y pasivos bancarios); por otro lado, se pusieron en marcha planes de estímulo fiscal en un grupo cada vez más numeroso de países. Las cantidades comprometidas en el ámbito financiero y económico se han multiplicado desde el verano pasado. A modo de ejemplo, en Estados Unidos esas cantidades —excluyendo las garantías— se han multiplicado por seis, hasta representar ya la mitad de su producto interior bruto (véase gráfico 1).

Todas estas medidas se están traduciendo en un acusado incremento de los déficits públicos y de las ratios de deuda pública, y en un fuerte deterioro de las perspectivas fiscales de largo plazo. No obstante, es difícil evaluar a priori el coste fiscal de la crisis. En primer lugar, una parte importante del apoyo financiero público comprometido, o bien no ha sido aún utilizado, o bien no supone un desembolso efectivo de antemano (como en el caso de las garantías), o bien, aunque lo suponga, puede ser parcialmente recuperado a posteriori (como en el caso de la compra

1. Este artículo se ha beneficiado de la colaboración de otros miembros de las direcciones generales de Asuntos Internacionales, del Servicio de Estudios y de Operaciones, y en particular de Lucía Cuadro y Ana del Río, para lograr la homogeneidad y coherencia de los datos entre distintas fuentes.



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

a. Se excluyen las facilidades de liquidez existentes antes de la crisis, así como las garantías y las líneas de swaps.

de activos o la financiación). En segundo lugar, una buena parte del apoyo público, el llevado a cabo por los bancos centrales u otras entidades financieramente autónomas, cae, en principio, fuera del ámbito presupuestario; sin embargo, parte de estas cantidades podría acabar teniendo un impacto presupuestario, que es potencialmente importante. Y, en tercer lugar, la crisis aún está desarrollándose, lo que dificulta no solo evaluar su impacto fiscal, sino incluso llevar un cómputo actualizado de las cantidades invertidas.

En este contexto, el objetivo de este artículo es evaluar, desde un punto de vista cuantitativo, cualitativo y comparativo, los canales a través de los cuales la crisis financiera y económica y la respuesta de política económica ante la misma están afectando a las finanzas públicas, adoptando una perspectiva global y, en lo posible, homogénea, que incluya tanto a economías avanzadas como emergentes. Para ello, es preciso establecer un marco de análisis que permita diferenciar, por un lado, entre el impacto vinculado a la crisis financiera y el ligado a la recepción económica; y, por otro, entre el impacto directo de la crisis, vinculado al ajuste de la actividad económica y financiera, y el derivado de las medidas de la política económica. En este marco se analizarán en primer lugar, con un cierto grado de detalle, las medidas de apoyo al sector financiero adoptadas por las distintas autoridades económicas, distinguiendo entre las diferentes consecuencias que pueden tener para las cuentas públicas en distintos plazos. En segundo lugar, se analizarán los planes de estímulo fiscal y el impacto directo de la crisis sobre los ingresos y gastos públicos, los saldos fiscales y la deuda pública. Asimismo, se evalúa el impacto de medio plazo sobre las finanzas públicas, y especialmente sobre la dinámica esperada de la deuda. De todo este análisis se concluye que las finanzas públicas se verán abocadas a una delicada situación en los próximos años. Este deterioro supone unos retos notables para las autoridades económicas; entre otros, evitar que la propia situación de fragilidad limite la efectividad de las medidas adoptadas y reafirmar el compromiso de largo plazo con la disciplina fiscal.

El marco de análisis

El marco conceptual para analizar el efecto de la crisis sobre las finanzas públicas puede establecerse en torno a dos dimensiones. La primera se refiere al ámbito, ya sea financiero o más estrictamente económico; la segunda dimensión permite distinguir entre el impacto directo, derivado de la evolución de la actividad económica y financiera, y el impacto indirecto,

			DÉFICIT	DEUDA	
				CORRIENTE	FUTURA (b)
ÁMBITO ECONÓMICO	Estabilizadores automáticos		✓	✓	
	Planes de estímulo fiscal		✓	✓	
ÁMBITO FINANCIERO	Inyección de capital	✓?/+	✓	+	
	Compra de activos y financiación del Tesoro	✓?/+	✓	+	
	Apoyo financiero del banco central			✓	
	— Del cual: Con respaldo del Tesoro	✓?	✓	+	
	Garantías	+		✓	
Crisis financiera	Beneficios, dividendos e ingresos		✓	✓	

FUENTE: Banco de España.

a. ✓ = Impacto desfavorable; + = Impacto favorable, cierto o posible; ? = Depende del modo de instrumentalizarlo y del criterio contable.

b. Indica un impacto contingente futuro, nuevo o adicional, sobre la deuda. Un signo positivo indica una reversión (parcial o total) del impacto futuro respecto del inmediato.

resultante de la reacción de las políticas económicas, es decir, las medidas discrecionales de apoyo al sistema financiero y los planes de estímulo fiscal. Debe tenerse en cuenta que las implicaciones para las cuentas públicas son diferentes dependiendo de la autoridad que instrumente las medidas: los ministerios de Economía o Finanzas, los bancos centrales u otras entidades públicas o semipúblicas, como los fondos de garantía de depósitos o las instituciones financieras de carácter público.

A partir de estos dos ejes de análisis, el cuadro 1 resume los distintos canales y su potencial efecto sobre el déficit y la deuda pública, diferenciando en este último caso entre el impacto a corto plazo y el efecto potencial en el medio y largo plazo. El impacto directo de la contracción real que acompaña a la crisis —la primera fila del cuadro— supone la pérdida de ingresos —recaudación de impuestos directos e indirectos— y el incremento de gastos, a través de los llamados «estabilizadores automáticos». Otro efecto directo —y negativo— sobre las cuentas públicas se deriva del agudo ajuste del sector financiero —recogido en la última fila del cuadro 1—, que puede suponer una importante merma de ingresos fiscales y, por lo tanto, un incremento del déficit y de la deuda. Esta pérdida vendría inducida, principalmente, por la reducción de beneficios de las entidades financieras y de los dividendos que reparten, y por la menor recaudación, derivada de los ajustes en el valor de los activos financieros e inmobiliarios (minusvalías financieras).

En cuanto al impacto de las medidas de política económica, cabe distinguir entre las medidas fiscales de apoyo a la demanda o a la actividad productiva —el segundo bloque del cuadro— y las medidas de apoyo al sector financiero, en el bloque siguiente. Hay algunas medidas que caen en zonas grises (en particular, la financiación a sectores productivos), que en muchos casos se canalizan a través del sistema financiero y, aunque a menudo se suelen anunciar dentro de los paquetes de estímulo fiscal, deben ser consideradas como medidas de apoyo financiero.

	Inyecciones de capital	Compra de activos	Financiación	Liquidez	Garantías
Tesoro	X	X	X (a)		X
Banco central		X	X (a)	X	X
Otras entidades públicas		X	X		X

FUENTE: Banco de España.

a. La financiación del Tesoro a las medidas del banco central se consideran acciones de este último, pero aparecen desglosadas separadamente en el gráfico 2.

Las medidas puramente fiscales se circunscriben a aquellas que afectan a los gastos e ingresos públicos, como inversiones, reducción de impuestos o incentivos fiscales a empresas o familias. Todas ellas suponen, en principio, una reducción del saldo fiscal, que se traduce en incrementos de deuda en el corto plazo. Las medidas de apoyo financiero son más variadas y su tipología aumenta a medida que se instrumentan nuevas estrategias de apoyo. Aquí se han agrupado en cuatro categorías, en función de su impacto inmediato o efectivo sobre las cuentas públicas, que, a su vez, depende de qué institución instrumenta la medida. En el cuadro 2 se establece la correspondencia entre el tipo de medida y la entidad que la instrumenta:

- 1) *Inyecciones de capital a los bancos u otras instituciones financieras*, a través de acciones preferentes, ordinarias u otras, como deuda subordinada, llevadas a cabo, en general, por el Tesoro. Entre ellas se incluyen tanto los rescates individuales como los planes generales.
- 2) *Compra de activos y financiación por parte del Tesoro*. Las compras de activos abarcan bonos u otros instrumentos financieros —líquidos y, en ciertos casos, problemáticos— e incluyen las transacciones con opción de recompra. La financiación por parte del Tesoro se dirige tanto al sector financiero como a otros sectores productivos en dificultades (automóviles, vivienda, empresas exportadoras, etc.).
- 3) *Apoyo financiero por parte del banco central*. Esta categoría incluye, en primer lugar, la provisión de liquidez —incluyendo las facilidades o ventanillas creadas o ampliadas tras el inicio de la turbulencia—. A medida que se multiplicaban las medidas y se ampliaban los plazos de las operaciones y los colaterales, la frontera entre provisión de liquidez y financiación —que es en las circunstancias actuales algo arbitraria— se ha ido difuminando, sobre todo en la medida en que algunos bancos centrales han actuado con el objetivo explícito de recomponer el funcionamiento del crédito en distintos mercados. Asimismo, un número creciente de bancos centrales se ha embarcado en operaciones de compra de activos y en la provisión de garantías. En algunos países, parte de estas medidas fue respaldada con financiación del Tesoro —que consideraremos como una subcategoría—, aunque la tendencia reciente es que la instrumentación de las medidas financieras recaiga cada vez más en los bancos centrales y otras agencias, en detrimento de los tesoros, debido, en buena medida, a que la posición financiera de estos está cada vez más comprometida.
- 4) *Garantías* que respaldan pasivos y, más recientemente, activos de las entidades financieras. Los pasivos garantizados consisten principalmente en deuda nueva,

con el fin de facilitar su emisión y reducir su coste en un período de difícil acceso a los mercados. Aunque las garantías a los depósitos bancarios son generalizadas, no se han incluido por la dificultad de cómputo y de comparación entre países². Respecto a la garantía de activos, es una tendencia que se inició en 2009 y afecta a los activos problemáticos de entidades en dificultades. De hecho, cabe subrayar la conjunción del sistema de garantías con otros tipos de apoyo, como la compra de activos o las inyecciones de capital.

