

IMPACTO EN LAS FINANZAS PÚBLICAS DE LA ZONA DEL EURO DEL APOYO DE LOS GOBIERNOS AL SECTOR BANCARIO



A raíz de las turbulencias financieras que se intensificaron en septiembre del 2008, los Gobiernos de toda Europa reaccionaron con rapidez para estabilizar el sistema financiero. Muchos de ellos pusieron en marcha diversas medidas de rescate de entidades de crédito, encaminadas a restablecer la confianza en el sistema bancario y a mantener el flujo de crédito. Además, adoptaron medidas de estímulo fiscal orientadas a estabilizar la economía. En el presente artículo se analizan el impacto del apoyo del Gobierno al sector bancario en las finanzas públicas de la zona del euro y se comentan sus efectos sobre la sostenibilidad fiscal. En un contexto macroeconómico desfavorable, caracterizado por el aumento de las ratios de déficit y de deuda y por los riesgos presupuestarios que se analizan a continuación, es esencial que los Gobiernos suscriban un compromiso sólido y creíble respecto a la trayectoria de ajuste fiscal, que respete escrupulosamente lo dispuesto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así se mantendrá la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas y se respaldarán tanto la recuperación como el crecimiento económico a largo plazo.

I INTRODUCCIÓN

En las primeras etapas de la crisis financiera, se consideraba que las repercusiones en Europa se limitarían, en última instancia, a un número reducido de entidades de crédito¹, en particular, a las que dependieran de los mercados mayoristas para obtener financiación, o tenían inversiones en productos financieros estructurados o estructuras fuera de balance de gran envergadura. En septiembre del 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, se intensificó la crisis financiera y un número creciente de instituciones financieras europeas tuvieron problemas de liquidez, viéndose obligadas a realizar cuantiosos saneamientos de activos, con repercusiones negativas en su calidad crediticia. Para hacer frente a las turbulencias financieras, en la reunión del Consejo ECOFIN de 7 de octubre de 2008, los ministros de Economía y Hacienda de los Estados miembros de la UE acordaron unos principios rectores comunes para restablecer tanto la confianza en el sistema financiero como su adecuado funcionamiento. Se acordó que se adoptarían medidas de ámbito nacional para apoyar a instituciones financieras de importancia sistémica, en principio durante un período limitado y dentro de un marco coordinado, considerando, al mismo tiempo, los intereses de los contribuyentes. Tras la adopción de un plan europeo de acción concertada el 12 de octubre de 2008, los países de la zona del euro anunciaron la puesta en marcha de medidas (adicionales) de alcance nacional² para apoyar sus sistemas financieros y garantizar las condiciones de financiación apropiadas para la economía como

requisito previo para fomentar el crecimiento y el empleo.

En el presente artículo se analiza el impacto del apoyo de los Gobiernos al sector bancario en las finanzas públicas de la zona del euro y sus repercusiones sobre la sostenibilidad fiscal. Las operaciones de rescate de entidades de crédito han afectado a las finanzas públicas a través de su impacto directo en las cuentas de las Administraciones Públicas. Además de considerar la evolución del déficit y de la deuda, es necesario tener en cuenta los pasivos contingentes de las Administraciones Públicas originados por las numerosas garantías que han otorgado los Gobiernos. Al mismo tiempo, la evolución de los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro permite apreciar un cambio en las percepciones de los inversores respecto a la solvencia de los países. Una evaluación completa de las repercusiones del apoyo al sector financiero sobre las finanzas públicas exige, también, una consideración desde una perspectiva que tenga en cuenta la evolución futura. En particular, las estrategias de salida que los Gobiernos adopten una vez restablecidos la confian-

- 1 En el segundo semestre del 2007, IKB en Alemania y Northern Rock en el Reino Unido tuvieron que ser rescatados como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. IKB sufrió pérdidas debido a su exposición al segmento de alto riesgo del mercado hipotecario de Estados Unidos, mientras que Northern Rock tuvo dificultades para obtener financiación del mercado interbancario.
- 2 Entre finales de septiembre y finales de octubre del 2008, diez países de la zona del euro anunciaron planes de rescate bancario.

za en el sector financiero y su adecuado funcionamiento, su éxito en la recuperación de los costes fiscales y su determinación de volver a una situación presupuestaria saneada, determinarán el impacto a largo plazo sobre las finanzas públicas.

El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se examina someramente la experiencia de algunas crisis bancarias anteriores, centrando la atención en los instrumentos utilizados por los Gobiernos en sus intervenciones, y en su impacto en las finanzas públicas, teniendo en cuenta la recuperación de los costes fiscales iniciales. En la sección 3 se analiza el impacto, sobre las cuentas de las Administraciones Públicas, de las intervenciones de los Gobiernos de la zona del euro desde septiembre del 2008³. En la sección 4 se analiza la evolución de los rendimientos de la deuda pública de los países de la zona del euro observada desde la intensificación de la crisis financiera. En la sección 5 se valora el posible impacto sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la zona del euro. Las conclusiones se presentan en la sección 6.

2 COSTES FISCALES A MEDIO PLAZO DE ALGUNAS CRISIS BANCARIAS ANTERIORES

En esta sección se presenta una visión general⁴ de las características comunes a varias crisis bancarias del pasado y de las reacciones de los Gobiernos en la economías industrializadas. Las «crisis bancarias sistémicas» pueden definirse como períodos en los cuales tanto el sector financiero como el sector empresarial registran un gran número de impagos y en los que las instituciones financieras y las sociedades no financieras tienen grandes dificultades para cumplir sus obligaciones contractuales y rembolsar a tiempo su deuda. Como consecuencia, se produce un fuerte aumento de los créditos morosos y se agota todo o casi todo el capital del sistema bancario en su conjunto.

Desde la Segunda Guerra Mundial, este tipo de crisis han sido un fenómeno relativamente raro en los países desarrollados, en comparación con las economías en desarrollo o emergentes, en las que, con frecuencia, han venido acompañadas de crisis

monetarias o de deuda soberana. En general, las crisis bancarias en el pasado han tendido a ser de ámbito local y a guardar relación con desequilibrios específicos de los países en cuestión. A este respecto, hay que señalar que el reciente período de turbulencias financieras, por su alcance mundial, no tiene precedentes y esta característica limita las posibilidades de compararlo con episodios anteriores.

Las crisis bancarias se han producido, con frecuencia, tras la aplicación de políticas procíclicas y después de períodos de crecimiento excepcionalmente rápido del crédito. En algunos casos, los bancos asumieron riesgos excesivos (a menudo, en el mercado inmobiliario o bursátil) durante períodos de sólido crecimiento económico, que se materializaron cuando la economía se vio afectada por perturbaciones internas o externas. En otros casos, las crisis guardaron relación con la excesiva dependencia de las entidades de crédito de la financiación a corto plazo.

