

# PRESUPUESTO, FISCALIDAD Y CRISIS ECONÓMICA

Óscar Domínguez Martín



Tutor: Zenón Jiménez-Ridruejo Ayuso

Máster de Investigación en Economía

Universidad de Valladolid

Curso 2011-2012

A mi madre, in memoriam

## ÍNDICE.

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. LOS FUNDAMENTOS DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA.....	6
2.1. LA RESTRICCIÓN PRESUPUESTARIA GUBERNAMENTAL.....	6
2.2. LA FINANCIACIÓN DE LOS GASTOS DEL GOBIERNO.....	9
2.3. EL PRINCIPIO DE EQUIVALENCIA RICARDIANO.....	11
2.4. SOSTENIBILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO. EL CASO EUROPEO.....	13
2.5. EL GASTO Y LA TRIBUTACIÓN PÚBLICOS ÓPTIMOS.....	19
3. LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA, LA FISCALIDAD Y LA CRISIS ECONÓMICA.....	24
3.1. LA POLÍTICA FISCAL EN LA CRISIS DE 2008.....	24
3.2. COSTES FISCALES E IMPLICACIONES FINANCIERAS.....	27
3.3. FISCALIDAD Y MERCADOS DE CAMBIO: EXIGENCIAS DE LA UNIÓN EUROPEA.....	32
3.4. UNA REVISIÓN DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA.....	36
3.5. EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS EN TIEMPO REAL.....	40
4. LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS Y LA CRISIS EN ESPAÑA EN 2008.....	44
4.1. LA ESTRATEGIA PRESUPUESTARIA DEL GOBIERNO.....	44
4.2. ENDEUDAMIENTO PRIVADO Y PÚBLICO: CAUSAS Y CONSECUENCIAS.....	53
4.3. LAS ALTERNATIVAS FISCALES A CORTO Y MEDIO PLAZO.....	59
4.4. LOS EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN DE LA DEUDA.....	69
5. EL TRATADO SOBRE EL PACTO FISCAL EN EUROPA.....	74
5.1. LOS EFECTOS DE LA EVOLUCIÓN PROCÍCLICA DE LA POLÍTICA FISCAL.....	74
5.2. LA REPERCUSIÓN DE LAS POLÍTICAS FISCALES SOBRE LA DEUDA SOBERANA.....	87
5.3. EL ANÁLISIS DE LA “REGLA DE ORO” DEL ENDEUDAMIENTO ESTRUCTURAL.....	112
5.4. EL NUEVO TRATADO DE ESTABILIDAD DE LA UEM.....	114
5.5. CONSOLIDACIÓN FISCAL Y CRECIMIENTO.....	116
6. CONCLUSIONES.....	117

## 1. INTRODUCCIÓN.

El presente trabajo tiene por objeto analizar los fundamentos de la política presupuestaria y determinar, en la medida de lo posible, la política fiscal óptima a aplicar en un contexto de crisis económica excepcional como el actual, analizando las medidas fiscales adoptadas hasta el momento, tanto a nivel europeo e internacional como español, para mitigar sus efectos. Se trata de un tema de plena actualidad y que repercute de forma significativa en la vida de los ciudadanos, por lo que está más que justificada la realización de un trabajo como éste, que combina el análisis teórico y empírico de la política fiscal a nivel europeo e internacional ante una crisis de gran calado como la actual. El objetivo que se propone es extraer conclusiones tentativas sobre la validez de las medidas fiscales adoptadas, que sirvan para presentar, a la luz del análisis económico, nuevos enfoques e instrumentos que contribuyan a resolver los problemas presentes evitando que en el futuro se repitan situaciones tan críticas como la actual.

Para ello, en la segunda sección analizaremos los aspectos teóricos de la política presupuestaria, abordando el principal problema al que se enfrentan los gobiernos desde el punto de vista presupuestario: la sostenibilidad de la política fiscal o, dicho de otro modo, el nivel de endeudamiento aceptable, teniendo en cuenta la restricción presupuestaria intertemporal y las consideraciones de equidad intergeneracional. Veremos la relevancia del modo de financiar el gasto público y otras cuestiones como el nivel de gasto y tributación óptimos, aspectos que también serán tenidos en cuenta para determinar desde un punto de vista teórico cuál debería ser la política fiscal aplicable en un contexto económico de grave crisis económica y financiera como el presente.

En la tercera sección estudiaremos las medidas de política fiscal aplicadas en la actual crisis económica a nivel europeo e internacional, analizando su grado de efectividad y su coste en términos de endeudamiento. Realizaremos, asimismo, una breve reflexión acerca de la posibilidad de revisar la política presupuestaria aplicada hasta el momento, teniendo en cuenta las valiosas lecciones extraídas de la actual crisis económico-financiera.

En la cuarta sección nos centraremos en las medidas de política presupuestaria aplicadas en España por el gobierno, teniendo en cuenta las peculiares características de nuestra crisis, evaluando la eficacia y el coste de dichas medidas, así como los planes y reformas que se van a poner en marcha para hacer sostenible a medio y largo plazo nuestra política presupuestaria, ajustándonos a las recomendaciones de la Unión Europea.

En la quinta sección analizaremos los aspectos más relevantes del nuevo Tratado sobre el Pacto Fiscal en Europa, señalando los efectos de las políticas fiscales adoptadas hasta el momento por los países de la Eurozona así como su repercusión sobre la deuda soberana. Incluiremos, por otra parte, un análisis exhaustivo de los efectos de la nueva "regla de oro" del endeudamiento estructural y de los mecanismos e instituciones creados por la Unión Europea para asegurar la sostenibilidad de los países de la zona euro.

Finalizaremos el trabajo con una serie de conclusiones extraídas tanto del análisis teórico de la política presupuestaria como del estudio de las políticas fiscales aplicadas, en el ámbito internacional, europeo y español, en el actual contexto de crisis económica, para señalar algunos errores en las medidas adoptadas, evitando que se repitan en futuras crisis. Igualmente nos proponemos efectuar una valoración crítica sobre cuál debería ser el camino a seguir en el futuro para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas, a la vez que se consigue un crecimiento sostenido y sostenible.

El análisis efectuado se centra en las medidas adoptadas hasta finales de mayo de 2012, fecha de finalización del trabajo, si bien hay que tener en cuenta que la variabilidad del entorno en que se están desarrollando los últimos acontecimientos, con un elevado grado de incertidumbre, puede implicar que se adopten en un futuro próximo nuevas y excepcionales medidas de importante calado que sirvan para afrontar la delicada situación que se vive especialmente en los denominados países periféricos y en la zona euro en su conjunto.