El impacto financiero de estas medidas se recoge en el tercer bloque del cuadro 1. En general, no tienen por qué tener un impacto inmediato sobre los saldos fiscales, si bien la casuística es amplia y hay excepciones según los criterios de contabilización de cada país³. Las inyecciones de capital o las garantías sobre deuda pueden incluso generar ingresos en el corto plazo —como refleja el signo positivo—, derivados de los dividendos comprometidos, en el caso de las inyecciones de capital, o de las comisiones requeridas para acceder a las garantías. Las inyecciones de capital, la compra de activos y la financiación del Tesoro suponen un desembolso efectivo (*upfront loading*) a medida que se utilicen los fondos comprometidos y, por lo tanto, se traducen en un incremento de la deuda pública en el corto plazo. Por último, los apoyos financieros del banco central y las garantías no suponen un incremento paralelo de la deuda pública, aunque hay excepciones, como las provisiones por garantías que se establecen en algunos países o el mencionado respaldo de los tesoros a los bancos centrales.

Los efectos a corto plazo sobre la deuda pueden diferir del impacto a largo plazo. En el caso de la compra de activos o de las inyecciones de capital, el resultado final dependerá de cómo evolucione el valor del activo y del capital —además del flujo acumulado de retornos—. En particular, no es descartable que parte de lo desembolsado pueda ser recuperado —como indica el signo positivo en la última columna del cuadro 2—, una vez superado el estrés financiero, revirtiendo en parte el incremento previo de la deuda, de tal modo que el resultado final —cuando se deshagan las posiciones— sea menos negativo para las finanzas públicas que su impacto inicial. También pudiera ocurrir lo contrario, suponiendo una carga adicional. En el caso de las garantías, el coste solo se haría efectivo en caso de que fuera necesario activarlas. Respecto a las medidas de apoyo de los bancos centrales o a la financiación por parte del Tesoro, estas instituciones incurrirían en una pérdida financiera si no se devolviera lo prestado o, en el caso de facilidades con colateral, si el valor del colateral fuera inferior al monto del préstamo.

En definitiva, en el caso de las medidas de apoyo financiero hay tres aspectos relevantes para evaluar su impacto sobre las finanzas públicas: el desembolso inicial, la proporción recuperada ex post y las posibles pérdidas contingentes de otro tipo de medidas que no suponen un desembolso inicial.

Con este esquema se pueden abordar la descripción y la contabilización de las medidas fiscales y de apoyo financiero, y su comparación entre países y regiones. El ejercicio está sujeto a numerosas cautelas, pues es difícil abarcar y comparar de un modo coherente el amplio abanico de medidas, con características diversas y peculiaridades propias en cada país. Hay tres consideraciones relevantes a la hora de valorar este ejercicio:

- i) En el cómputo no se incluyen algunas medidas importantes para la estabilización del sistema, como las garantías de depósitos, ya mencionadas. Tampoco se

2. Así, en la Unión Europea se garantizan los depósitos hasta 100.000 euros, pero algunos países superan esta cifra y en otros es ilimitada. 3. Así en Estados Unidos y en el Reino Unido una buena parte del apoyo financiero sí que se computa en el déficit.

consideran medidas de política monetaria o cambiaria (reducciones de tipos de interés, la utilización de reservas o las recientes compras de activos públicos por algunos bancos centrales⁴⁾), que, en cierto modo, también han servido de apoyo al sector financiero, ni se contabiliza otro tipo de medidas que han sido importantes para mantener los flujos de financiación internacional, como los intercambios de divisas (*swaps*) o los paquetes de apoyo externo por parte de los organismos financieros regionales y multilaterales.

- ii) Las cifras presentadas se obtienen de sumar medidas de naturaleza muy distinta y con diferentes implicaciones fiscales, tal como se ha puesto en evidencia en los párrafos anteriores. Por lo tanto, su extrapolación a las magnitudes fiscales y la comparación entre países deben ser realizadas con suma cautela.
- iii) En la contabilización de las medidas se adopta como criterio el monto comprometido, lo que supone, en general, un punto intermedio entre las cantidades efectivamente desembolsadas y las que se han anunciado. Esto genera algunas dificultades, debidas a la falta de concreción o a la reformulación de algunas medidas (como ocurrió con el primer programa financiero de Estados Unidos, más conocido como TARP), a las dificultades de clasificación en otros casos (la distinción entre liquidez y financiación, ya mencionada), o, en general, a los problemas de comparabilidad derivados de las distintas estrategias a la hora de responder a la crisis.

El marco temporal del análisis abarca desde el inicio de 2008 (lo que incluye prácticamente todas las medidas adoptadas) hasta abril de 2009. El principal documento de referencia es el reciente trabajo del FMI (2009), que se complementa con aportaciones de la OCDE (2009), la CEPAL (2009) y la Comisión Europea (2009), y el objetivo es conseguir la mayor coherencia posible entre países y regiones, y la actualización. La muestra abarca las principales economías desarrolladas y emergentes, englobadas en el G 20+ (grupo que incluye a España), que representan alrededor del 85% del PIB mundial. Se considerará el grupo de las economías avanzadas del G 20+ y, salvo que se mencione lo contrario, las cuatro principales economías emergentes (los llamados BRIC: Brasil, Rusia, India y China), como representativas de las emergentes. Para cada país, las cifras se referencian en relación con su PIB en 2008 o, en caso de que se analicen años sucesivos, el PIB respectivo de cada año y la actualización de datos tiene como fecha límite mediados de mayo.

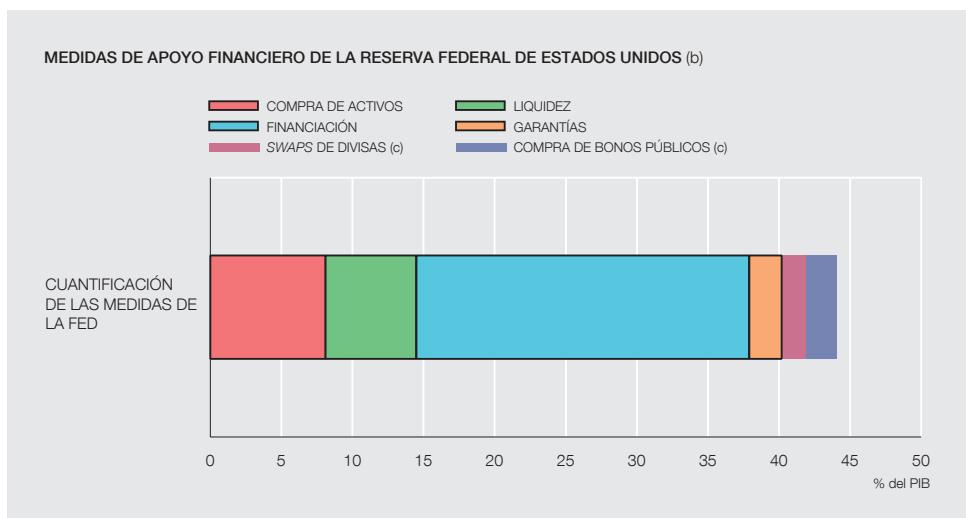
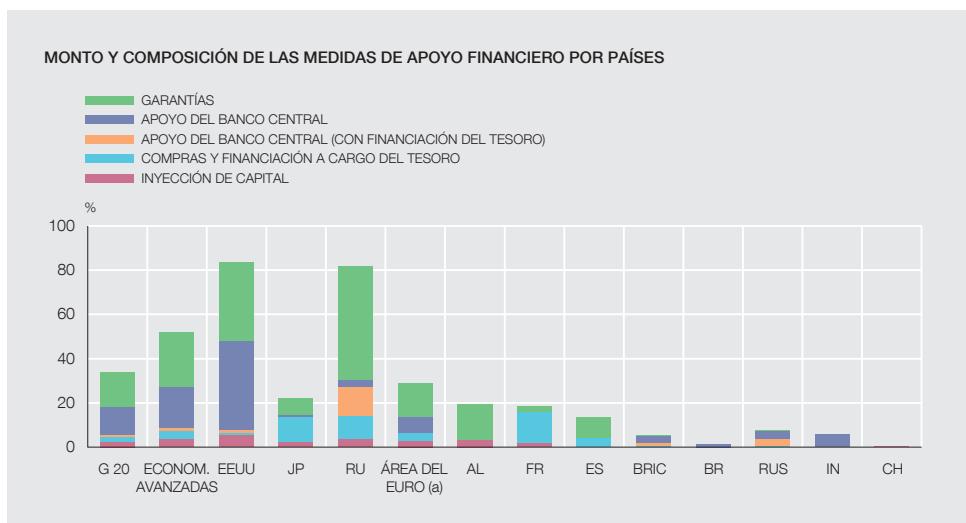
Las medidas de apoyo financiero