La intervención de los Gobiernos solía basarse en una combinación de medidas encaminadas a restablecer la confianza en el sistema financiero y a respaldar el flujo de crédito a la economía nacional, a fin de evitar una crisis crediticia. Normalmente, la primera línea de defensa consistía en un fondo de garantía o en una garantía de tipo general. La naturaleza de las garantías variaba dependiendo de la situación concreta del país. También se inyectó capital en instituciones

3 La fecha de cierre para la obtención de los datos que aparecen en el presente artículo fue el 29 de mayo de 2009.

4 Véanse análisis más detallados en G. Caprio y D. Klingebiel, «Bank Insolvencies: Cross-Country Experience», Policy Research Working Paper n.º 1620 del Banco Mundial, julio de 1996; L. Laeven y F. Valencia, «Systemic Banking Crises: A New Database», Working Paper 08/224 del FMI, noviembre del 2008; F. Eschenbach y L. Schuknecht, «The fiscal costs of financial instability revisited», Documento de trabajo n.º 191 del BCE, noviembre del 2002; L. Jonung, J. Kiander y P. Vartiainen, «The great financial crisis in Finland and Sweden: The dynamics of boom, bust and recovery, 1985-2000», European Economy Papers n.º 350, diciembre del 2008 y L. Jonung, «The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful», European Economy Papers n.º 360, febrero del 2009; C. Reinhart y K. Rogoff, «The Aftermath of Financial Crises», NBER Working Paper n.º 14656, enero del 2009.

Cuadro I Costes fiscales de algunas crisis bancarias sistémicas

País	Fecha del comienzo de la crisis	Costes fiscales brutos (% del PIB)	Tasa de recuperación de los costes fiscales (% del PIB)	Tasa de recuperación de los costes fiscales (% de los costes fiscales brutos)
Finlandia	Septiembre 1991	12,8	1,7	13,3
Japón	Noviembre 1997	14,0	0,1	0,7
Noruega	Octubre 1991	2,7	2,1	77,8
Suecia	Septiembre 1991	3,6	3,4	94,4

Fuente: L. Laeven y F. Valencia (2008).

Notas: L. Laeven y F. Valencia (2008) identificaron la fecha de comienzo, basándose en su definición de crisis bancaria sistémica. Las ratios se estiman un período de cinco años después de producirse la crisis financiera.

con problemas de liquidez o de solvencia, y para restablecer las ratios de capital de las entidades de crédito. A cambio, las Administraciones Públicas participaban en el capital de dichas entidades mediante la adquisición de acciones o procedían directamente a su nacionalización. En algunos casos, los activos morosos de los bancos se eliminaban de los balances y se transferían a sociedades de gestión de activos, que, posteriormente, los volvían a vender. En el caso de las sociedades públicas de gestión de activos, el producto de la venta de los activos compensaba parcialmente los costes fiscales relacionados con las intervenciones de los Gobiernos.

Los costes fiscales estimados de la intervención directa de los Gobiernos en el sector bancario varían notablemente de unos estudios a otros, según la metodología que se utilice para calcularlos y de la definición de costes fiscales⁵. Algunos estudios sólo reconocen como coste fiscal el gasto de las Administraciones Públicas, mientras que en otros también se tienen en cuenta los efectos sobre los ingresos públicos. La literatura identifica tres canales principales a través de los cuales se pueden calcular los costes fiscales de la inestabilidad financiera⁶: (i) los costes directos del rescate (excluida o incluida la futura venta de los activos del sector financiero adquiridos por los Gobiernos); (ii) una pérdida de ingresos impositivos como resultado de la disminución de las plusvalías, el movimiento de activos y el consumo; y (iii) los efectos de segunda vuelta de las variaciones de los precios de los activos sobre la economía real y el componente cíclico del saldo presupuestario, así como sobre la carga financiera de la deuda pública. Estos costes fiscales

han de ponderarse frente a los beneficios económicos y sociales que trae consigo la estabilización del sector financiero.

En el cuadro I figuran los costes fiscales brutos estimados, así como las tasas de recuperación correspondientes a algunas crisis bancarias sistémicas que han sufrido en el pasado economías industrializadas (Finlandia, Japón, Noruega y Suecia), calculados utilizando las estimaciones disponibles⁷. Los costes fiscales brutos se estiman para el período de los cinco años siguientes a la aparición de la crisis financiera. Los costes fiscales más elevados se registraron en Japón (alrededor del 14% del PIB en los cinco años siguientes al inicio de la crisis), mientras que, en Noruega y Suecia, dichos costes fueron relativamente moderados (alrededor del 3%-4% del PIB).

Las tasas de recuperación que aparecen en la última columna del cuadro I indican el porcentaje de los costes fiscales brutos que las Administraciones Públicas pudieron recuperar, por ejemplo, con ingresos provenientes de la venta de los activos bancarios morosos o de las privatizaciones de entida-

5 Para estimar los costes fiscales pueden aplicarse dos enfoques. En el método de agregación se suman todas las medidas adoptadas por el Gobierno en relación con una crisis, aunque algunas de ellas son difíciles de cuantificar, especialmente si las aplican instituciones clasificadas fuera del sector de las Administraciones Públicas. Este enfoque es el que se aplicó en L. Laeven y F. Valencia (2008) op. cit. En el método de deducción se parte de la ratio de deuda pública en relación con el PIB observada antes de la crisis y se supone que cualquier variación de la ratio guarda relación con la crisis financiera. Este enfoque, que incluye también las variaciones de la deuda no relacionadas con la crisis, es el que se aplica en C. Reinhart y K. Rogoff (2009) op. cit.

6 Véase, por ejemplo, F. Eschenbach y L. Schuknecht (2007) op. cit.

7 Basado en L. Laeven y F. Valencia (2008) op. cit.

des de crédito. Las tasas de recuperación suelen variar significativamente de unos países a otros, dependiendo de las características propias del país en cuestión, tales como la modalidad de la intervención del Gobierno, la calidad de los activos del sector financiero adquiridos, la evolución de los tipos de cambio y la situación del mercado cuando el Gobierno vende los activos. Las estimaciones del FMI⁸ muestran que Suecia pudo alcanzar una tasa de recuperación del 94,4% de los gastos presupuestarios cinco años después de la crisis de 1991, mientras que Japón sólo había recobrado alrededor del 1% de dichos gastos cinco años después de la crisis de 1997. Sin embargo, para el 2008, la tasa de recuperación de Japón había aumentado hasta el 54%.