## 2. LOS FUNDAMENTOS DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA.

### 2.1. LA RESTRICCIÓN PRESUPUESTARIA GUBERNAMENTAL.

El punto de partida para entender los problemas que enfrentan los Estados en la actual situación de crisis económica, es la restricción derivada de la limitación de los recursos disponibles y su financiación temporal, lo que comúnmente se denomina restricción presupuestaria gubernamental. Esta restricción se basa en la convicción de que el equilibrio a largo plazo determina tanto las fuentes de financiación del Estado como la asignación dinámica que se haga de dichos recursos. Teniendo en cuenta esta restricción temporal, plantearemos la siguiente condición de equilibrio de los flujos correspondientes a cada período de tiempo:

$$G_t + Tr_t + r \cdot B_t = T_t + \Delta B_t + \Delta M_t \quad [1]$$

Analizando los términos de esta ecuación, observamos a la izquierda de la misma los diferentes usos que realiza el Estado de los recursos de los que dispone:

- $G_t$ , que representa el gasto del Estado en compra de bienes y servicios.
- $Tr_t$ , que representa las transferencias realizadas por el Estado (seguro de desempleo, pensiones y prestaciones asistenciales).
- $r \cdot B_t$ , donde  $r$  representa el tipo de interés nominal (que supondremos constante en el período de referencia para simplificar) y  $B_t$  representa el stock de deuda pública en forma de bonos emitidos por el Estado, que representa en conjunto los intereses que debe pagar el Estado por la deuda que emite.

En el otro lado de la ecuación, tenemos las fuentes de financiación del Estado:

- $T_t$ , que representa los fondos obtenidos a través de los impuestos.
- $\Delta B_t$ , que representa los nuevos fondos obtenidos mediante la emisión de deuda pública en forma de bonos del Estado.
- $\Delta M_t$ , que representa la emisión de nuevo dinero realizada en el período.

Para simplificar esta restricción presupuestaria, asumiremos que:

- $\Delta M_t = 0$ , dado que al ser el control de la inflación el principal objetivo del Banco Central Europeo, el incremento de la masa monetaria no es significativo.
- $Tr_t = 0$ , supuesto que realizaremos para facilitar la notación incluyendo las transferencias dentro de  $G_t$ .

Rescribiendo la ecuación original y teniendo en cuenta que  $\Delta B_t = B_{t+1} - B_t$ , obtenemos la expresión de la dinámica de acumulación de riqueza positiva (deudora) o negativa (acreedora):

$$B_{t+1} = (1+r) \cdot B_t + (G_t - T_t) \quad [2]$$

De esta ecuación, se desprende que el stock de deuda al inicio del siguiente período debe ser igual a:

- El stock de deuda del año actual, incluyendo el pago de intereses.
- La diferencia entre el gasto actual  $G_t$  y los ingresos fiscales  $T_t$ , esto es, el déficit presupuestario.

Es necesario matizar que gracias a la descomposición que hemos realizado, bajo el supuesto de que consideramos las inversiones públicas dentro del gasto  $G$ , podemos diferenciar entre déficit primario  $(G_t - T_t)$ , que excluye el pago de intereses de la deuda, y déficit corriente  $(G_t + r \cdot B_t - T_t)$ , que sí lo incluye.

A continuación, podemos analizar qué ocurre de forma simplificada con la restricción presupuestaria suponiendo la existencia de dos períodos.

Las restricciones presupuestarias de los dos períodos serían las siguientes:

$$B_2 = (1+r) \cdot B_1 + (G_1 - T_1) \quad \text{para el período 1} \quad [3]$$

$$B_3 = (1+r) \cdot B_2 + (G_2 - T_2) = 0 \quad \text{para el período 2} \quad [4]$$

La explicación de por qué la segunda restricción se iguala a cero es sencilla: al asumir sólo dos períodos todas las deudas que se hayan generado hasta ese momento deberán devolverse por completo al finalizar el segundo período.

Utilizando la restricción presupuestaria del período 2 para calcular  $B_2$  en la ecuación [4], tenemos que:

$$B_2 = \frac{(T_2 - G_2)}{(1+r)}$$

Incorporando  $B_2$  en la restricción presupuestaria del período 1, esto es, la ecuación [3], y despejando, obtendremos la denominada restricción presupuestaria intertemporal:

$$G_1 + \frac{G_2}{1+r} + (1+r) \cdot B_1 = T_1 + \frac{T_2}{1+r} \quad [5]$$

En el primer término de la ecuación tenemos el valor actual descontado del gasto público y la deuda inicial de la economía, mientras que en el segundo término tenemos el valor actual descontado de los impuestos.

Por tanto, la restricción presupuestaria intertemporal establece que el valor descontado del gasto público debe ser igual al valor descontado de los impuestos.

Para cualquier valor inicial de la deuda distinto de cero, la restricción presupuestaria intertemporal sugiere que el valor actual de los impuestos debe ser suficiente para cubrir el valor del gasto público actual y futuro y para devolver la deuda inicial de la economía.

Si agrupamos gastos e ingresos en un lado de la ecuación, tendremos una versión alternativa de la restricción presupuestaria intertemporal:

$$(T_1 - G_1) + \frac{(T_2 - G_2)}{1+r} = (1+r) \cdot B_1 \quad [6]$$

De la ecuación [6], deducimos que el Estado puede prestar o pedir prestado en cualquier período, pero los préstamos que pida en el período 1 deberán compensarse con superávit en el período 2, siempre que partamos de un déficit inicial igual a cero. En definitiva, el presupuesto del Estado debe estar equilibrado, no en todos y cada uno de los períodos, sino en su valor actual descontado.

De nuevo, si partimos de un nivel de endeudamiento inicial positivo ( $B_1 > 0$ ), el valor actual descontado del saldo presupuestario deberá ser suficiente para compensar los saldos presupuestarios negativos anteriores y además devolver la deuda inicial pendiente. Fácilmente se puede deducir que una de las consecuencias del endeudamiento actual será bien un aumento de los impuestos o bien un descenso del gasto en el futuro.

No obstante, y para simplificar, asumiremos que el nivel inicial de endeudamiento de la economía es igual a cero, esto es, partimos de una situación inicial de presupuesto equilibrado en el que no existe déficit ni superávit.