El panel superior del gráfico 2 recoge el monto comprometido en las medidas de apoyo al sistema financiero, según la categorización descrita en la sección anterior, para los principales países y áreas analizadas. La cantidad de fondos comprometidos en el agregado alcanza casi un tercio de su PIB (una magnitud equivalente al PIB de Estados Unidos). La mayor proporción corresponde a las garantías sobre activos y pasivos bancarios (un 46% del total, un 15% del PIB del G 20+) y al respaldo financiero de los bancos centrales (dos quintos del total, es decir, un 13% del PIB), del cual una parte reducida está financiada, a su vez, por el Tesoro. Las compras de activos y la financiación directa por parte del Tesoro, por un lado, y las inyecciones de capital, por otro, contribuyen en menor proporción: un 7,4% y un 6,9% del total, lo que equivale al 2,5% y al 2,3% del PIB del G 20+, respectivamente.

4. Las compras de activos públicos han aparecido anunciadas en los planes de apoyo financiero de algunos países, pero, en la medida en que están destinadas a afectar los tipos de interés a largo plazo, entran más bien en el ámbito de la política monetaria. Además, en términos de contabilización, su efecto neto consolidado sobre el sector público es nulo. Por estas razones, a diferencia del análisis del FMI, se excluyen de nuestros cómputos, salvo que se indique lo contrario.

MEDIDAS DE APOYO AL SECTOR FINANCIERO Y COMPOSICIÓN

GRÁFICO 2



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2009a), Reserva Federal y Banco de España.

a. La categoría de «Apoyo del banco central» en el área del euro se refiere al BCE y solo aparece en el agregado del área.

b. Aparecen con borde negro las medidas que se incluyen en la categoría «apoyo del banco central».

c. Las compras de bonos públicos y acuerdos de swaps de divisas no se incluyen en las categorías computadas en el análisis del gráfico 2.

Aunque todos los países analizados han adoptado medidas de uno u otro tipo, existen diferencias muy acusadas entre regiones y países. La más llamativa es la que se observa entre las economías desarrolladas y las emergentes. Así, el apoyo financiero comprometido llega al 50% del PIB en las economías avanzadas, donde las garantías tienen un mayor protagonismo relativo, pero solo representa en torno al 5% del PIB en los BRIC, donde el respaldo del banco central es dominante.

Dentro del grupo de las economías avanzadas también hay diferencias significativas en la magnitud del apoyo financiero. Estados Unidos y Reino Unido destacan por encima del resto, tanto por la cuantía comprometida —el 83% y el 82% de los respectivos PIB— como por ser los países que han llevado la iniciativa y han marcado el paso en este ámbito.

En Estados Unidos, aproximadamente la mitad de la cuantía de las medidas adoptadas corresponde al respaldo financiero de la Reserva Federal, que ha actuado en un amplio

número de frentes (véase el panel inferior del gráfico 2). Solo una pequeña parte del apoyo total del banco central (algo más del 14%) se deriva de su actividad más tradicional, la provisión de liquidez, pues se considera que las facilidades que se han ido estableciendo desde septiembre pasado constituyen líneas de financiación. Estas líneas, a cambio de colateral, en particular, han sido diseñadas para apoyar a distintos segmentos: el mercado de papel comercial (CPFF), los mercados monetarios (MMIFF) y otros mercados de titulización bloqueados por la crisis, a través del llamado TALF⁵. Las líneas disponibles de financiación alcanzan el 24% del PIB y suponen más de la mitad del total de apoyo del banco central. La Reserva Federal también se ha embarcado en la compra de activos privados respaldados con hipotecas (*mortgage backed securities*, MBS), para sostener este mercado, por un monto máximo de casi el 10% del PIB; otro ámbito de actuación han sido las garantías de activos a algunos bancos, por un monto del 2,1% del PIB. Por último, hay dos medidas adoptadas por la Reserva Federal que, como ya se ha mencionado, no se computan en nuestro cálculo: la compra de bonos del Tesoro (300 mm de dólares comprometidos, el 2,1% del PIB) y la apertura de líneas de *swaps* de divisas con un cierto número de países, de las que se habían utilizado 250 mm de dólares.

El resto del apoyo financiero de Estados Unidos lo componen las actuaciones a cargo del Tesoro y las garantías. La actuación directa del Tesoro se ha concentrado en la inyección de capital a numerosos bancos a cargo del TARP (cuya cuantía aprobada fue de 700 mm de dólares), a la aseguradora AIG y a las agencias hipotecarias semipúblicas (Fannie Mae y Freddie Mac), que representan la mitad de las inyecciones, y el plan de adquisición de activos problemáticos también contempla la aportación de hasta 100 mm de dólares de capital público. En conjunto, el monto total comprometido de las inyecciones de capital es superior a 800 millones de dólares (5,6% del PIB). La compra de activos por el Tesoro, que constituyó la primera estrategia de acción después de septiembre (el TARP iba a utilizarse para este fin), se ha limitado hasta ahora a la adquisición de MBS (50 mm de dólares, menos de medio punto del PIB). Por último, la financiación provista también ha sido marginal (30 mm de dólares a las empresas automovilísticas), aunque hay que considerar, como se mencionó antes, la financiación de apoyo a la Fed. Por último, las garantías —excluidas las respaldadas por la Fed— representan un 43% del monto comprometido total (36 pp del PIB). Entre las garantías, destacan la garantía de la nueva deuda bancaria, por valor de 1.450 mm de dólares (10% del PIB), respaldada por el fondo de garantía de depósitos estadounidense (FDIC); la garantía temporal de los activos de fondos monetarios establecida por el Tesoro (3.000 mm de dólares), y el nuevo plan público-privado de adquisición de activos y préstamos problemáticos, que se pondrá en práctica en los próximos meses, y también conllevará garantías —por parte de la FDIC— por un valor aun no determinado, pero que puede superar los 500 mm de dólares⁶.

5. Solo se consideran las facilidades de liquidez abiertas entre el verano de 2007 y septiembre de 2008. Para distinguir entre liquidez y financiación se utiliza el criterio temporal, pues desde octubre la preocupación explícita de las autoridades fue restaurar la financiación de los mercados en dificultades, y en este contexto se diseñaron nuevas facilidades. Así, la CPFF (*commercial paper funding facility*) estaba destinada a desbloquear el mercado de papel comercial, fundamental para la financiación a corto plazo en Estados Unidos, y la MMIFF se instauró para superar los problemas en los mercados monetarios derivados de los muy reducidos tipos de interés. El TALF (*term-asset backed securities loan facility*) está diseñada de modo más general y, aunque poco utilizada por el momento, supone un elemento importante en la estrategia de normalización de mercados. El monto de estas líneas de financiación es muy elevado: de 1.800 mm de dólares (CPFF), 900 mm de dólares (TALF) y 540 mm de dólares (MMIFF), es decir, casi un 20% del PIB de Estados Unidos. No obstante, hasta principios de mayo solo se había utilizado una pequeña parte: 245 mm de dólares. La Fed también ha provisto financiación para el apoyo y rescate de entidades concretas, como el banco Bear Stearns (23 mm de dólares) y la aseguradora AIG (90 mm de dólares). 6. El plan de compra de activos y préstamos problemáticos (*legacy assets and loans*) se anunció en marzo y consiste en una iniciativa conjunta entre el sector público y el privado (de ahí su nombre en inglés, *Private Public Investment Program*) para contribuir a la limpieza de los balances de los bancos. En este plan se conjugan varias de las categorías consideradas: garantías de la FDIC, financiación del Tesoro e, incluso, apoyo indirecto de la Reserva Federal a través del uso de los préstamos adquiridos como colateral del TALF.