Los costes fiscales a medio plazo como consecuencia del apoyo al sector financiero dependían, en gran medida, de las estrategias de salida adoptadas por los Gobiernos para reducir su participación en el sistema financiero una vez normalizada la situación y de las tasas de recuperación obtenidas con la venta de los activos financieros. Las estrategias de salida pueden considerarse como programas integrales orientados a revertir las medidas correctoras adoptadas durante una crisis financiera. Al decidir qué estrategia se debe adoptar, las principales variables son el tiempo (es decir, la velocidad con la que el Gobierno se propone revertir esas medidas, por ejemplo, retirando las garantías y otras formas de respaldo público) y la escala (es decir, el grado en que el Gobierno desea volver a la situación existente antes de la crisis, por ejemplo, reduciendo la participación gubernamental en el sector bancario). En anteriores crisis bancarias, la estrategias de salida concretas raras veces se especificaron anticipadamente. Si se producía la nacionalización de una parte sustancial del sector bancario, o el Gobierno adquiriría un gran volumen de activos, las tenencias gubernamentales de dichos activos se vendían una vez superada la crisis. Como demuestra la experiencia de Suecia⁹, los principales factores determinantes del éxito en la gestión de una crisis financiera son, entre otros, la rápida adopción de medidas de política económica, un marco jurídico e institucional apropiado para los procedimientos

de decisión, la total transparencia en la divulgación de la información por parte de las partes implicadas y una política de soluciones diferenciadas que reduzca al mínimo el riesgo moral, al obligar a los participantes del sector privado a absorber las pérdidas antes de que se produzca una intervención del Gobierno.

3 COSTES FISCALES DEL RESPALDO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA ZONA DEL EURO

El plan europeo de acción concertada para los países de la zona del euro adoptado el 12 de octubre de 2008 preparó el camino para un amplio esfuerzo coordinado a nivel de la UE que permita estabilizar el sistema financiero. Los Gobiernos prestaron su apoyo en forma de: (i) garantías públicas para los préstamos interbancarios y las nuevas emisiones de deuda de las entidades de crédito; (ii) recapitalización de las instituciones financieras en dificultades; (iii) elevación de las garantías otorgadas a los depositantes; y (iv) sistemas de adquisición de activos. Estas medidas de los Gobiernos complementaron el amplio apoyo en materia de liquidez prestado por el BCE, y, en general, se han puesto en marcha de acuerdo con las orientaciones específicas del BCE y de la Comisión Europea¹⁰.

3.1 PRINCIPIOS DE REGISTRO ESTADÍSTICO

El impacto del apoyo de los Gobiernos al sector bancario en las cuentas de las Administraciones Públicas se determina sobre la base de los princi-

8 Las estimaciones del FMI indican que las tasas medias de recuperación en las economías industrializadas se sitúan en torno al 55% y en ellas influye, entre otros factores, la solidez del marco de gestión de las finanzas públicas. Véase más información en «The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis», FMI, 6 de marzo de 2009, p. 9.

9 Véase L. Jonung (2009), op. cit.

10 El BCE ha publicado las siguientes recomendaciones: (i) recomendaciones sobre garantías públicas para la deuda de las entidades de crédito (http://www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_guaranteesen.pdf); (ii) recomendaciones sobre el precio de las recapitalizaciones (www.ecb.int/pub/pdf/other/recommendations_on_pricing_for_recapitalisationsen.pdf) y principios rectores de los planes de adquisición de activos (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/guidingprinciplesbankassetsupportschemesen.pdf>).

pios de registro estadístico que se definen en el SEC95¹¹. Para garantizar que la elaboración de las estadísticas de deuda y déficit públicos se realiza de forma coherente y homogénea en todos los Estados miembros, Eurostat está desarrollando nuevas recomendaciones metodológicas sobre cómo registrar, basándose en el SEC95, las operaciones realizadas en respuesta a la crisis financiera. Como parte de ese proceso, Eurostat ha consultado al Comité de Estadísticas Monetarias, Financieras y de Balanza de Pagos (CMFB, en sus siglas en inglés)¹² para determinar cómo deben aplicarse las normas contables.

El CMFB ha preparado una tipología de intervenciones y una serie de principios de registro. Aunque Eurostat no ha publicado todavía una decisión sobre los principios que habrán de aplicarse a las intervenciones, las opiniones formuladas por el CMFB ya han servido de orientación para la mayoría de los Estados miembros en la elaboración de los datos de deuda y déficit públicos declarados a Eurostat para los años 2005–2008 en la notificación efectuada en la primavera del 2009 en el marco del procedimiento de déficit excesivo. Sin embargo, no hay que descartar la posibilidad de que algunos Estados miembros tengan que revisar sus estadísticas de déficit y deuda una vez que Eurostat dé a conocer su decisión. A continuación, se presentan los principios establecidos para los diferentes tipos de intervención de los Gobiernos.

PRINCIPIOS GENERALES

1. Las garantías públicas representan pasivos contingentes y se registran fuera del balance en el marco del SEC95, a menos que se ejecuten o que haya una gran probabilidad de que sean ejecutadas. En el caso de la ejecución de una garantía, normalmente se registrará una transferencia de capital de las Administraciones Públicas que incrementará el déficit.
2. Las recapitalizaciones a través de adquisiciones de nuevas acciones a precios de mercado se registran como «operaciones financieras» sin impacto (inmediato) sobre el saldo presupuestario de las de las Administraciones Públicas. Si el precio de compra excede indiscutiblemente del precio de mercado, se registra una transferencia de capital por la diferencia, lo que afecta negativamente al saldo presupuestario de las Administraciones Públicas. La compra de acciones bancarias no cotizadas (por ejemplo, acciones preferentes) se registra como operación financiera, siempre y cuando se espere que la operación produzca una tasa de rentabilidad suficiente conforme a las normas de ayudas públicas de la UE.
3. Los préstamos se registran como operaciones financieras, siempre y cuando la entidad financiera tenga una obligación contractual de pagar intereses y rembolsar el préstamo. Si existe evidencia documentada de que el reembolso (total o parcial) de los préstamos es muy improbable, se registrará una transferencia de capital de las Administraciones Públicas.
4. Las compras de activos suponen la adquisición de activos o préstamos deteriorados, cuyo valor de mercado es difícil de determinar. Las Administraciones Públicas pueden decidir la creación de un esquema de remoción de deuda, con el propósito de adquirir los activos o préstamos dañados. Si las Administraciones Públicas han pagado por los activos un precio superior al de mercado, habrá que registrar una transferencia de capital por la diferencia en el momento de la compra. Si no puede establecerse un precio de mercado o de subasta, podría considerarse como una buena aproximación del valor de mercado el valor contable del activo (basado en principios contables apropiados del sector) en un momento cercano al de la operación o, en su defecto, puede considerarse como una aproximación adecuada del valor de mercado una valoración independiente (basada en una técnica de mer-

11 El SEC95 se adoptó mediante Reglamento del Consejo (CE) n.º 2223/96, y puede consultarse en la siguiente dirección: <http://circa.europa.eu/irc/dsis/nfaccount/info/data/esa95/en/titelen.htm>.