En resumen, del análisis de esta restricción presupuestaria intertemporal podemos extraer las siguientes conclusiones:

1. Si el gobierno incurre en déficit presupuestario hoy, deberá sufragarlo mañana mediante un superávit presupuestario.
2. Dados unos determinados planes impositivos del gobierno, un mayor gasto público hoy supondrá necesariamente un menor gasto público mañana.
3. Dados unos determinados planes de gasto público del gobierno, una menor imposición hoy supondrá necesariamente una mayor imposición mañana.



Por supuesto, podemos generalizar la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno a un horizonte temporal de infinitos períodos, de tal forma que partiendo de la ecuación [5], y asumiendo, como hemos afirmado anteriormente, que partimos de una situación inicial de equilibrio presupuestario con un nivel de endeudamiento igual a cero ( $B_1=0$ ), nos quedaría finalmente la siguiente expresión:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{G_t}{(1+r)^{t-1}} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_t}{(1+r)^{t-1}}$$

## 2.2. LA FINANCIACIÓN DE LOS GASTOS DEL GOBIERNO.

En la financiación del gasto público o de los déficits presupuestarios, cabe cuestionarse si la elección por parte del gobierno de una u otra fuentes de financiación podría tener importantes repercusiones en la eficacia del papel de la política fiscal.

A continuación consideraremos distintas alternativas de financiación de los gastos del gobierno y sus implicaciones sobre la política fiscal. Nos centraremos concretamente en el papel de los impuestos y en la emisión de deuda, dejando a un lado la financiación a través del aumento de la cantidad de dinero en circulación.

Para simplificar nuestro análisis, supondremos que la cantidad de dinero y la inflación son constantes, así como el tipo de interés.

### A. FINANCIACIÓN MEDIANTE IMPUESTOS.

Consideraremos en primer lugar el caso de un incremento permanente y constante en los gastos del gobierno que se financia a través de un aumento global de impuestos. En este caso, para satisfacer la restricción presupuestaria gubernamental sería necesario que el incremento en los impuestos fuera de la misma cuantía que el aumento del gasto público.

Se puede demostrar que el incremento de los gastos del gobierno se ve totalmente contrarrestado por la reducción en el consumo privado derivado del incremento esperado de los impuestos<sup>1</sup>, en una especie de efecto expulsión o "crowding out". El corolario inevitable de este resultado es que las medidas de estímulo fiscal se revelan como completamente ineficientes si se financian a través de un aumento global de los impuestos.

---

<sup>1</sup> Wickens, 2007.

Según lo que hemos visto, si el incremento del gasto público se plasmara en un aumento de las transferencias, sería de esperar que los impuestos más altos necesarios para financiarlas contrarrestaran completamente el efecto de las citadas transferencias sobre los ingresos, y por tanto, sobre el consumo.

Sin embargo, si asumimos que el consumo es una proporción del ingreso, tal y como se establece en la función estándar de consumo keynesiana<sup>2</sup>, un aumento de éste derivado del gasto en transferencias tendría un efecto positivo sobre el producto nacional como consecuencia del funcionamiento del multiplicador del presupuesto equilibrado. Pero, por otro lado, el aumento de los impuestos promueve una reducción del consumo, que también tiene consecuencias sobre el producto nacional. La cuestión estriba en determinar si el efecto multiplicador (positivo) del gasto es mayor o menor que el efecto multiplicador (negativo) de los impuestos.

## B. FINANCIACIÓN MEDIANTE EMISIÓN DE DEUDA.

En este supuesto, partiremos de la idea de que el gobierno utiliza la emisión de deuda como alternativa para financiar el incremento del gasto público. Evidentemente, la emisión de deuda tiene como primera consecuencia un aumento mayor del gasto público derivado del pago adicional de los intereses de la deuda.

A continuación distinguiremos entre incrementos permanentes y temporales en el gasto público financiados a través de la emisión de deuda:

### a) Incrementos permanentes del gasto público.

Resulta sencillo demostrar que para financiar incrementos permanentes del gasto público por parte del gobierno, la emisión de deuda debería crecer sin límite, lo cual violaría la restricción presupuestaria intertemporal. De ello se deduce fácilmente que la financiación mediante emisión de deuda de un incremento permanente y continuado de los gastos del gobierno es insostenible.

### b) Incrementos temporales del gasto público.

Al igual que en el caso anterior, podría suponerse que este tipo de política fiscal financiada mediante emisión de deuda es también insostenible. Sin embargo, si consideramos que los cambios temporales en los gastos del gobierno se deben a "shocks" aleatorios y que en cada período puede haber un "shock" aleatorio con media cero, el valor descontado en media de la deuda en el conjunto de todos los períodos sería también cero, por lo que no se produciría la explosión de la deuda prevista en el anterior apartado.

---

<sup>2</sup> La propensión media al consumo se encuentra entre 0 y 1.

Por tanto, la financiación mediante emisión de deuda de los gastos temporales del gobierno, siempre que se considere que van a ser en media iguales a cero<sup>3</sup>, es sostenible porque los “shocks” positivos serán compensados a lo largo del tiempo con los “shocks” negativos. El problema surge cuando se vinculan los gastos del gobierno a la evolución de la renta. En tal caso la evolución del déficit dependería de la elasticidad diferencial del gasto y de los ingresos respecto a la renta. Si la elasticidad del gasto supera a la elasticidad del ingreso el resultado es inequívocamente acumulación de deuda.

### 2.3. EL PRINCIPIO DE EQUIVALENCIA RICARDIANO.

El denominado principio de equivalencia ricardiano parte de la premisa de que los ciudadanos suelen incrementar su tasa de ahorro cuando el gasto público aumenta para anticiparse así al previsible aumento futuro de los impuestos por parte del gobierno para financiar dicho aumento de gasto. Por tanto, el incremento del gasto público (o dicho de otra forma, la disminución del ahorro público), se ve así compensado por el aumento del ahorro privado<sup>4</sup>.

En definitiva, el principio de equivalencia ricardiano afirma que los déficits y los impuestos son equivalentes en su efecto sobre el consumo (Barro, 1974). Esto se debe a que si los ciudadanos son racionales y actúan con información perfecta, al observar un aumento del déficit provocado por un incremento del gasto público o una disminución de los impuestos, tenderán a ahorrar en el momento actual para pagar el necesario aumento de los impuestos en el futuro, igualando en valor descontado el futuro incremento de dichos impuestos al valor actual de su ahorro.

<sup>3</sup> Por ejemplo, medidas temporales de estímulo fiscal.