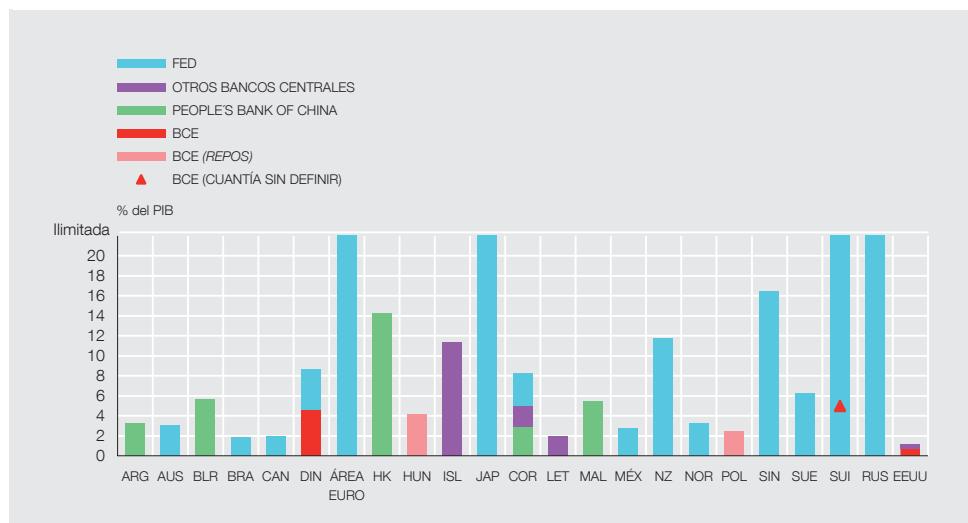
Aunque el abanico de medidas de apoyo financiero adoptadas en el Reino Unido es similar al de Estados Unidos, la composición es diferente, con un claro predominio de las garantías (más del 60% del total, un 50% del PIB). Estas garantías se subdividen en los avales a la nueva deuda y activos titulizados, y las garantías sobre activos de las entidades financieras a través del llamado *Asset Protection Scheme* (APS). La participación del Banco de Inglaterra se canaliza a través de una facilidad principal (*Special Liquidity Scheme*, SLS), financiada por el Tesoro, como se observa en el gráfico 2, y de la compra de activos financieros por un monto de hasta 50 mm de libras, en papel comercial y otros activos privados⁷. Otro rubro importante han sido las inyecciones de capital a los bancos (4% del PIB) y el rescate de algunos de ellos, que han ido aparejados a una cuantiosa financiación (10% del PIB).

En otras economías avanzadas el apoyo ha sido hasta ahora más reducido, aunque también se ha ido ampliando paulatinamente. En Japón supera ya el 20% del producto y se instrumenta principalmente a través de agencias gubernamentales que se dedican a financiar la compra de activos, en particular papel comercial y acciones. Las ayudas en los países de la zona del euro alcanzan un monto de apoyo cercano al 30% del PIB del área. Las garantías son aquí el tipo de medida predominante, en torno a dos tercios del total; el apoyo del banco central⁸ consiste en operaciones de liquidez de larga duración [e incluirá la compra de cédulas (*covered bonds*) por un monto de 60 mm de euros (0,7% del PIB), aprobada recientemente]. Hay notables divergencias en el apoyo financiero entre los países del área: Holanda, Bélgica y Austria, economías pequeñas donde las inyecciones de capital a sus bancos han sido relativamente elevadas, están bastante por encima de la media, así como Irlanda, que, además, optó por una garantía integral de sus activos bancarios, donde el apoyo comprometido supera en dos veces su PIB. Los apoyos comprometidos en Francia y Alemania están en el entorno del 20% de su PIB, y el apoyo financiero comprometido en España se sitúa en torno al 13% del PIB (150 mm de euros), siendo uno de los pocos países entre las economías avanzadas donde no se han llevado a cabo inyecciones de capital.

Las economías emergentes han dedicado diez veces menos recursos que las avanzadas, en términos de sus respectivos PIB, al apoyo del sector financiero. Este notable contraste con los países avanzados cabe atribuirlo, en parte, a la diferente naturaleza, intensidad y canales de transmisión de la crisis financiera entre ambas áreas, que ha requerido respuestas diferentes. Con todo, cabe señalar que la capacidad de respuesta de estas economías, salvo excepciones, también es más limitada en un entorno de dificultades de acceso a la financiación internacional.

En concreto, la principal respuesta en las economías emergentes ha consistido en facilitar financiación en moneda extranjera al sistema financiero y al sector corporativo, y, en muchos casos, en reducir la volatilidad de los tipos de cambio, mediante el uso de las reservas internacionales, sobre todo en el último trimestre de 2008. En este contexto, el apoyo de otros bancos centrales —en particular, la Reserva Federal, pero también el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y los bancos centrales de Suiza y de China, a través de acuerdos de permuta de divisas (acuerdo swaps)— ha sido clave para mitigar la incertidumbre en numerosos países, al facilitar la provisión de divisas en moneda extranjera a los agentes financieros y

7. La compra de activos por parte del Banco de Inglaterra (*Asset Purchase Facility*) prevé la compra de hasta 150 mm de libras, pero entre los activos contempla la compra de hasta 100 mm de libras (7% del PIB) en bonos públicos, que no se han computado en nuestros cálculos por las razones comentadas en la nota 5. 8. A diferencia de la Reserva Federal o el Banco de Inglaterra, el BCE no ha creado facilidades nuevas, sino que ha podido dotar de flexibilidad a las existentes. Por ello, se computa en este concepto el incremento en el balance del BCE. Por otro lado, en los países del área del euro analizados en el gráfico 2, la categoría «apoyo del banco central» no se considera, pues este se centraliza en el BCE.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (abril).

empresas nacionales. Estos acuerdos, que solo se han utilizado parcialmente, se detallan en el gráfico 3, donde también se incluyen los que tiene la Reserva Federal con otras economías desarrolladas y, en la última columna, los recíprocos de los principales bancos centrales con Estados Unidos⁹.

Por último, un número creciente de economías emergentes ha acudido a los organismos financieros internacionales en busca de financiación y aseguramiento. En el caso de los nuevos países miembros de la Unión Europea, el apoyo se ha ofrecido de modo conjunto por los organismos financieros internacionales, la propia UE y algunos bancos de desarrollo de ámbito europeo. Como puede observarse en el cuadro 3, los paquetes de apoyo —a través de acuerdos tradicionales sujetos a condicionalidad (acuerdos *stand-by*) o preventivos, a través de nuevas facilidades (como la línea de financiación flexible, FCL por sus siglas en inglés)— se han multiplicado en los últimos seis meses. En este período el monto total de los acuerdos aprobados supera los 150 mm de dólares y la cartera de préstamos vivos ha vuelto a los niveles de inicios de 2006. El incremento de la financiación al FMI, aprobado en la cumbre del G 20 de abril, por un monto de 500 mm de dólares, supone pues un elemento fundamental de apoyo financiero a las economías emergentes, que tienen menos capacidad de movilizar fondos internos.

En cuanto al impacto fiscal esperado de todas estas medidas de apoyo financiero, cabe señalar, en primer lugar, que los cómputos que se acaban de comentar no reflejan el impacto del apoyo financiero sobre las finanzas públicas, ni en el corto ni en el largo plazo. Las elevadas cifras de apoyo comprometido que se barajan —en porcentaje del PIB— deben ser matizadas, puesto que en buena medida no implicarán un coste financiero, debido a tres motivos principales:

- El primero es que los apoyos comprometidos *solo han sido parcialmente utilizados*, y este proceso será gradual y, en algunos casos, como en las garantías, es muy

9. En el caso del BCE, aparte de los swaps con los miembros del ERM II y con otros países desarrollados, ha ofrecido préstamos tipo *repo* con otros miembros de la UE, como Hungría o Polonia. Es llamativo que la propia Reserva Federal también disponga de línea de swaps con las principales economías (última línea), lo que refleja las distorsiones que persisten en los mercados de cambio.

Acuerdos aprobados	Tipo de acuerdo (a)	Importe (mill. de dólares)	Importe (% del PIB)	Fecha de aprobación
Ucrania	ASB	16.500	11,65	5.11.2008
Hungría	ASB	15.700	11,35	6.11.2008
Islandia	ASB	2.100	10,38	19.11.2008
Pakistán	ASB	7.600	5,29	24.11.2008
Letonia	ASB	2.350	8,65	23.12.2008
Bielorrusia	ASB	2.500	5,58	12.1.2009
Serbia	ASB	3.968	9,96	16.1.2009
El Salvador	ASB (P)	791	3,88	16.1.2009
Mongolia	ASB	225	5,79	1.4.2009
Costa Rica	ASB (P)	724	2,76	10.4.2009
México	LCF (P)	48.505	4,74	17.4.2009
Guatemala	ASB P(P)	951	2,82	22.4.2009
Rumanía	ASB	17.100	10,00	4.5.2009
Polonia	LCF (P)	21.062	4,99	6.5.2009
Colombia	LCF (P)	10.397	5,00	11.5.2009
TOTAL		150.573		

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a. ASB = Acuerdo stand-by; LCF = Línea de crédito flexible; (P) = Acuerdo de carácter preventivo.