12 El CMFB está integrado por representantes de la alta administración de los institutos nacionales de estadística y de los bancos centrales nacionales de los Estados Miembros de la UE, la Comisión Europea y el BCE. Véase también www.cmfb.org.

cado). Si el Gobierno vende el activo durante el año siguiente a la operación, y si se estima que el mercado sigue funcionando en condiciones similares a las observadas en el momento de la compra original, se puede imputar una transferencia de capital si el precio de venta es inferior al precio de compra original del activo.

5. Los canjes (*swaps*) de activos de valor equivalente y los acuerdos estándar de préstamo de valores sin garantía de efectivo se consideran, en principio, operaciones no incluidas en el balance, que no afectan ni a la deuda pública ni al déficit público.
6. Si el Gobierno acuerda cancelar la deuda de una institución financiera a la que ha otorgado un préstamo, o asume la deuda de una institución financiera, se registra una transferencia de capital que incrementa el déficit.
7. Las comisiones, dividendos o pagos de intereses que el Gobierno recibe de las entidades de crédito como resultado de sus intervenciones se registran como ingresos y mejoran el saldo presupuestario.

CLASIFICACIÓN DE LAS UNIDADES Y POSIBLE RECLASIFICACIÓN DE LAS OPERACIONES

En algunos casos, las Administraciones Públicas han creado nuevas unidades para apoyar al sector financiero. Es importante determinar la apropiada clasificación por sectores de estas nuevas unidades. Si una de ellas se clasifica dentro del sector de Administraciones Públicas, su deuda incrementará la deuda pública.

Al establecer la clasificación por sectores de una unidad recién creada, el primer paso es determinar si se la debe considerar como una unidad institucional independiente. Para ello es necesario que la unidad en cuestión tenga autonomía de decisión respecto a su función principal de acuerdo con los criterios establecidos en el SEC95. No obstante, estos criterios están sujetos a interpretación, y el CMFB no ha expresado su preferencia por ninguna interpretación en concreto. Por otra parte, el

CMFB ha emitido una opinión en el sentido de que una nueva unidad institucional financiera que se considere como unidad institucional independiente y cuya participación en el capital corresponda principalmente a unidades institucionales no gubernamentales debe clasificarse, no obstante, dentro de las Administraciones Públicas, si éstas determinan previamente sus actividades y asumen todos o la mayoría de los riesgos asociados con la actividad del organismo en cuestión (por ejemplo, otorgando una garantía para toda o la mayor parte de la financiación de la entidad) o si la unidad proporciona, básicamente, bienes o servicios no de mercado que beneficien a la comunidad en su conjunto.

Las sociedades de titularidad pública no se incluyen en el sector de Administraciones Públicas en el SEC95. Sin embargo, si una empresa pública realiza una operación de rescate, esa operación sí puede registrarse en las cuentas de dicho sector. Es lo que ocurre si se considera que la operación se realiza «por cuenta de las administraciones públicas». El CMFB considera que esta reclasificación de las operaciones registradas sólo puede aplicarse en las condiciones especificadas en el SEC95 o si existe evidencia irrefutable (como una instrucción por escrito) de que las administraciones públicas han exigido a la empresa pública que realice las operaciones de rescate. Se considera que las operaciones de liquidez realizadas por los bancos centrales para preservar la estabilidad financiera entran dentro de sus competencias tradicionales y, por lo tanto, no afectan a las cuentas de las Administraciones Públicas.

3.2 IMPACTO SOBRE EL DÉFICIT Y LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

De conformidad con los principios de registro explicados en la Sección 3.1, se espera que las diversas medidas de apoyo al sector financiero sólo tengan un ligero impacto directo sobre los déficit públicos en el corto a medio plazo. El impacto directo sobre la deuda pública dependerá, en gran medida, de las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas para sufragar las intervenciones. En el cuadro 2 se presenta una panorá-

mica de las intervenciones realizadas por los Gobiernos de la zona del euro en el 2008 y de las que se conocen hasta ahora para el 2009. Como resultado de esas intervenciones, se prevé que la deuda pública de la zona del euro se incremente en un total del 3,3% del PIB de aquí a finales del 2009. Los aumentos más notables podrían darse en Bélgica, Luxemburgo y los Países Bajos, con tasas del 7,4%, el 8,3% y el 18,2% del PIB, respectivamente.

Además del impacto directo sobre el déficit y la deuda, al valorar las repercusiones fiscales de estas intervenciones es necesario tener en cuenta los pasivos contingentes (por ejemplo, las garantías) de las Administraciones Públicas. Para finales del 2009, se prevé que los pasivos contingentes relacionados con las intervenciones asciendan, aproximadamente, al 7,5% del PIB (excluidas las garantías públicas otorgadas a los depositantes). Los riesgos fiscales potenciales son significativos para todos los países que han proporcionado un sistema de garantías. El gobierno de Irlanda ha contraído más pasivos contingentes que cualquier otro de la

zona del euro (alrededor del 215% del PIB, excluidas las garantías otorgadas a los depositantes).

4 IMPACTO SOBRE LOS RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA

Las intervenciones públicas en el sector bancario han permitido preservar la estabilidad del sistema financiero, si bien el éxito se ha logrado a expensas de asumir unos costes fiscales y unos riesgos de crédito sustanciales. De hecho, la evolución reciente de los rendimientos de la deuda pública en los países de la zona del euro apunta a un cambio en las percepciones de los inversores respecto a la solvencia de los países.

Entre finales de septiembre y finales de octubre del 2008, cuando muchos Gobiernos de la zona del euro anunciaron sustanciales planes de rescate para las entidades de crédito, se produjo un cambio adverso en el sentimiento de los mercados respecto a los prestatarios soberanos, lo que provocó un drástico aumento

Cuadro 2 Intervenciones acumuladas y su impacto fiscal en los países de la zona del euro

(2008–2009; en porcentaje del PIB del 2009)

	Tipos de inversión							Impacto fiscal		
	Garantías	Inyecciones de capital		Compra de activos	Cambio de activos/préstamos de activos	Asunciones de deuda/cancelaciones	Otras medidas	Deuda Pública	Pasivos contingentes de las AA.PP.	
		Adquisición de acciones	Préstamos						Proporcionados	Límite máximo
Bélgica	21,0	4,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	21,0	34,6
Alemania	6,3	1,3	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	2,9	6,3	18,7
Irlanda	214,8	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	214,8	242,0
Grecia	0,6	1,6	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	1,6	0,6	6,1
España	3,1	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0	1,8	3,1	18,9
Francia	1,1	0,7	2,9	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	1,1	16,8
Italia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Chipre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Luxemburgo	12,8	8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,3	12,8	—
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Países Bajos	5,0	6,5	7,6	3,9	0,0	0,0	0,2	18,2	5,0	35,0
Austria	6,6	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	6,6	27,8
Portugal	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	12,4
Eslovenia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	3,6	0,0	33,2
Eslovaquia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	—
Finlandia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	28,1
Zona del Euro	7,5	1,3	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	3,3	7,5	19,9

Fuente: Eurosistema.