<sup>4</sup> La formulación del principio de equivalencia reclama el cumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal privada:

$$C_1 + C_2/(1+r) = (Y_1 - T_1) + (Y_2 - T_2)/(1+r)$$

Y de la restricción presupuestaria intertemporal pública:

$$T_1 + T_2/(1+r) = G_1 + G_2/(1+r)$$

Ambas conjuntamente proporcionan la restricción presupuestaria social o conjunta:

$$C_1 + C_2/(1+r) = (Y_1 - G_1) + (Y_2 - G_2)/(1+r)$$

A partir de esta expresión se observa que la estructura impositiva no afecta al ciclo del consumo y, por lo tanto, al bienestar de los individuos. Igualmente se constata que, dada la renta, sólo es posible incrementar el gasto público si se reduce el gasto privado. En definitiva, se observa que cuando el gasto público aumenta los ciudadanos anticipan un aumento impositivo futuro y ahorran para cubrir dicha eventualidad. Así el descenso del ahorro público se compensaría con un aumento equivalente del ahorro privado.

Del análisis del principio de equivalencia ricardiano podemos deducir los efectos que las diferentes formas de financiación de los déficits presupuestarios tendrán sobre el consumo de los ciudadanos. Así, puesto que la riqueza neta de los consumidores no varía si el gasto público se financia mediante la emisión de deuda pública, los déficits presupuestarios no tendrán efectos económicos reales a corto plazo. Esta afirmación contrasta con la teoría keynesiana, según la cual los déficits presupuestarios estimularán a corto plazo la demanda.

El principio de equivalencia ricardiano se basa en una serie de supuestos muy restrictivos, entre los que podemos citar que se asume que los hogares viven hasta el infinito (o que existe un "altruismo intergeneracional" de los hogares que tienen una vida finita), que existe flexibilidad de precios, que los impuestos son de carácter global, y que los mercados de capital son totalmente eficientes sin ningún tipo de restricciones crediticias. Igualmente se conjetura que el valor presente de las rentas no depende del valor presente del gasto, supuesto que es aceptable en una economía de intercambio, pero discutible en una economía con producción. Igualmente el cumplimiento del principio de equivalencia descansa en la ausencia de "ilusión fiscal", es decir cuando el aumento del gasto presente se piensa no va a ser financiado con impuestos futuros, de modo que se supone la inexistencia de una condición terminal.

En el caso de que se produzca una grave crisis económica y financiera como la que estamos experimentando actualmente, el efecto compensatorio previsto en el principio de equivalencia ricardiano podría ser menor por varios motivos:

1. La recesión puede provocar que aumente el número de agentes con problemas de liquidez, especialmente si los bancos reducen su oferta de crédito, tal y como está sucediendo en el momento actual, lo cual debilitaría el comportamiento previsto por el principio de equivalencia ricardiano.
2. En un contexto de baja inflación, puede que los bancos centrales no quieran contrarrestar los efectos inflacionistas de las medidas temporales de estímulo fiscal, por lo que se produciría una menor presión al alza sobre los tipos de interés real que se traduciría en un efecto compensatorio ricardiano más reducido.
3. En caso de existencia de un importante "output gap" negativo, la posibilidad de desplazar el gasto privado sería menor, lo cual nuevamente iría en contra de lo previsto por el principio de equivalencia ricardiano.

Por otra parte, el cumplimiento del principio de equivalencia descansa en el discutible supuesto en el valor presente de las rentas de la igualdad de los tipos de interés de las deudas públicas y privadas. Si la percepción de la incertidumbre de los títulos públicos fuese diferente que la existente en relación a la de los títulos de deuda privados, entonces los tipos de descuento de

las deudas privadas y públicas serían diferentes, y el principio de equivalencia resultaría violentado<sup>5</sup>.

#### 2.4. SOSTENIBILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO. EL CASO EUROPEO.

Como hemos visto, los gastos del gobierno pueden ser financiados mediante impuestos o a través de la emisión de deuda. Sea cual sea la opción elegida, se debe satisfacer siempre la restricción presupuestaria gubernamental. En el corto plazo, se suele utilizar la emisión de deuda, pero para que el sector privado esté dispuesto a sostener esa deuda, especialmente a largo plazo, debe estar seguro de que se va a devolver. En otras palabras, las finanzas públicas deben ser sostenibles. Si se espera que el ratio de deuda pública en relación al PIB crezca indefinidamente, la preocupación de que el gobierno sea incapaz de cumplir las obligaciones de la deuda y tenga que recurrir a su monetización (que conllevará la amenaza de una alta inflación o incluso hiperinflación) probablemente provocará que el sector privado se muestre reacio a sostener ese nivel de endeudamiento. Esta situación podría darse si los gastos exceden a los ingresos públicos en un margen considerable, como consecuencia bien de un excesivo gasto gubernamental o bien de unos bajos ingresos tributarios. En ese caso, ante la desconfianza del sector privado, el gobierno podría verse obligado a emitir moneda, lo cual podría llevar a una situación de

---

<sup>5</sup> En este caso las restricciones presupuestaria privada y públicas serían respectivamente:

$$C_1 + C_2/(1+r) = (Y_1 - T_1) + (Y_2 - T_2)/(1+r)$$

$$T_1 + T_2/(1+r_g) = G_1 + G_2/(1+r_g)$$

Por lo que la restricción presupuestaria conjunta pasaría a ser:

$$C_1 + C_2/(1+r) = (Y_1 - G_1) + (Y_2 - G_2)/(1+r) + (r - r_g) (G_1 - T_1) / ((1 + r)$$

Donde para el sector público el pago actualizado de los intereses de la deuda sería:

$$r_g (G_1 - T_1) / (1 + r)$$

Mientras que el pago actualizado de intereses para el sector privado sería:

$$r (G_1 - T_1) / (1 + r)$$

Así la diferencia de ambos intereses sería el componente adicional en el valor presente de la restricción presupuestaria conjunta:

$$(r - r_g) (G_1 - T_1) / (1 + r)$$

que implica el incumplimiento taxativo del principio de equivalencia.

hiperinflación<sup>6</sup>. Por ello, una condición necesaria para la sostenibilidad del endeudamiento público es que el ratio deuda pública-PIB se mantenga en unos niveles aceptables.