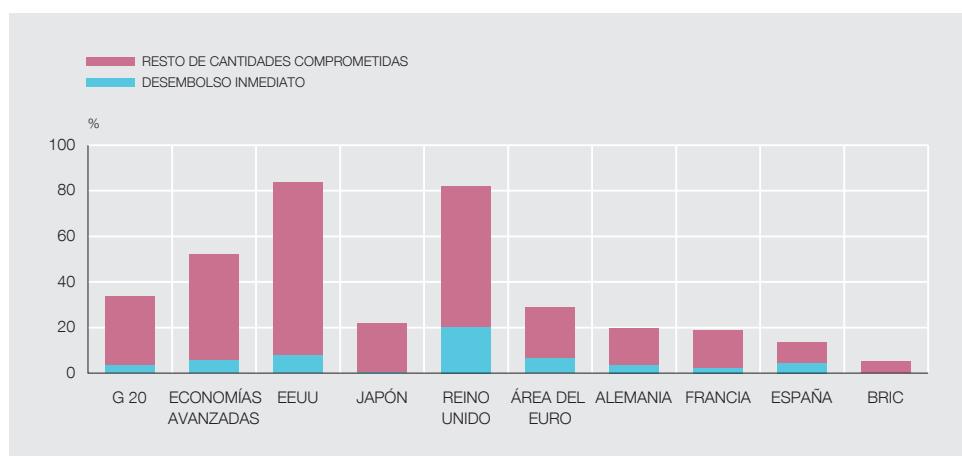
probable que no se llegue a alcanzar el límite de disponibilidad. La tasa de utilización también es muy diferente entre las distintas categorías, tendiendo a ser mayor en las inyecciones de capital y la compra de activos que en el uso de garantías. Para Estados Unidos puede estimarse que del total comprometido se ha utilizado en torno a un 30%, en el Reino Unido, sin embargo, se ha superado holgadamente el 60%, mientras que en el área del euro la tasa de utilización se sitúa en torno a un 25%. En el caso de España, a mitad de mayo, el porcentaje utilizado rondaba el 40%.

- El segundo se deriva de la *distinción entre el monto comprometido y las cantidades que se han de desembolsar (upfront loading)* —y, por tanto, con impacto presupuestario— cuando sean utilizadas. La relación entre ambas variables se muestra en el gráfico 4. Como se comentó al explicar el marco de análisis, en general, solo las inyecciones de capital, los préstamos y la compra de activos por parte del Tesoro —que son una parte reducida del apoyo total— conllevan un coste efectivo inmediato con impacto presupuestario. Es posible que alguna de las otras medidas pueda tener un coste inmediato —dependerá del modo de llevarlas a cabo y de su contabilización—, pero, en cualquier caso, según estos criterios, y considerando algunos ajustes específicos, puede estimarse que para el conjunto del G 20+ solo el 12% de las cantidades comprometidas implica desembolso efectivo *ex ante*, es decir, casi un 4% del PIB del G 20. La ratio es similar en las avanzadas, aunque para este grupo de países esto supone en torno al 6% del PIB: dentro de ellos, en Estados Unidos se llega al 7,5% del PIB (aunque solo es el 9% del total comprometido), y en el Reino Unido, al 20% del PIB¹⁰. En España esta cifra superaría el 4% del PIB (un tercio del total, por la importancia relativa de las compras de activos), algo más que el conjunto del euro. Por el contrario, en los BRIC la

10. En el Reino Unido el porcentaje de *upfront loading* es mayor que en el resto (un cuarto del total), por la financiación de la SLS por parte del Tesoro.

**APOYO FINANCIERO Y PROPORCIÓN DE LAS CANTIDADES
DESEMBOLSABLES RESPECTO A LA CUANTÍA COMPROMETIDA**

GRÁFICO 4



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (2009b) y Banco de España.

proporción es aún menor (6%) y, por lo tanto, las cantidades que se han de desembolsar son muy pequeñas, en torno a tres décimas del PIB.

- Por último, cabe esperar *la recuperación de parte de las cantidades invertidas*. No hay que olvidar que la mayor parte de las medidas se han tomado con la expectativa de que sirvan para estabilizar el sistema financiero y facilitar su normalización y posterior recuperación. En este sentido, todas tienen vocación de transitoriedad y la premisa es que las cantidades comprometidas y desembolsadas serán recuperadas, eventualmente, en una proporción sustancial. Es muy difícil, sin embargo, determinar anticipadamente la cuantía, dadas la profundidad de la crisis, la fase de despliegue en la que aún se encuentra y la incertidumbre sobre su duración e impacto final. En cualquier caso, la evidencia empírica [véase Laeven y Valencia (2008)] muestra que los costes fiscales de las crisis financieras pueden ser muy elevados, dependiendo de las circunstancias, aunque también ha habido experiencias, como la de Suecia, en la que el monto de los rescates bancarios superó el 4% del PIB y el coste final fue muy reducido, mientras que en algunas economías desarrolladas, como Japón, superaron el 13% del PIB y la tasa de recuperación ha sido muy reducida [Laeven y Valencia (2008)].

Frente a estas consideraciones, que reducen drásticamente el coste esperado del apoyo financiero, hay que tener en cuenta la posibilidad de que parte de los montos comprometidos y que no implican un coste inmediato (principalmente, garantías y financiación por parte de los bancos centrales) acabe generando un coste efectivo; aunque esta financiación esté respaldada por activos, la ampliación del colateral a activos menos seguros supone un incremento del riesgo. Tampoco es posible, en este caso, hacer estimaciones al respecto. Incluso los indicadores que podrían ser indicativos en este sentido —como los *credit default swaps* (CDS) de las entidades cuyos pasivos han sido garantizados, que recogen, en teoría, la probabilidad de impago que asignan los mercados— muestran en las actuales circunstancias una elevada volatilidad y su valor informativo es discutible¹¹.

11. Por ejemplo, los CDS a cinco años de los principales bancos estadounidenses superaron los 500 puntos básicos (pb) en octubre y luego han oscilado entre los 200 pb y los 400 pb. Estas oscilaciones reflejan probabilidades de impago relativamente elevadas, pero estos números son escasamente fiables, debido a la alteración de este mercado y al hecho de que los volúmenes son nacionales.

Planes de estímulo fiscal, ciclo económico y otros factores

En todo caso, la profundidad y la persistencia de la crisis y el creciente espectro de medidas por parte de bancos centrales y tesoros sin duda exponen a las finanzas públicas a costes adicionales que pueden acabar siendo potencialmente muy elevados.

El segundo pilar de respuesta de política económica a la crisis son los paquetes de estímulo fiscal, destinados a sostener la demanda agregada. Salvo algunas excepciones, como Estados Unidos o España, estos planes se anunciaron a partir de octubre y se han ido poniendo en marcha —y ampliando— en los meses siguientes. También en este caso la contabilización se complica por los diversos conceptos que algunos anuncios contienen (en particular, financiación, que, como se ha señalado, se contempla como parte del apoyo financiero) y en la asignación temporal, pues algunos de ellos son anuales, otros plurianuales e, incluso, otros no tienen un horizonte específico.

El panel superior del gráfico 5 recoge el monto de los paquetes anunciados por países, para los años 2008 a 2010¹². El promedio anual agregado del G 20+ es del 1,4% del PIB y, en este caso, el esfuerzo es ligeramente mayor en las economías emergentes (1,4%) que en las avanzadas (1,25%), pues en los meses recientes las primeras han hecho un esfuerzo adicional, en un contexto en que las condiciones de mercado se tendían a estabilizar. En todo caso, con los datos conocidos, se observa que el esfuerzo fiscal anunciado es más sostenido en las economías desarrolladas, donde el pico (1,6% del PIB) se alcanza el año próximo, mientras que en las economías emergentes se alcanza en el año actual, con el 2,4% del PIB, para decaer de ahí en adelante.