Notas: Datos observados a mediados de mayo de 2009. No se incluyen las garantías sobre depósitos al por menor.

de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS) de la deuda soberana en los países de la zona del euro, mientras que las primas correspondientes a las instituciones financieras europeas (es decir, las que abarca el índice financiero iTraxx)¹³ comenzaron a bajar. Esta evolución puede apreciarse en el gráfico 1, que describe las variaciones acumuladas desde mediados de septiembre del 2008 en las primas medias de los CDS de deuda soberana a cinco años y en las primas correspondientes de las instituciones financieras europeas incluidas en el índice financiero iTraxx. Las barras verticales denotan las fechas en las que se anunciaron los planes de rescate. El gráfico muestra que, en el momento del anuncio, aumentaron las primas de los CDS de la deuda soberana, mientras que las de las instituciones financieras disminuyeron, de lo que se deduce que los planes de rescate de carácter general han atenuado, en cierta medida, el riesgo de crédito en el sector bancario y han dado lugar a una transferencia inmediata de dicho riesgo desde el sector financiero al sector público¹⁴.

DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA

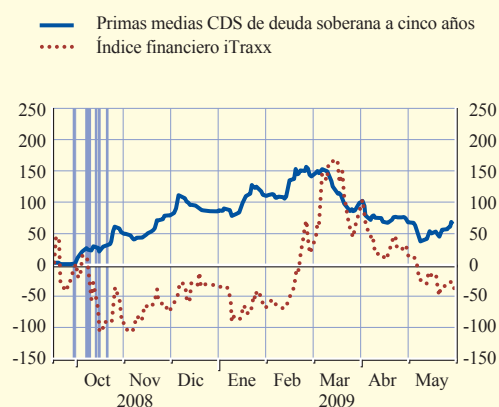
Si bien todos los países de la zona del euro han registrado un aumento de las primas de los CDS de la deuda soberana, algunos se han visto más afectados que otros. Esta diferencia entre países se ha reflejado en la tendencia de los rendimientos de la deuda pública en relación con Alemania¹⁵. En el gráfico 2, se describen los rendimientos de la deuda soberana a diez años de la mayoría de los países de la zona del euro entre enero del 2007 y mayo del 2009. Antes de la intensificación de las turbulencias financieras en septiembre del 2008, los rendimientos de la deuda pública evolucionaron de forma muy paralela. Desde entonces, la evolución ha sido bastante diferenciada según los países y, hasta marzo del 2009, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública no han comenzado a reducirse de nuevo.

En comparación con enero del 2007, los rendimientos de la deuda pública a diez años se han reducido en cinco países (Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica y Finlandia), se han mantenido, prácticamente estables, en cuatro (Austria, España, Italia y Portugal) y han aumentado en dos (Grecia e Irlanda). De lo que se deduce que, aunque todos los países han anunciado planes de rescate de carácter ge-

neral para las entidades de crédito, los inversores han diferenciado unos países de otros, principalmente en razón de otros factores específicos de cada país¹⁶. Concretamente, la literatura sobre los determinantes de los diferenciales de rendimiento de la

- 13 Un CDS es un contrato en el que un «comprador de protección» satisface una prima periódica a un «vendedor de protección» y, a cambio, recibe un pago si la entidad de referencia (una empresa o un emisor público) experimenta un «evento de crédito», por ejemplo, la imposibilidad de realizar los pagos programados de intereses o amortización de instrumentos de deuda (normalmente deuda o préstamos). El índice financiero iTraxx contiene los diferenciales de CDS de 25 instituciones financieras europeas, incluidas algunas del Reino Unido y de Suiza.
- 14 Véase también el recuadro del Boletín Mensual de marzo del 2009 titulado «¿Cómo han afectado los planes de rescate bancario de los Gobiernos a la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores?».
- 15 Los movimientos de los diferenciales de rendimiento de los bonos soberanos reflejan, principalmente, dos factores: el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito. Véase un análisis en profundidad del papel que desempeñan estos dos factores a la hora de explicar el aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro» publicado en el Boletín Mensual de noviembre del 2008.
- 16 El movimiento de los diferenciales de la deuda pública no se ha limitado a los países de la zona del euro. Las turbulencias financieras también han dado lugar, dentro de Estados Unidos, a un aumento de los diferenciales de la deuda de algunos Estados con respecto a los bonos del Tesoro.

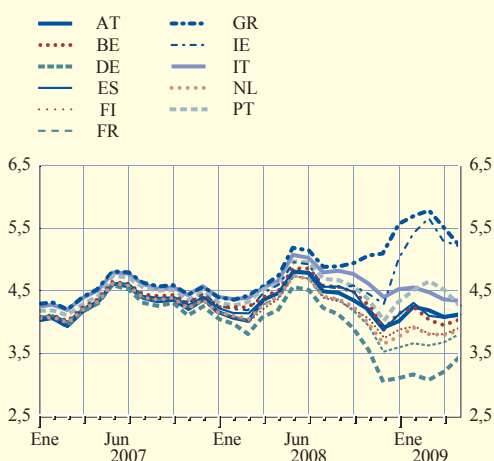
Gráfico 1 Variaciones acumuladas de las primas medias de los CDS de la deuda soberana a cinco años de los países de la zona del euro e índice financiero iTraxx (puntos básicos)



Fuentes: Datastream y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: Las barras verticales indican las fechas en las que se anunciaron los planes de rescate bancario en los países de la zona del euro.

Gráfico 2 Rendimientos de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro

(medias mensuales; tasas de variación interanual)



Fuentes: Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

deuda a largo plazo demuestra que los fundamentos macroeconómicos y fiscales de un país afectan a la percepción de los inversores respecto a su solvencia y que, probablemente, influyen en la evolución de los mercados de deuda pública^{17,18}.

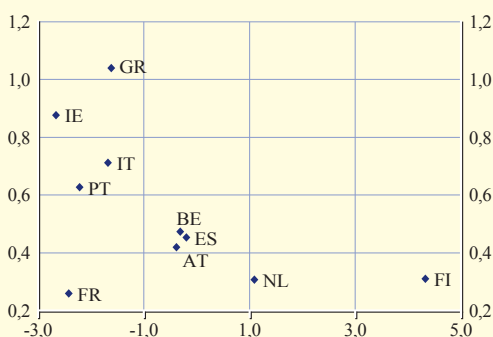
En el cuarto trimestre del 2008, las perspectivas de crecimiento económico se deterioraron y, como resultado, las perspectivas presupuestarias empeoraron rápidamente en todos los países de la zona del euro, reflejando el impacto de los estabilizadores automáticos, la contracción de los ingresos, el crecimiento subyacente del gasto y los planes discrecionales de estímulo fiscal adoptados en algunos países, así como el aumento de las ratios de deuda en relación con el PIB. Como consecuencia, varios países de la zona del euro registraron déficit presupuestarios por encima del valor de referencia del 3% del PIB. Así pues, las perspectivas fiscales de cada país podrían haber llevado a los inversores a diferenciar en mayor medida entre los distintos prestatarios, exigiendo primas de riesgo más