En general, podemos afirmar que el nivel de endeudamiento público de un Estado es sostenible si el gobierno de ese país es capaz de atender a largo plazo a los pagos generados por la emisión de su deuda. Esto exige que el gobierno sea solvente, es decir, que tenga capacidad para rembolsar su deuda en algún momento en el futuro. Por tanto, partiendo de la existencia de un determinado saldo de deuda viva, se deben generar superávits primarios en el futuro, suficientes para atender a las obligaciones de pago actuales y futuras de la deuda. Otro aspecto importante a considerar relacionado con la sostenibilidad es el problema de la confianza o la reputación de los mercados de deuda para apreciar que la deuda pueda ser atendida y rembolsada en tiempo y forma adecuados.

Existen tres factores principales que determinan la acumulación de deuda pública bruta:

1. El saldo primario público en cada período.
2. El efecto "dominó" derivado del impacto conjunto del pago de intereses y de las tasas de crecimiento del PIB real y de la inflación sobre el ratio de la deuda.
3. El ajuste entre déficit-deuda, que hace referencia a otras operaciones que afectan al saldo vivo de la deuda, pero que no se registran como parte del saldo primario.

En el análisis a largo plazo de la sostenibilidad de la deuda, se requiere evaluar las relaciones existentes entre políticas fiscales, evolución macroeconómica y riesgos del sector financiero. Partimos de la premisa de que los gobiernos tienen la voluntad y la capacidad suficiente para poder acometer planes de consolidación fiscal en caso de una acumulación excesiva de deuda. Es evidente que las medidas de consolidación fiscal influirán significativamente a nivel macroeconómico en las tasas de crecimiento de la producción y de la inflación<sup>7</sup>. Por otro lado, es necesario destacar la notable influencia que ejercen las variables fiscales en las primas de riesgo de los títulos de deuda soberana de los países<sup>8</sup>, dado que las primas de riesgo no son sino el inverso del precio de los bonos a niveles de renta unitarios. Tal que, cuanto mayor es la oferta de los bonos de la deuda en los mercados secundarios menor es su precio y mayor la prima de riesgo.

La valoración de la deuda pública por parte de los mercados derivada de la percepción respecto a la sostenibilidad fiscal tendrá consecuencias directas para la solvencia del sector financiero. Ello se debe a que, en general, las entidades de crédito suelen tener en su poder grandes cantidades de deuda pública. Cualquier deterioro en la valoración de la sostenibilidad fiscal repercutirá rápidamente y de forma negativa sobre la confianza de los mercados en la

---

<sup>6</sup> Este supuesto está además excluido en el ordenamiento del Banco Central Europeo.

<sup>7</sup> Estudios empíricos demuestran que a partir de un cierto umbral, un elevado ratio de deuda pública tiene un impacto negativo sobre el crecimiento económico.

<sup>8</sup> Los países con el deterioro más importante de sus cuentas públicas son los que presentan un mayor diferencial respecto al bono alemán.

solvencia de estas entidades, lo cual generará a su vez un círculo vicioso de deterioro de la confianza tanto del sector público como del sector financiero.

Del mismo modo, la adopción de un plan ambicioso y creíble de consolidación fiscal mejorará la percepción de los mercados respecto a la sostenibilidad fiscal, ayudando a reducir la acumulación de deuda contribuyendo así a un crecimiento del PIB a largo plazo. De forma adicional, al descender las primas de riesgo, se aliviarán las cargas financieras del sector público y privado.

El Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento ha sido el último intento para conseguir un endeudamiento público sostenible dentro de la Unión Europea. Según este pacto, ningún gobierno de un Estado miembro puede incurrir en un déficit público que exceda el 3% del PIB ni en un nivel de deuda pública que supere el 60% del PIB. Esto es otra forma de decir que el ratio deuda pública-PIB debe mantenerse dentro de unos límites durante el ciclo económico. De forma adicional, el pacto también estipula que los gobiernos sólo pueden endeudarse para financiar inversión, pero no gasto en consumo público o en transferencias corrientes.

En el cuadro 1, podemos observar las variaciones en los ratios de deuda pública con respecto al PIB de los distintos países de la zona euro a partir de la evolución de estos tres factores para los períodos 2003-2006 y 2007-2012; esto es, en los años anteriores y posteriores a la aparición de la crisis. En este análisis, es necesario destacar el elevado impacto del gasto por intereses en la acumulación de deuda pública bruta.

	Promedio 2003-2006	2007	2008	2009	2010 proyecciones	2011 proyecciones	2012 proyecciones
<b>Ratio de deuda bruta con respecto al PIB</b>	<b>69,3</b>	<b>66,1</b>	<b>69,8</b>	<b>79,2</b>	<b>84,2</b>	<b>86,7</b>	<b>88,0</b>
<b>Variación de la ratio de deuda</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>9,4</b>	<b>5,1</b>	<b>2,4</b>	<b>1,3</b>
<i>Contribución a la variación:</i>							
<i>Saldo primario</i>							
(-superávit/+déficit)	-0,6	-2,3	-1,0	3,4	3,5	1,6	0,7
<b>Efecto dominó</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>5,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>
Gasto por intereses	3,0	2,9	3,0	2,8	2,9	3,0	3,2
Efecto crecimiento	-1,3	-1,9	-0,3	3,0	-1,4	-1,2	-1,5
Efecto inflación	-1,4	-1,6	-1,3	-0,7	-0,4	-1,2	-1,2
<b>Ajuste entre déficit y deuda</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>3,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>

Cuadro 1. Ratio de deuda pública con respecto al PIB de la zona euro (en % del PIB); variaciones y factores subyacentes.

Fuente: SEBC, Comisión Europea.

Las proyecciones para los próximos años apuntaban, en principio, a una mejora paulatina del ratio de deuda pública bruta respecto al PIB como consecuencia de las mejores expectativas de crecimiento. Pero podemos observar que la situación actual no invita al optimismo ya que organismos internacionales, como el BCE o el FMI, han revisado recientemente a la baja todas las

previsiones de crecimiento, llegando incluso a anticipar períodos más o menos extensos de recesión en algunos países, como es el caso de España.

A continuación, procedemos a evaluar los distintos riesgos que pueden amenazar la sostenibilidad fiscal. Un posible indicador de inestabilidad podría ser la existencia de ratios de deuda pública elevados y en aumento con respecto al PIB. Si observamos el cuadro 2, podemos comprobar que a finales de 2009 los ratios de deuda pública con respecto al PIB de la mayoría de los países de la eurozona superaban el límite del 60% impuesto en el Tratado de la Unión Europea.

Las previsiones no son excesivamente optimistas, puesto que se espera que se alcance un ratio medio de aproximadamente el 88% a finales de 2012. Incluso España, que cumplía con creces los objetivos de deuda pública en relación al PIB, verá cómo empeora rápidamente su situación.