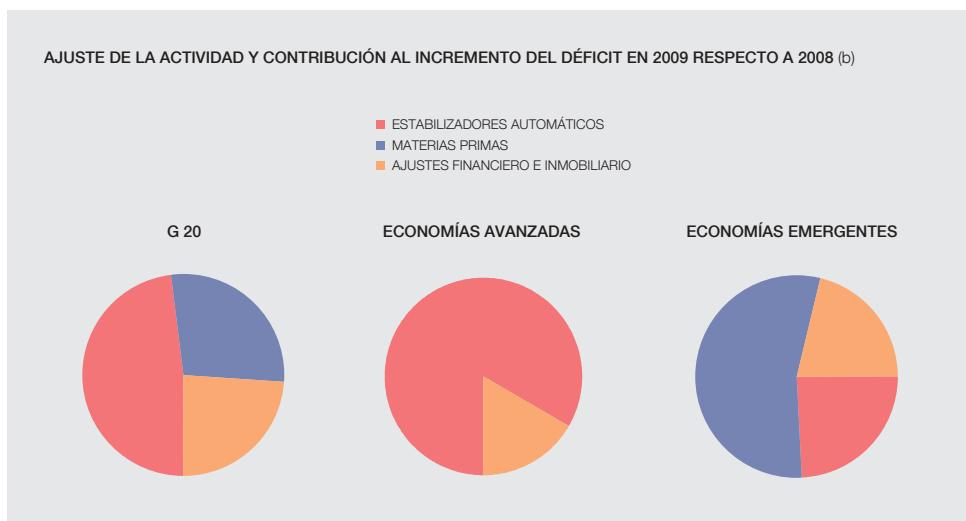
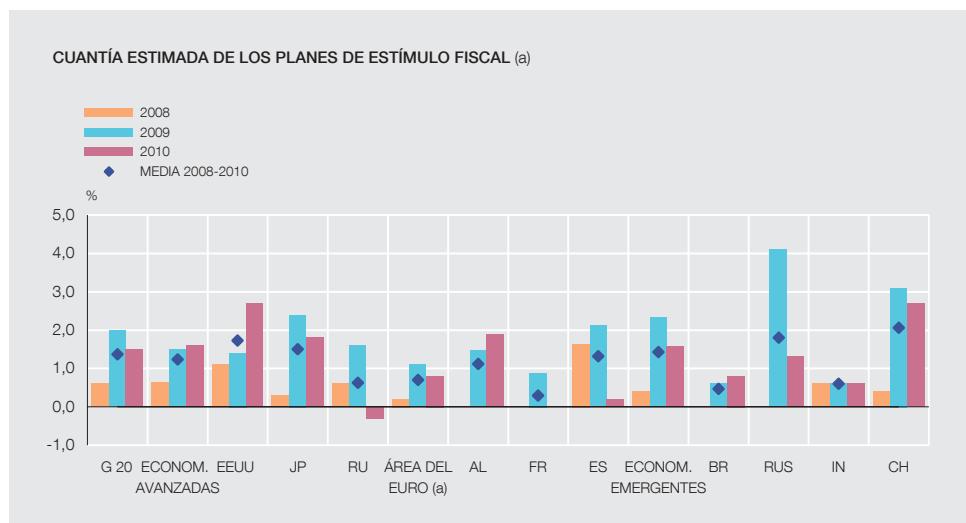
Hay, en cualquier caso, notables diferencias entre países. De nuevo, son los Estados Unidos los que destacan por los recursos aportados, en particular el plan aprobado al principio de este año por un monto de 787 mm de dólares, un 5,5% del PIB, de los cuales unos 200 mm de dólares (1,3% del PIB) se utilizarán a partir de 2011. Sumados al plan aprobado en febrero de 2008, esto supone casi un 1,7% del PIB de promedio anual en los tres años considerados, superando el año próximo el 2,7% del PIB. También son notables el reciente impulso fiscal japonés, ampliado con el presupuesto extraordinario de abril, que este año alcanzará el 2,4% del PIB (1,5% del impulso total promedio en los tres años), y el perfil del Reino Unido, cuyo presupuesto contempla una expansión importante este año (1,6% del PIB), pero un impulso negativo el año próximo, lo que deja el promedio anual del trienio en solo el 0,6% de su PIB. El área del euro también se sitúa en la franja inferior, con un estímulo promedio de apenas medio punto del PIB del área. Dentro del área, España registra un impulso fiscal relativamente importante: el 1,25% del PIB en promedio y concentrado en 2009 (1,9% del PIB). Por último, cabe destacar que dos economías emergentes presentan los estímulos fiscales más elevados: Rusia (1,8% del PIB en la media de los tres años), que saca partido de sus reservas financieras derivadas del petróleo, y China (2,1% del PIB), cuya capacidad de respuesta no depende de la financiación exterior.

En general, los planes fiscales han estado sesgados hacia medidas de gasto público, especialmente en infraestructuras. Por la parte de los ingresos, el recorte impositivo se ha orientado hacia los impuestos directos y desgravaciones, mientras que la reducción de los indirectos ha tenido un papel testimonial. La mayor proporción de medidas de gasto público (en torno al 60% del total) puede explicarse por la reducida propensión marginal a consumir e invertir del sector privado, en un entorno de fragilidad económica y financiera y perspectivas negativas,

12. La mayoría de los datos son previsiones del FMI y son coherentes con su *World Economic Outlook* (2009b), pero se han actualizado algunos de ellos con los últimos planes conocidos. En el caso español se utilizan las previsiones del Banco de España (2009).

ESTÍMULOS FISCALES Y COMPONENTES DEL AJUSTE DE LA ACTIVIDAD

GRÁFICO 5



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (abril), Tesoro británico y Banco de España.

- a. El agregado del área del euro incluye a los cuatro grandes: Alemania, Francia, Italia y España.
b. Actualización basada en las últimas previsiones del FMI.

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.

Para valorar el impacto de la crisis sobre el déficit público, además de las medidas discrecionales en apoyo de la demanda, hay que tener en cuenta los estabilizadores automáticos, que operan a través de los ingresos y de los gastos públicos. Dada la contracción esperada de la actividad, el impacto de estos estabilizadores automáticos sobre los saldos fiscales puede ser muy notable, llegando a condicionar el monto de los propios planes de estímulo fiscal. En general, se considera que los países de Europa continental presentan una mayor elasticidad del saldo fiscal respecto al ciclo económico que el Reino Unido o Estados Unidos, mientras que en los países emergentes, donde las redes de protección social están menos desarrolladas y las estructuras fiscales están menos consolidadas, los estabilizadores serían menos potentes. No obstante, en algunas de las economías en desarrollo exportadoras de materias primas, la ralentización de la actividad global está teniendo un impacto elevado sobre las cuentas fiscales a través de la reducción de los precios y del volumen de exportación de

estos productos, que proporcionan una parte importante de los ingresos fiscales. Por último, hay que considerar la pérdida de ingresos derivada del ajuste financiero —reducción de beneficios, dividendos y valor de activos—, tal como se explicó en la sección 2, que normalmente no se considera al hacer los ajustes cíclicos en los saldos fiscales. Este impacto dependerá de la fiscalidad sobre estas bases impositivas, y será más potente en aquellas economías donde el sector financiero tiene un mayor peso, como Estados Unidos, Suiza o el Reino Unido.

En el panel inferior del gráfico 5 se estima el impacto relativo de los factores relacionados con la caída de la actividad, no discrecionales, sobre el déficit en 2009¹³. En el conjunto del G 20+, los estabilizadores automáticos serían responsables de la mitad del incremento no discrecional del déficit, aproximadamente, alcanzando las tres cuartas partes en las economías avanzadas y una contribución de apenas el 20%-25% en las emergentes. En estas, la principal contribución se deriva de la pérdida de ingresos asociada al ajuste de las materias primas (más de la mitad del total, siendo nula en las desarrolladas). El ajuste de los precios de activos financieros e inmobiliarios contribuye de modo similar en todos los grupos considerados, en torno a un cuarto del total.

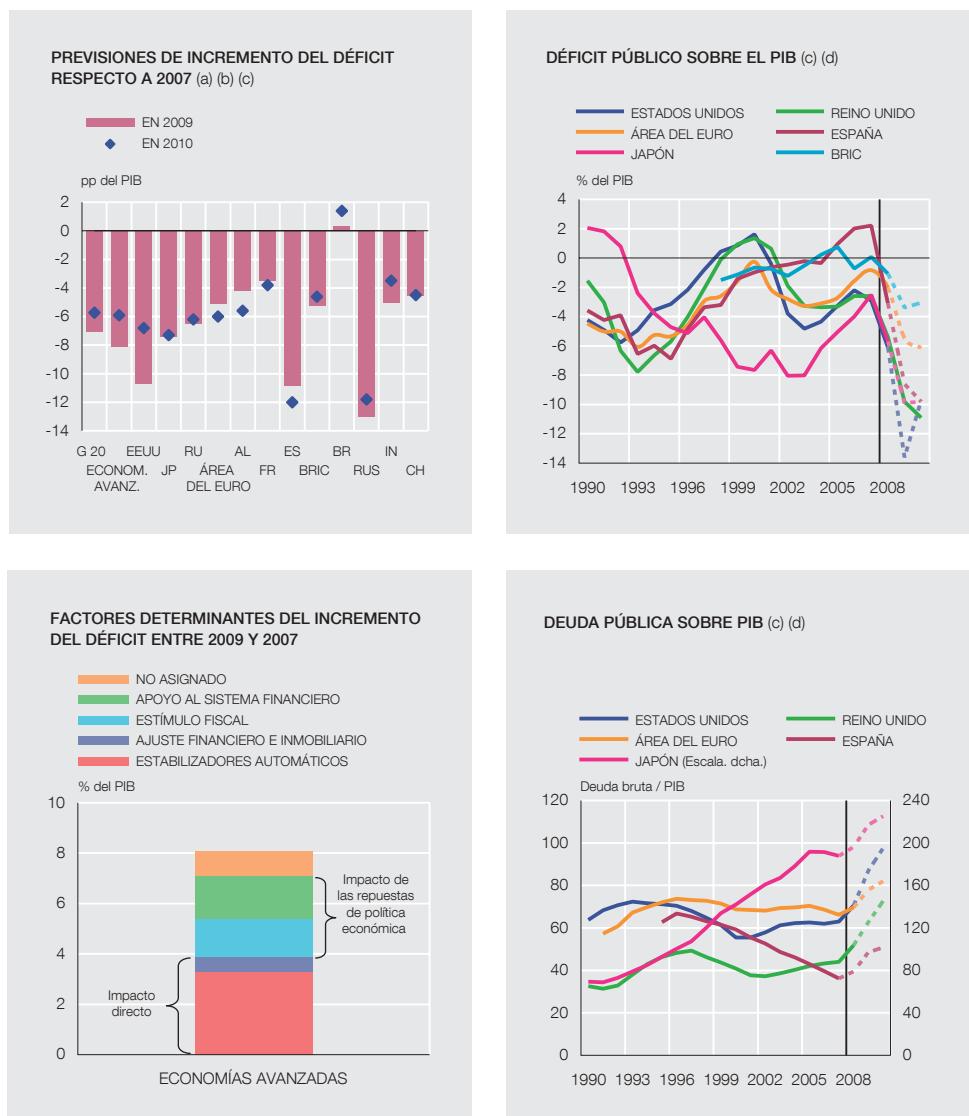
Saldos fiscales, deuda pública y la dinámica de la deuda a medio plazo