Gráfico 3 Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países de la zona del euro con respecto a Alemania y saldo presupuestario esperado en comparación con Alemania

(puntos porcentuales)

Eje de abscisas: saldo presupuestario medio esperado (% del PIB) en comparación con Alemania

Eje de ordenadas: diferenciales de rendimiento de la deuda pública con respecto a Alemania



Fuentes: Bloomberg, Comisión Europea y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Para cada país, el saldo presupuestario medio esperado correspondiente a los años 2007, 2008 y 2009 se calcula utilizando las previsiones de la Comisión Europea disponibles en cada momento. Los datos sobre diferenciales de la deuda pública corresponden a la media entre el 31 de julio de 2007 y el 29 de mayo de 2009.

elevadas a los países que, a su juicio, eran especialmente vulnerables (véase el recuadro)¹⁹.

El gráfico 3 corrobora estos argumentos. Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de los países analizados respecto a

17 Además, las dimensiones del sector financiero en relación con el tamaño de la economía pueden afectar a la percepción de los inversores respecto a la vulnerabilidad de un país ante la crisis financiera. Un sector financiero grande puede ser indicativo de mayores disminuciones de los ingresos cuando se produce una caída del precio de los activos, así como de mayores costes fiscales iniciales derivados de las medidas de respaldo a los bancos.

18 Véase, por ejemplo, L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», Documento de Trabajo n.º 879 del BCE, marzo del 2008, y G. Caporale y G. Williams, «Long-term nominal interest rates and domestic fundamentals», *Review of Financial Economics*, vol. 11, pp. 119-130, 2002.

19 Las estimaciones del FMI indican también la importancia del efecto de las variables fiscales sobre los diferenciales de la deuda soberana durante la crisis actual. Desde septiembre del 2008, se ha observado que las variaciones de dichos diferenciales son sensibles a las variaciones proyectadas de la deuda, así como a la frecuencia de impagos prevista para la institución financiera media de un país. Véase el Informe del FMI, de la serie *Regional Economic Outlook: Europe*, correspondiente a mayo del 2009, titulado «Addressing the Crisis», p. 40.

Recuadro I

FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE RENDIMIENTO DE LA DEUDA SOBERANA A LARGO PLAZO EN LA ZONA DEL EURO

Los diferenciales de rendimiento de la deuda pública con respecto a Alemania han aumentado de forma acusada desde septiembre del 2008 en la mayoría de los países de la zona del euro (véase gráfico 2 del texto principal). A continuación, se presenta un modelo empírico que tiene por objeto examinar los posibles factores determinantes de esta evolución durante el reciente período de turbulencias financieras.

Como se analiza en el Boletín Mensual de noviembre del 2008¹ y en la literatura académica², en la zona del euro, los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a largo plazo dependen, probablemente, de factores tales como la percepción de los inversores respecto al riesgo de crédito (recogido, en particular, por la solidez relativa de la situación presupuestaria o de otros indicadores de solvencia), al riesgo de liquidez de los mercados (que puede relacionarse con el tamaño relativo de los mercados de deuda soberana) y al grado de aversión al riesgo que, a escala internacional, muestran los inversores (que, en momentos de mayor incertidumbre, podría ser más elevado para algunos países de la zona del euro que para otros). Además, dado el especial carácter del período de turbulencia financiera objeto de este análisis, los anuncios, por parte de los Gobiernos, de planes de rescate bancario de gran envergadura podrían explicar el aumento de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana en la zona del euro.

El modelo empírico que se presenta a continuación se utiliza para explicar la evolución de los diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años de diez países³ de la zona del euro en relación con Alemania (*spread*).

$$spread_{it} = \alpha + \rho spread_{it-1} + \beta_1 ANN_{it} + \beta_2 FISC_{it} + \beta_3 IntlRisk_t + \beta_4 LIQ_{it} + \varepsilon_{it}$$

En este modelo, *ANN* denota los anuncios de planes de rescate bancario realizados por algunos Gobiernos de la zona del euro (la variable toma el valor 1 después de la fecha del anuncio y el valor 0 antes de esa fecha); *FISC* representa el saldo presupuestario esperado de las Administraciones Públicas y/o su deuda bruta como porcentaje del PIB en relación con Alemania en los próximos dos años, conforme a los datos que publica semestralmente la Comisión Europea; *IntlRisk* es una variable *proxy* de la aversión al riesgo de los inversores internacionales, medida por la diferencia entre el rendimiento de la renta fija privada estadounidense a diez años, de categoría AAA, y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos; *LIQ* es una variable que permite aproximar el grado de liquidez de los mercados de deuda pública de la zona del euro, medida por la cuantía de las emisiones brutas de deuda pública de un país con respecto a Alemania; ε_{it} es el residuo no explicado.

1 Véase el recuadro titulado «Ampliación reciente de los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro».

2 Véase, por ejemplo, L. Codogno, C. Favero y A. Missale, (2003), «Yield Spreads on EMU Government Bonds», *Economic Policy*, octubre, pp. 505-532; J. Lemmen y C. Goodhart, (1999) «Credit risks and European government bond markets: a panel data econometric analysis», *Eastern Economic Journal* 25, pp. 77-107; A. Geyer, S. Kossmeier, y S. Pichler (2004), «Measuring Systematic Risk in EMU Government Yield Spreads», *Review of Finance*, 8, p. 171; K. Bernoth, J. von Hagen y L. Schuknecht, (2004), «Sovereign Risk Premia in the European Government Bond Market», Documento de Trabajo n.º 369 del BCE; L. Schuknecht, J. von Hagen y G. Wolswijk, (2008) «Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada», Documento de Trabajo n.º 879 del BCE; OECD Economic Outlook, marzo del 2009, Recuadro 3.2 titulado «What drives sovereign bond spreads in the euro area?»; *Regional Economic Outlook: Europe*, mayo del 2009, FMI, «Addressing the Crisis» p. 40.

3 Bélgica, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

En el cuadro se presentan los resultados de la estimación, utilizando datos diarios, así como medias mensuales para la variable dependiente⁴, para el período comprendido entre el 31 de julio de 2007 y el 25 de marzo de 2009.

Según este modelo, aparte de los elevados niveles de persistencia de los diferenciales de rendimiento diarios y mensuales de la deuda pública, la presencia de diferenciales más altos en los países de la zona del euro se explica, principalmente, por las ratios de déficit público y de deuda pública más altas esperadas, una mayor aversión al riesgo a escala internacional y por la menor liquidez de los mercados de deuda pública en relación con Alemania. Los anuncios de los planes de rescate bancario parecen haber incrementado, en promedio, el riesgo de endeudamiento público a largo plazo en comparación con Alemania.