	1999	2007	2009	2011* (previsión)	2012 (previsión)	Acumulación de deuda (1999-2007)	Acumulación de deuda (2008-2012)
Bélgica	113,7	84,2	96,2	100,5	102,1	-29,5	12,5
Alemania	60,9	64,9	73,4	75,9	75,2	4,0	9,0
Estonia	6,5	3,7	7,2	9,5	11,7	-2,8	7,1
Irlanda	48,5	25,0	65,5	107,0	114,3	-23,5	70,0
Grecia	94,0	105,0	126,8	150,2	156,0	11,0	45,7
España	62,3	36,1	53,2	69,7	73,0	-26,2	33,2
Francia	58,8	63,8	78,1	86,8	89,8	5,0	22,3
Italia	113,7	103,6	116,0	120,2	119,9	-10,1	13,6
Chipre	58,9	58,3	58,0	65,2	68,4	-0,6	20,1
Luxemburgo	6,4	6,7	14,5	19,6	20,9	0,2	7,3
Malta	57,1	61,7	68,6	70,8	70,9	4,5	7,7
Países Bajos	61,1	45,3	60,8	66,6	67,3	-15,8	9,1
Austria	67,2	59,3	67,5	72,0	73,3	-7,9	10,8
Portugal	49,6	62,7	76,1	88,8	92,4	13,2	27,1
Eslovenia	-	23,4	35,4	44,8	47,6	-	25,1
Eslovaquia	47,8	29,6	35,4	45,1	47,4	-18,3	19,6
Finlandia	45,7	35,2	43,8	51,1	53,0	-10,5	18,9
<b>Zona del euro</b>	<b>71,9</b>	<b>66,1</b>	<b>79,2</b>	<b>86,7</b>	<b>88,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>18,2</b>

Cuadro 2: Deuda pública de los países de la zona del euro (en % del PIB).

Fuente: SEBC, Comisión Europea.

Un dato significativo a tener en cuenta es que la mayoría de los procesos de acumulación de deuda pública se ha generado desde el inicio de la crisis, mientras que en el período anterior a la misma se produjo en general una moderada reducción<sup>9</sup>. Un factor importante a considerar en la valoración del riesgo fiscal es el porcentaje de vencimiento de la deuda pública a corto plazo. De ser éste elevado, podrían plantearse problemas de refinanciación, ya que al ser necesaria la renovación de un mayor volumen de deuda, el interés que se tendría que pagar podría verse

<sup>9</sup> En el caso de España, todas las administraciones (central, autonómicas, y locales), en todos los períodos y gobiernos han acumulado deuda desde 1995, salvo en los años 2005-2007. Esta circunstancia permite concluir que se ha producido un proceso de endeudamiento estructural de difícil justificación.



afectado por el posible deterioro de la liquidez del país en cuestión. Según podemos observar en el gráfico 1, el plazo medio de vencimiento de la deuda pública en la zona euro es bastante estable, habiendo disminuido ligeramente entre 2007 y 2010. De ello se desprende que, salvo en economías muy concretas, los riesgos a corto plazo en la zona euro están bastante controlados.

No obstante, también hay que considerar si es significativo el porcentaje de deuda pública de un determinado país en manos de no residentes pues, de serlo, le harían más vulnerable a una eventual evolución negativa de la economía, al existir una mayor probabilidad de retirada de fondos por parte de los mismos. En la zona euro existen diferencias importantes, como podemos ver en el gráfico 2, siendo llamativo, entre otros, el caso de Grecia, con un significativo porcentaje de deuda pública en manos de no residentes, lo que explicaría, en parte, los esfuerzos de la Unión Europea en evitar su caída. Por último, hay que tener en cuenta que al estar prácticamente toda la deuda pública de la zona euro denominada en euros (casi un 98,5% del total de la deuda a finales de 2009), su exposición a las fluctuaciones de los tipos de cambio es limitada.

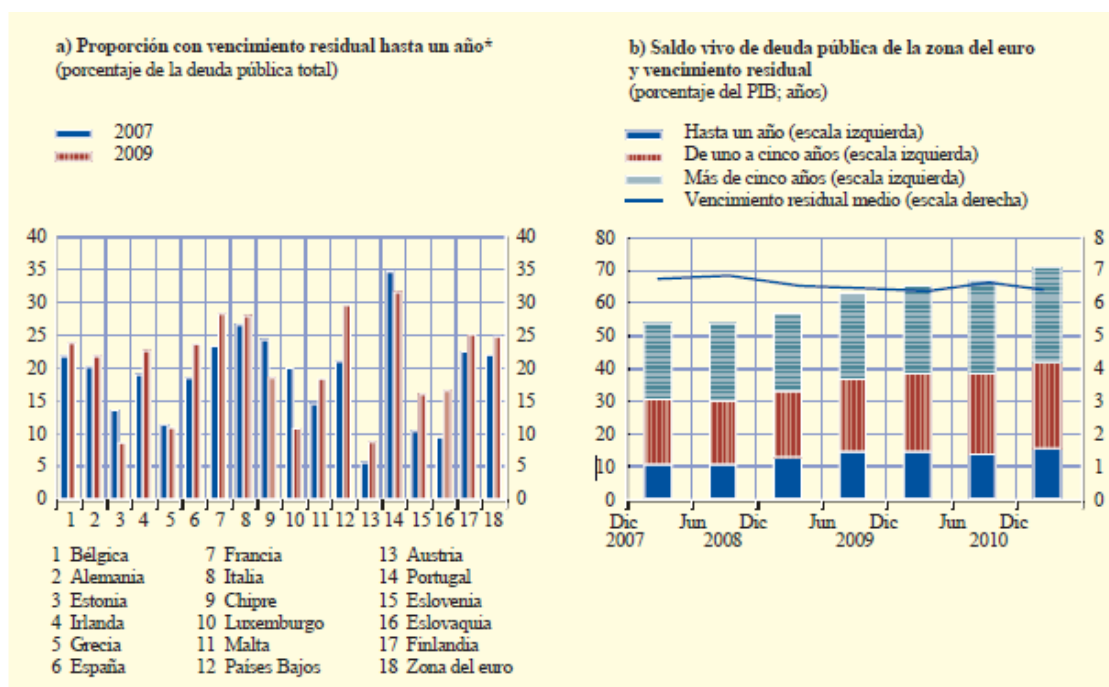


Gráfico 1: Deuda pública por vencimiento residual.