Una vez valorados los distintos canales a través de los cuales la crisis y la respuesta de política económica afectan a los saldos fiscales y a la deuda pública, es posible analizar su impacto conjunto sobre las finanzas públicas. Los paneles superiores del gráfico 6 muestran las previsiones de incremento del déficit para los años 2009 y 2010 respecto a 2007, que suponen en todos los casos una drástica ampliación de los déficits públicos. En numerosos países se pueden alcanzar déficits de dos dígitos en términos del PIB, disipando la paulatina mejora de los saldos fiscales que se venía verificando en la mayoría de los países en los últimos 15 años. Algunos países, como Estados Unidos, van a registrar déficits que no se observaban desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

Así, respecto al año previo a la crisis (2007), las previsiones indican un incremento del déficit de 7,6 puntos porcentuales (pp) del PIB en 2009, pasando del 1% al 8%, y reduciéndose solo hasta el 6,9% en 2010 en el conjunto del G20+. En las economías avanzadas el incremento es aún mayor, al pasar del 2% al 10% en 2009, para reducirse hasta el 7,7% del PIB en 2010. En las cuatro principales economías emergentes (BRIC) el deterioro es algo menor: se pasa de un presupuesto equilibrado en el agregado en 2007 a un déficit en 2010 del 4,5% del PIB. Por países, las ratios de déficit sobre el PIB son más elevadas en Estados Unidos (13,6% en 2009, reduciéndose a un 9,7% en 2010), Japón, Reino Unido (con cifras cercanas al 10% y el 9%, respectivamente, en los próximos años), la India (por encima del 10% en 2009) y España (8,3% en 2009 y 8,7% en 2010). España es, junto con Rusia, la economía que registra un incremento mayor del déficit desde 2007 en la muestra, superior a los 10 pp del PIB, pues partía de un holgado superávit (2,2% en 2007). En el extremo opuesto se encuentra Brasil, con un déficit previsto inferior al 2% del PIB en ambos años.

Para aproximar el peso de cada factor analizado en las secciones anteriores sobre el incremento del déficit, en el panel inferior izquierdo del gráfico 6 se hace una descomposición, necesariamente aproximada, de esa contribución en las economías avanzadas, para el año en curso (8 pp del PIB, como veíamos), distinguiendo entre las medidas discretionales (apo-

13. Véase FMI (2009b). Hay que tener en cuenta que los cálculos iniciales tomaban en consideración las previsiones hechas en el primer trimestre de 2009. El deterioro de las mismas desde entonces y la posible distinta evolución del precio de las materias primas y otros precios financieros han modificado ligeramente los cálculos, que deben ser tomados con cautela.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo, Comisión Europea, CEIC, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. El área del euro incluye a los cuatro grandes: Alemania, Francia, Italia y España.
- b. El agregado de Economías avanzadas incluye: Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Corea, Australia, Canadá, Alemania, Francia, Italia y España.
- c. Los datos de 2006 a 2010 proceden todos del FMI (2009b), salvo España (Banco de España).
- d. A trazos, previsiones.

yo fiscal y financiero) y el impacto derivado de la caída de la actividad económica y financiera¹⁴. En primer lugar, el impacto sobre el déficit de las medidas de apoyo financiero es relativamente reducido (1,7 pp del PIB, es decir, apenas el 20% del total), aunque la estimación depende de los criterios de contabilización adoptados, pues una buena parte del desembolso efectivo no afecta al déficit, sino a la deuda. En segundo lugar, los paquetes de estímulo fiscal alcanzan un monto de 1,5 pp del PIB, que contribuirían en un 18% al incremento del déficit. La caída de la actividad financiera añade al menos seis décimas del PIB, lo que deja

14. La descomposición se realiza tomando las previsiones de déficit y saldo estructural del WEO del FMI. La diferencia entre ambos da el impacto de los estabilizadores automáticos. El impulso fiscal se deriva de los datos presentados en el gráfico 7 y el apoyo financiero se ha derivado de datos por países y de la estimación publicada por el FMI en marzo [FMI (2009b)]. Esta estimación es la que se utiliza para derivar el impacto de los ajustes financieros e inmobiliarios, que aparece en términos de contribución en el gráfico 8.

a los estabilizadores automáticos como el principal factor determinante del incremento del déficit (3,3 pp, un 41% del total). De este modo, el impacto directo de la crisis contribuiría la mitad (4 pp del PIB) al incremento del déficit, mientras que la contribución de la reacción de políticas sería algo menor (3 pp). Un punto del incremento del déficit no ha podido ser asignado a ninguna categoría.

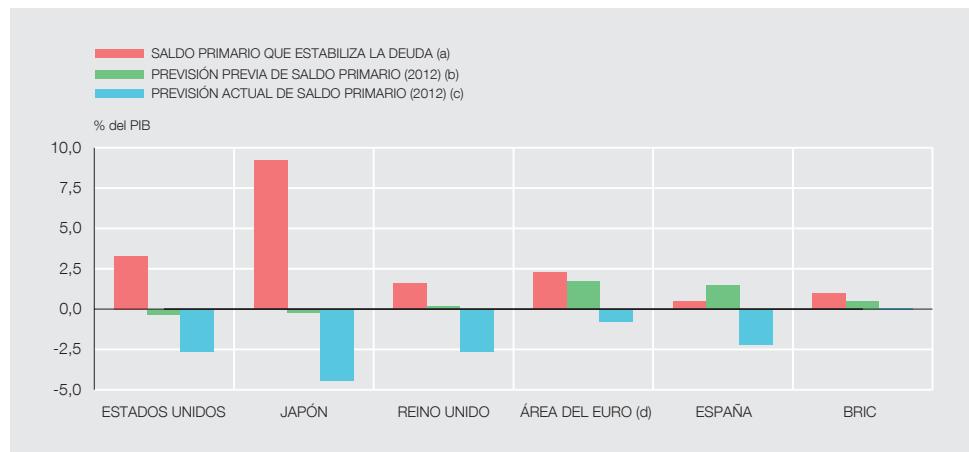
La evolución de la deuda (gráfico 6, último panel) muestra una trayectoria análoga a la del déficit, pues las necesidades de financiación asociadas a los planes fiscales y al apoyo financiero están suponiendo un incremento sustancial de las emisiones de deuda pública y de las ratios respecto al PIB en prácticamente todas las economías avanzadas. Según el criterio homogéneo que utiliza el FMI, en Estados Unidos la deuda se acercará al 100% del PIB en 2010, mientras que en Japón —donde la ratio ya era muy elevada— superaría con creces el 200% del PIB. En Europa los incrementos también son sustanciales. La deuda pública británica se acercará al 80% del PIB y superará ese nivel en el conjunto del área del euro. España, con una ratio inicial de deuda más baja, se aproximará al 60%, tras haberse situado por debajo del 40% en 2007. Estas cifras suponen, en muchos casos, un aumento de la deuda pública igual o superior al 50% como porcentaje del PIB. En Japón y en Estados Unidos esas ratios de deuda suponen retornar a los niveles de la postguerra, mientras que en Europa implican revertir los avances de las últimas décadas y volver a alejarse del límite de referencia del 60% del PIB en casi todos los países. Por el contrario, en los principales países emergentes las previsiones del FMI anticipan que en 2009 la ratio de deuda se estabilizaría en torno al 35% del PIB, si bien esta previsión es algo difícil de conciliar con las previsiones económicas y financieras.