Como conclusión, esta evidencia empírica indica que los Gobiernos de la zona del euro con expectativas más favorables respecto a su situación presupuestaria podrían beneficiarse de unos costes de endeudamiento relativamente más bajos en períodos de crisis, lo que les permite un mayor margen de maniobra en términos de costes adicionales de la emisión de deuda y de riesgos presupuestarios asumidos a través de las operaciones de rescate bancario, que han resultado cruciales para mantener la confianza en el sistema financiero y preservar su estabilidad.

4 En la medida de lo posible, las variables explicativas se expresan también en frecuencia diaria y mensual. Los datos sobre el saldo presupuestario esperado y la deuda pública bruta esperada varían según la información publicada por la Comisión Europea (semestral, en la mayoría de los casos); los datos sobre liquidez son trimestrales. La corrección de los errores estándar estimados (mediante agrupación) para tener en cuenta las diversas frecuencias de los datos no altera las conclusiones.

Resultados de la estimación de panel dinámico de la variable dependiente *spreads*

VARIABLES EXPLICATIVAS	Datos diarios	Datos mensuales
<i>Spread</i> (t-1)	0,9829***	0,9704***
Anuncio de los rescates bancarios	0,0046**	0,0582**
Saldo presupuestario esperado	-0,0007**	-
Deuda pública esperada	0,0001**	0,0008**
Aversión internacional al riesgo	0,0041***	0,0262*
Variable <i>proxy</i> de la liquidez	-0,0037***	-0,0233***
Constante	0,0024*	0,0074
Número de observaciones	4.212	196

Fuentes: Comisión Europea, Bloomberg, BCE y cálculos del BCE. Notas: La variable dependiente (*spread_{it}*) se expresa en puntos porcentuales. El cuadro muestra los coeficientes estimados y su nivel de significancia (*10%, **5%, ***1%). La técnica de estimación es mínimos cuadrados generalizados en presencia de autocorrelación AR(1) dentro de los paneles y heterocedasticidad entre paneles.

Alemania se representan frente a los respectivos saldos presupuestarios esperados en relación con el de Alemania. El gráfico indica que los países que se prevé que tengan un saldo presupuestario menos favorable que el de Alemania han registrado diferenciales más grandes. Francia representa un valor atípico a este respecto, ya que sólo experimentó un ligero incremento de su diferencial en relación con Alemania, a pesar de registrar un saldo presupuestario más desfavorable. La explicación podría estar en la prima de liquidez relativamente más baja que ha de pagar Francia en comparación con otros países analizados.

IMPACTO SOBRE LOS COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Desde el punto de vista de las finanzas públicas, el aumento de los diferenciales de la deuda pública a largo plazo es motivo de preocupación, ya que puede indicar una menor voluntad, por parte de los inversores, de proporcionar financiación a largo plazo, y podría traducirse en un aumento de la carga financiera, dependiendo de la estructura de vencimientos tanto de la deuda viva como de las nuevas emisiones. En el gráfico 4 se describe la variación del nivel de los rendimientos de la deuda soberana para los plazos de uno, dos, cinco y diez años, desde enero del 2007 hasta mayo del 2009, para los países de la zona del euro sobre los que se dispone

de información. Como se observa en el gráfico, los rendimientos de la deuda pública a uno y dos años se han reducido sustancialmente en todos los países, mientras que la dirección del cambio en los rendimientos de la deuda a cinco y diez años no ha sido uniforme para todos los países. La reducción generalizada de los rendimientos de la deuda a corto plazo puede guardar relación, en parte, con la bajada de los tipos de interés oficiales. Además, la menor tolerancia al riesgo demostrada por los inversores respecto a los activos financieros privados podría haber favorecido la demanda de activos públicos, de rendimiento más bajo pero más seguros, en todos los plazos de vencimiento, teniendo en cuenta al mismo tiempo las diferencias entre unos países y otros en materia de solvencia. En un contexto de tipos de interés más bajos, los costes de endeudamiento se reducirían cuanto mayor sea el porcentaje de deuda que los Gobiernos puedan y deseen financiar a esos tipos.

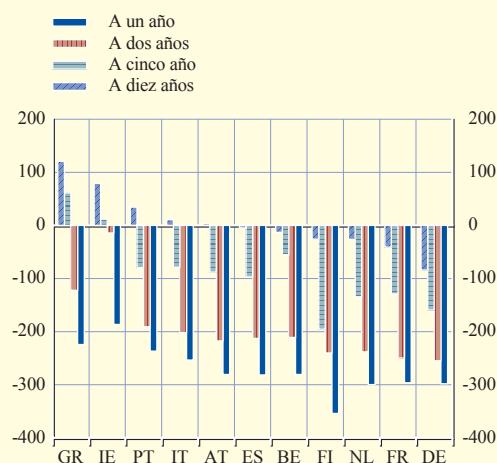
5 EFECTOS SOBRE LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

La sostenibilidad fiscal se define, en general, como la capacidad de un Gobierno para atender sus obligaciones de pago de la deuda en el largo plazo²⁰. Para ello es necesario que las políticas actuales satisfagan la restricción presupuestaria intertemporal, lo que implica que el valor actual descontado de los saldos primarios futuros (es decir, el saldo presupuestario, excluidos los pagos netos de intereses) sea, como mínimo, igual al saldo vivo de la deuda pública²¹.

En principio, la evolución de la ratio de deuda neta en relación con el PIB se ve afectada, principalmente, por tres factores: (i) la ratio de deuda actual, que representa el legado de las políticas fiscales del pasado; (ii) la ratio de saldo presupuestario primario; y (iii) la diferencia entre el tipo de interés (implícito) nominal y el crecimiento del PIB nominal. Si el tipo de interés nominal es más alto que la tasa de crecimiento del PIB nominal, se necesita un superávit presupuestario primario para mantener la ratio de deuda pública en su nivel actual (y uno aún más alto para reducirla). Además de estos factores, la ratio de deuda también puede aumentar como resul-

Gráfico 4 Variaciones de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro

(mayo del 2009 comparado con enero del 2007; medias mensuales; puntos básico)



Fuentes: Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

tado de las operaciones que se registran «por debajo de la línea», es decir las operaciones financieras que no afectan al déficit público (como el ajuste entre saldos y flujos).

El apoyo de las Administraciones Públicas al sector bancario en forma de inyecciones de capital o de compras de activos realizadas a precio de mercado no afecta al déficit público, pero sí influiría en la ratio de deuda bruta si el Gobierno necesitara emitir nueva deuda para financiar la operación. No obstante, la ratio de deuda neta también aumentaría si el valor de los activos del sector financiero adquiridos por el Gobierno se redujera después de la compra. Según se indica en el cuadro 2, el incremento acumulado de la ratio de deuda pública a lo largo del 2008 y del 2009 como consecuencia de las inyecciones de capital y de las compras de activos en el sector bancario asciende hasta ahora al 3,3% del PIB, y es notablemente

20 Véase, por ejemplo, N. Giammarioli, C. Nickel, P. Rother y J.P. Vidal, «Assessing fiscal soundness – theory and practice», Documento Ocasional n.º 56 del BCE, marzo del 2007.