Fuente: BCE.

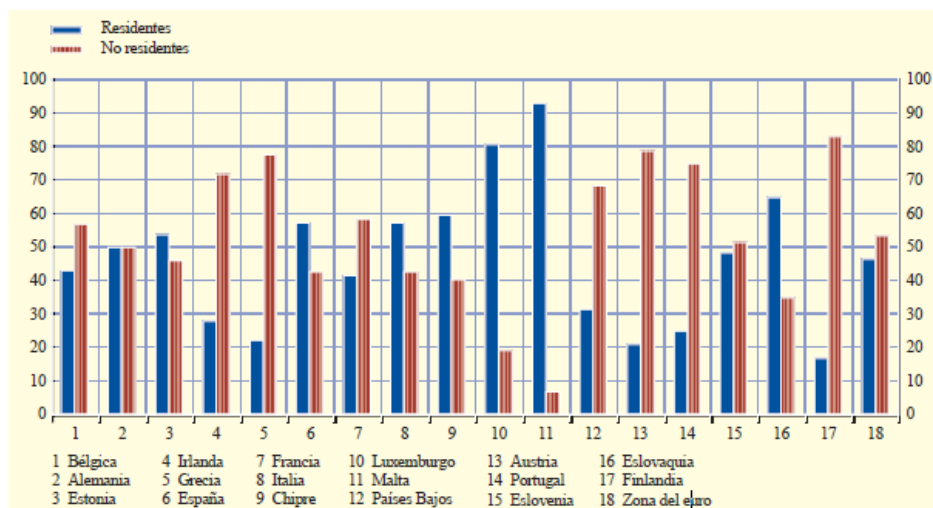


Gráfico 2: Deuda pública en los países de la zona del euro por tenedores, 2009. (% del total)  
Fuente: BCE.

En el análisis de la sostenibilidad fiscal es esencial considerar los posibles pasivos u obligaciones que se pueden generar en el sector público en un futuro más o menos próximo. Dentro de ellos distinguimos los pasivos contingentes, que se materializan cuando acontece un hecho concreto (como pueden ser las medidas de apoyo de los gobiernos al sector financiero), y los pasivos implícitos, que se generan como consecuencia de las expectativas creadas por las políticas y las prácticas del pasado o por las presiones de determinados grupos de interés (como el futuro gasto devengado en pensiones).

Dentro de los pasivos contingentes, hay que hacer referencia a las medidas que han adoptado los diferentes gobiernos en los últimos años para fortalecer el sistema financiero y reducir sus riesgos sistémicos. Estas medidas tienen un impacto directo sobre la deuda pública, ya que en su mayor parte han adoptado la forma de inyecciones de capital que se han tenido que financiar a través de la emisión de deuda. Su recuperación dependerá en gran medida del valor futuro de los activos bancarios adquiridos. También se debe estimar el riesgo generado por los avales del sector público al sector financiero, dependiendo éste de la probabilidad de que se ejecuten las garantías (esto es, del riesgo de impago de las entidades financieras avaladas), en cuyo caso se registraría de forma explícita en forma de aumento de déficit y/o deuda pública.

En lo referente a los pasivos implícitos, hay que tener en cuenta el importante impacto sobre la sostenibilidad fiscal del envejecimiento de la población, derivado del aumento de la longevidad y de las extraordinariamente bajas tasas de natalidad. Los costes futuros generados por el envejecimiento de la población están asociados a un mayor gasto en pensiones, atención sanitaria y cuidados de larga duración. Diferentes estudios demuestran que ya al final de la presente década los efectos negativos del envejecimiento sobre las finanzas públicas se dejarán sentir con fuerza. Para garantizar la sostenibilidad fiscal será necesario que el valor actual neto del

aumento del saldo primario sea suficiente para cubrir el incremento en los costes antes mencionados.

Según estimaciones de la Comisión Europea, en caso de no adoptarse medidas correctoras, el envejecimiento de la población generará un incremento del gasto público de aproximadamente 5,2 puntos porcentuales en el período comprendido entre 2010 y 2060. El desglose de los distintos países se puede observar en el cuadro 3. Como podemos apreciar en el citado cuadro, la variación entre países es significativa, dadas las diferencias en los ritmos y momentos de envejecimiento, las particulares características de los distintos sistemas de pensiones nacionales y las diferentes posturas de cada país en los procesos de reforma de las pensiones en curso. Además, hay que tener en cuenta el impacto adicional sobre el gasto público del envejecimiento de la población derivado de cómo afecte la actual crisis económica y financiera a la situación de las finanzas públicas y a las perspectivas de crecimiento de los países en los próximos años.

	Variaciones totales 2007-2060		Variaciones totales 2007-2060
Bélgica	6,9	Luxemburgo	18,0
Alemania	4,8	Malta	10,2
Estonia	0,4	Países Bajos	9,4
Irlanda	8,9	Austria	3,1
Grecia	15,9	Portugal	3,4
España	9,0	Eslovenia	12,8
Francia	2,7	Eslovaquia	5,2
Italia	1,6	Finlandia	6,3
Chipre	10,8	Zona del euro	5,2

Cuadro 3: Gasto público relacionado con el envejecimiento, 2007-2060. (en % del PIB)

Fuente: Comisión Europea y Comité de Política Económica, Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico.

## 2.5. EL GASTO Y LA TRIBUTACIÓN PÚBLICOS ÓPTIMOS.

Hasta ahora nuestra discusión sobre política fiscal se ha centrado en problemas relacionados con la restricción presupuestaria gubernamental, y si la situación fiscal actual es sostenible en el sentido de satisfacer la restricción presupuestaria intertemporal. La respuesta depende de la elección de los instrumentos de política fiscal: del nivel de gasto del gobierno, de los ingresos presupuestarios, de los tipos impositivos y del nivel de deuda pública.

A continuación debatiremos acerca de la elección óptima de estos instrumentos en el marco de un gobierno que busque maximizar el bienestar de los ciudadanos sujeto al cumplimiento de la citada restricción presupuestaria. Comenzaremos nuestro análisis examinando en primer lugar cuál debe ser el nivel de gasto público óptimo, ya sea éste financiado con impuestos de cuota fija o con impuestos proporcionales, para a continuación centrarnos en las distintas posturas sobre cuál deber la tributación óptima a aplicar, abordando asimismo el problema del nivel óptimo de deuda. Para finalizar, resumiremos los aspectos clave que servirán para configurar una política fiscal óptima desde el punto de vista teórico.