El fuerte aumento de las ratios de deuda suscita cuestiones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en muchos países y cómo reconducirlas hacia posiciones más saneadas. Aunque esta cuestión desborda el ámbito de este artículo, puede hacerse una primera aproximación a través de la consideración de la dinámica previsible de la deuda pública, recogida por la siguiente ecuación, donde las variables fiscales aparecen en términos del PIP:

$$\begin{aligned} \text{Incremento de deuda} = & [\text{Coste real de la deuda} - \text{crecimiento del PIB}] \times \\ & \times \text{Deuda inicio período} - \text{Saldo primario} \end{aligned}$$

De esta expresión se deduce que la dinámica de la deuda ha empeorado de modo generalizado, por diversas vías: en primer lugar, se ha producido un salto en la deuda inicial, derivado de las medidas de apoyo financiero y del propio incremento de los déficits; en segundo lugar, el incremento de los déficits públicos se refleja también en un fuerte deterioro de los saldos primarios (es decir, netos de pagos de intereses), tal como se recoge en el gráfico 7, que será duradero. Por último, cabe esperar que los elementos de dentro del paréntesis —que entran multiplicando la ratio inicial de deuda— jueguen en contra de su evolución, tras un prolongado período en el que se comportaron muy favorablemente: por un lado, las perspectivas de crecimiento del PIB son negativas para este año, muy reducidas para el próximo y es posible que el crecimiento no retorne de modo sostenido a tasas como las observadas en los años previos a las crisis; por otro lado, es posible que el coste real de financiación de la deuda en el medio plazo tienda a elevarse, a medida que la situación financiera y económica se vaya normalizando y los factores que mantienen la actual presión bajista sobre los tipos de interés de la deuda pública dejen de operar o lo hagan con menor intensidad.

A partir de la ecuación expuesta, es posible derivar un indicador relativamente simple para evaluar hasta qué punto ha empeorado la dinámica de la deuda. Este indicador, que se recoge en el gráfico 7, compara el saldo primario que sería necesario para estabilizar la ratio de deuda en un



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

a. Los supuestos dependen de la ratio inicial de deuda. Si la deuda es menor del 60% del PIB (como en España y, entre los BRIC, China y Rusia), sería el saldo que estabilizaría la deuda en 2027. En los casos en los que la deuda es superior (Estados Unidos, Reino Unido y los tres principales países europeos), la estimación se refiere al saldo que haría retornar la deuda a esa ratio. En el caso de Japón sería el saldo primario, que reduciría a la mitad la deuda.

b. FMI, octubre de 2008.

c. FMI, marzo de 2009.

d. El área del euro incluye a los cuatro países grandes: Alemania, Francia, Italia y España.

cierto nivel sostenible (véase la nota al gráfico 7), en el largo plazo, con el saldo primario esperado. Tanto el saldo que estabiliza la deuda como las previsiones de déficit primario se han incrementado acusadamente en todos los países, por lo que la brecha que se ha abierto entre ambas variables es muy amplia (de más de 5 pp del PIB en Estados Unidos y en el Reino Unido y de 13 pp en Japón¹⁵). La magnitud de la brecha en las economías del área del euro también es notable, aunque de una cuantía menor (en torno a 3 pp), y en España apenas supera los 2 pp, si bien este resultado se debe a que parte de una ratio menor del 60%. A modo de comparación con la situación previa, también se muestra en el gráfico el saldo primario previsto para 2012 antes de la crisis (octubre de 2007), que era cercano a cero en todos los países¹⁶.

En definitiva, la deuda pública ha entrado en una dinámica negativa y la ratio de deuda tendrá a mostrar una tendencia al alza en los próximos años que, dada la inercia inherente a esta dinámica y las expectativas sobre sus determinantes, será difícil de revertir.

Perspectivas y conclusiones

La crisis económica y financiera está requiriendo una fuerte respuesta de política económica, que, unida a la propia gravedad de la situación, ha puesto a las finanzas públicas en una situación delicada, sobre todo en algunas economías desarrolladas. La mejoría de las posiciones fiscales, lograda en las últimas décadas, a base de perseverancia y de disciplina fiscal, ha permitido un margen más elevado de actuación en la coyuntura actual, pero esos progresos se han disipado en solo unos meses: los déficits fiscales se han elevado rápidamente y se prevé que la deuda pública alcance ratios sobre el PIB desconocidos en las últimas décadas. Este deterioro, además, será persistente, pues la deuda ha entrado en una dinámica desfavo-

15. El ejercicio [véase FMI (2009b)] también impone que la diferencia entre el coste de financiación y el crecimiento del PIB (el término entre paréntesis de la ecuación de la dinámica de deuda) es igual a 1 para el horizonte de predicción de largo plazo. **16.** Esta comparación es parcial, pues también habría que considerar el otro componente de la brecha: el saldo primario que estabilizaba la deuda en octubre de 2007 y que también se ha incrementado desde entonces, debido a la mayor deuda y al empeoramiento de sus factores determinantes.

rable y difícil de revertir. Los incrementos de la deuda y de los déficits primarios se conjugarán, previsiblemente, con una evolución menos favorable que en el pasado de los tipos de interés a largo plazo y del ritmo de crecimiento, incluso con posterioridad a esta fase aguda de recepción económica y crisis financiera.

A estas perspectivas negativas cabe añadir otros riesgos, como el posible desembolso efectivo de los fondos comprometidos que aún no han sido utilizados (y que, por tanto, no aparecen en las cifras de déficit o deuda) y la posibilidad de que sean necesarios más apoyos de carácter fiscal o financiero para superar la crisis, lo que incidiría en una presión adicional sobre las finanzas públicas. En sentido contrario, también es posible que una reversión relativamente rápida de la coyuntura económica y financiera permita recuperar parte de las cantidades invertidas o comprometidas, aliviando parcialmente la situación de las cuentas públicas. Además de estos riesgos, hay factores estructurales que ya pesaban sobre la evolución de las cuentas públicas en el largo plazo, como el envejecimiento de la población en muchos países desarrollados, que pueden complicar adicionalmente la gestión futura de la política fiscal y financiera de los Estados.

Todas estas consideraciones perfilan unas perspectivas difíciles para las finanzas públicas de la mayoría de los países desarrollados, en los próximos años, que se trasladarán a los países emergentes, no solo por el efecto directo de la crisis sobre sus saldos fiscales, sino porque la mayor competencia entre emisiones soberanas puede hacer más oneroso y difícil el acceso a la financiación de su deuda.

En el ámbito del sector privado, el persistente incremento de las necesidades de financiación del sector público presenta dos riesgos importantes que en la actual coyuntura solo están latentes. El primero es el desplazamiento de la inversión privada por el sector público (*crowding out*), a través de presiones al alza sobre los tipos de interés a largo plazo y los costes financieros. Este efecto podría verse parcialmente mitigado, en el corto y medio plazo, por el esperado incremento del ahorro privado global, a medida que los agentes recomponen sus posiciones patrimoniales. El segundo es que los agentes anticipen la necesidad de unos mayores impuestos en el futuro para re conducir la situación fiscal y adapten su comportamiento actual en consecuencia, lo que reduciría la propensión marginal a consumir. Esta reacción contrarrestaría los efectos de los estímulos fiscales, afectando negativamente a las perspectivas de recuperación de la demanda privada.

De todas estas consideraciones se derivan grandes desafíos para las autoridades económicas en los próximos años y algunas conclusiones de política económica. La primera es que, dada la delicada posición actual, los márgenes de actuación fiscal son muy estrechos y que, en caso de que fueran necesarios estímulos o apoyos adicionales, estos deberían ser diseñados con sumo cuidado para optimizar su eficiencia y minimizar su coste y duración. En segundo lugar, que las perspectivas de deterioro de las finanzas públicas deben ser contrarrestadas en lo posible con un compromiso creíble con la disciplina fiscal a medio plazo, que debería hacerse efectivo a través de políticas contracíclicas, una vez se supere la situación de emergencia económica, y de políticas estructurales suficientemente ambiciosas. No obstante, este compromiso se debe conciliar con el sostenimiento de la demanda privada en el corto plazo y el saneamiento del sector financiero. En particular, la retirada prematura del estímulo fiscal o una actuación insuficiente en el saneamiento bancario podrían llevar a una salida en falso de la crisis, como algunas experiencias (la japonesa, en particular) han mostrado.

22.5.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- COMISIÓN EUROPEA (2009). *Economic forecast, Spring 2009*, mayo. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15048_en.pdf.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2009a). *World Economic Outlook*, abril. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>.
- (2009b). *The State of Public Finances - Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, marzo. <http://www.imf.org/external/np/np/eng/2009/030609.pdf>.
- LAEVEN, L., y F. VALENCIA (2008). *Systemic Banking Crises: A New Database*, FMI - WP 08/224.
- OCDE (2009). «The Effectiveness and Scope of Fiscal Stimulus», cap. 3, *OECD Interim Economic Outlook*, marzo. <http://www.oecd.org/dataoecd/3/62/42421337.pdf>.