21 Véase el artículo titulado «Desafíos para la sostenibilidad fiscal en la zona del euro», en el Boletín Mensual de febrero del 2007.

mayor en varios países de la zona del euro. De cara al futuro, no puede descartarse el riesgo de un nuevo aumento de la ratio de deuda, dada la posibilidad de que se proporcione ayuda adicional al sector bancario o de que se ejecuten las garantías otorgadas por el Gobierno, además de la incertidumbre respecto a la futura valoración de los activos del sector financiero adquiridos. Los costes fiscales de la ayuda al sector bancario podrían compensarse, en parte, con las comisiones, los dividendos y los intereses pagados por los bancos a las Administraciones Públicas a cambio de respaldo financiero. A medio plazo, los costes fiscales netos dependerán también del producto obtenido de la venta de los activos del sector financiero. Como se indica en la sección 2, la experiencia ha demostrado que las tasas de recuperación tienden a ser considerablemente inferiores al 100%.

La evolución de los rendimientos de la deuda pública podría tener sólo un efecto gradual sobre el tipo de interés (implícito) nominal de la deuda viva, ya que las variaciones de los tipos de interés sólo afectan al coste de la deuda nueva emitida y de la deuda a tipos de interés variables. Como se indicó anteriormente, en la mayor parte de los países de la zona del euro los tipos de interés de las nuevas emisiones de deuda pública han sido relativamente bajos, a pesar de que las condiciones de los mercados eran considerablemente más difíciles. De cara al futuro, a medida que se recupere la economía y aumente la competencia por la financiación, los Gobiernos tendrán que hacer frente, de nuevo, a rendimientos más elevados.

La crisis financiera también puede afectar a la sostenibilidad de las finanzas públicas debido a sus repercusiones en la economía real. El desfavorable entorno macroeconómico ha contribuido a un rápido aumento de los déficit primarios, que se ha traducido en una mayor acumulación de deuda. Dicho aumento de los déficit primarios se debe al funcionamiento de los estabilizadores automáticos y a la caída de los ingresos tributarios como consecuencia del menor crecimiento del PIB real, al crecimiento del gasto subyacente y a las medidas discrecionales de estímulo fiscal adoptadas para hacer frente a la recesión económica. Un período

prolongado de bajo crecimiento del PIB real podría dar lugar a un nuevo aumento de la ratio de deuda en relación con el PIB. Además, habida cuenta del descenso del valor de los activos en los que se materializan las reservas de los sistemas de pensiones, tanto privados como públicos, podrían aumentar las presiones sobre las finanzas públicas para compensar estas pérdidas, lo que, a su vez, podría reducir los saldos primarios y aumentar los riesgos para la sostenibilidad fiscal. Por último, los cuantiosos pasivos implícitos relacionados con el envejecimiento de la población son, en este mismo sentido, una importante fuente de riesgo a más largo plazo²².

Las previsiones de la Comisión Europea de la primavera del 2009 apuntan a un acusado deterioro de las finanzas públicas de la zona del euro, proyectándose para las Administraciones Públicas un saldo de -5,3% del PIB en el 2009 y de -6,5% del PIB en el 2010, y una ratio de deuda del 77,7% y del 83,8%, del PIB, respectivamente. En el 2009 y el 2010, se prevé que trece de dieciséis países de la zona del euro contabilizarán un déficit presupuestario superior al valor de referencia del 3% del PIB. También se prevé que las ratios de deuda pública de la mayoría de los países de la zona aumenten rápidamente²³.

6 CONCLUSIÓN

Basándose en los principios de registro estadístico de las intervenciones públicas, el impacto que las medidas adoptadas por los Gobiernos para respaldar al sector bancario han tenido sobre el déficit público de la zona del euro ha sido, hasta ahora, limitado, mientras que el efecto sobre la deuda pública y los pasivos contingentes ha sido considerable y difiere notablemente entre unos países y

22 Según el «Informe de 2009 sobre el envejecimiento demográfico», elaborado por la Comisión Europea y el Grupo de Trabajo sobre Envejecimiento del Comité de Política Económica, se prevé que la ratio de gasto público relacionado con el envejecimiento con respecto al PIB aumentará 5,2 puntos porcentuales en la zona del euro durante el período comprendido entre los años 2007 y 2060.

23 Para más información, véase la sección «Evolución de las finanzas públicas» en el Boletín Mensual de junio del 2009.

otros. Dado que no puede descartarse la posibilidad de que se produzcan nuevas intervenciones y que los riesgos derivados de los pasivos contingentes todavía podrían materializarse, es posible que, en el futuro, se observen efectos adicionales sobre los déficit y la deuda. No obstante los costes fiscales netos también dependen del producto que los Gobiernos obtengan en el futuro de la venta de los activos del sector financiero que hayan adquirido. Estos costes fiscales netos que tendrán que soportar los contribuyentes han de ponderarse frente a los beneficios económicos y sociales que conlleva la estabilización del sector financiero. Además, los Gobiernos tienen que hacer frente a grandes déficit como resultado del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de la caída de los ingresos relacionada con el desfavorable entorno macroeconómico. Además, la situación presupuestaria se ha deteriorado como consecuencia del ritmo de crecimiento del gasto público y de las medidas discrecionales de estímulo fiscal encaminadas a respaldar la economía.

El análisis de la evolución de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro muestra que son varios los factores que afectan a la percepción de los inversores y que hay diferencias tanto geo-

gráficas como en los plazos de vencimiento. Aparte del impacto en los costes de endeudamiento de las Administraciones Públicas, que hasta ahora ha sido moderado, el resultado más importante es que, durante el período de intensificación de las turbulencias financieras, los mercados financieros realizaron la distinción entre los distintos países basándose cada vez más en sus percepciones respecto a la solvencia, que se determina, entre otros factores, por las diferencias en los fundamentos macroeconómicos y fiscales.

El impacto total del aumento de los déficit, la deuda y los pasivos contingentes de las Administraciones Públicas sobre la sostenibilidad fiscal se dejará sentir entre el medio y el largo plazo. En este contexto, es esencial que los Gobiernos suscriban un compromiso sólido y creíble con una trayectoria de ajuste fiscal que les permita sanear las finanzas públicas respetando escrupulosamente las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Así se preservará la sostenibilidad de las finanzas públicas y se respaldará la recuperación y el crecimiento económico a largo plazo. La credibilidad de esos compromisos de consolidación fiscal se verá reforzada si estos se inscriben en un marco de políticas nacionales orientado al medio plazo.