## A. GASTO PÚBLICO ÓPTIMO.

### a) Gasto público financiado con impuestos de cuota fija.

Comenzaremos suponiendo que el gobierno elige su nivel de gasto para maximizar el bienestar de las familias satisfaciendo su restricción presupuestaria utilizando para ello impuestos de cuota fija. Si asumimos que la utilidad de las familias procede tanto del gasto en bienes privados como del gasto en bienes públicos, se puede demostrar que en una economía centralizada el nivel óptimo de gasto público es una función sólo del gasto privado (Wickens, 2007).

Distinguiremos dos casos:

#### 1. Si gasto privado y gasto público son sustitutivos perfectos.

En este caso, las familias son indiferentes entre el gasto privado y el público. Por tanto, como las familias podrían proveerse de sus propios bienes por ellas mismas, no parece lógico que sea el gobierno el que los provea, sobre todo teniendo en cuenta que incluso puede ser más costosa su provisión debido a los costes administrativos irrecuperables.

#### 2. Si el gasto público es un bien puro.

En este caso, la provisión de bienes públicos a una sola familia equivaldría a la provisión a todas ellas. En consecuencia, en vez duplicar la provisión de bienes y servicios, bastaría con proporcionar dichos bienes y servicios tan sólo una vez, lo cual reduciría considerablemente el coste de la provisión. Suponiendo que el gobierno puede evitar el problema del free-rider, el coste podría repartirse entre todas las familias. Por tanto, el nivel de ingresos tributarios necesario para financiar el gasto en bienes públicos puros sería una fracción del coste que tendrían que afrontar las familias si ellas mismas se los proporcionaran.

En la práctica, los gastos del gobierno tienen una mezcla de características de bienes públicos y privados. Servicios como la Sanidad o la Educación tienden a tener un alto componente de bien privado, mientras que la Policía o la Defensa tienen un alto componente de bien público. Cuanto mayor sea el componente de bien público, mayor será la proporción que tenga que ser provista por el gobierno.

### b) Gasto público financiado con impuestos proporcionales.

El principal atractivo de los impuestos de cuota fija es que no son distorsionantes. No obstante, éste es también su principal problema, puesto que al ser los mismos para todos independientemente de la renta o la riqueza, son en realidad regresivos y por tanto, extraen una

mayor proporción de los ingresos totales (o del gasto, en el caso de los impuestos sobre el consumo) de las familias con bajos ingresos frente a las familias de altos ingresos. En consecuencia, en la práctica los gobiernos aumentan sus ingresos fiscales mediante el uso de impuestos proporcionales.

Si consideramos una imposición proporcional sobre el producto nacional con un tipo impositivo variable, se puede demostrar que el resultado es el mismo que para el caso de los impuestos de cuota fija, y por tanto, no habría distorsión. En este caso, el tipo impositivo óptimo debería variar con la proporción de producto nacional proporcionada por el gobierno. Sin embargo, si el tipo impositivo se mantiene constante, entonces, a no ser que el ratio gasto público-PIB permanezca constante, no se cumpliría en general la restricción presupuestaria gubernamental sin endeudamiento del Estado. Concluimos, por tanto, que una tasa impositiva proporcional constante será en general, distorsionante.

## B. TRIBUTACIÓN ÓPTIMA.

En la mayoría de los países, más de la mitad de los ingresos tributarios provienen de las rentas del trabajo (impuestos sobre la renta y cotizaciones a la seguridad social) y menos de un tercio de los impuestos sobre el consumo. El resto lo constituyen principalmente los impuestos sobre el capital (impuestos sobre beneficios y sobre el ahorro). En consecuencia, trataremos de analizar los impuestos óptimos sobre las rentas del trabajo, el consumo y el capital.

Desde el punto de vista neoclásico, la política impositiva óptima debe tratar de minimizar las distorsiones a lo largo del ciclo económico. No obstante, esta es una tarea compleja puesto que hay que tener en cuenta las diferentes distorsiones que provoca cada uno de los impuestos sobre las decisiones de los agentes económicos. Una forma de limitar las distorsiones reclama que los tipos impositivos sobre las rentas del trabajo y sobre el consumo deberían permanecer relativamente estables en el tiempo, mientras que los tipos sobre las rentas del capital deberían depender de la situación de la economía para compensar las fluctuaciones en las rentas de las familias. Según Chamley (1986), habría que gravar las rentas del capital con tipos muy altos en los primeros períodos para llegar a un tipo impositivo nulo en el largo plazo<sup>10</sup>, siendo entonces las únicas rentas gravadas con un tipo constante las del trabajo.

Sin embargo, este planteamiento reviste dos tipos de problemas: por un lado, asume el supuesto restrictivo de que una vez decidida una política impositiva por parte del gobierno, ésta se llevará a cabo de forma secuencial sin modificaciones (algo poco probable por la existencia de incentivos en cada período para que el gobierno se desvíe del plan original, salvo que se establezca una regla fija de carácter constitucional); y, por otro, no tiene en cuenta que gravar las rentas del capital a tasas muy altas en los primeros años (lo cual implicará la acumulación de

---

<sup>10</sup> Intuitivamente, un impuesto sobre el capital positivo implica gravar el consumo futuro a una tasa cada vez mayor.

elevados superávits primarios para financiar el gasto público futuro) es un supuesto poco realista ya que supondría en la práctica la adquisición por parte del gobierno de grandes cantidades de deuda al sector privado, con un fuerte gravamen sobre las rentas iniciales del capital.

En este contexto, sólo se concibe el recurso al endeudamiento por parte del sector público como elección óptima de los gobiernos si así se minimizan los costes de la distorsión temporal asociados a la fijación de impuestos (Barro, 1979, y posteriormente Sargent, 1987). Según este enfoque, denominado "tax-smoothing", la evolución de los tipos impositivos debería ser suave a lo largo del tiempo, siendo los déficits públicos la respuesta óptima del gobierno tanto a las fluctuaciones cíclicas típicas de la economía (como una recesión) como a los "shocks" transitorios en el gasto público (como los producidos por una guerra o un desastre natural). En este caso, las reglas fiscales sólo tendrían sentido en el caso de una recesión o perturbación de carácter permanente, en cuyo caso se ajustarían de forma igualmente permanente los ingresos públicos (aumentándolos) y/o los gastos públicos (reduciéndolos) para evitar de esta forma un aumento mayor del déficit público.

Una importante implicación de todo ello es que el establecimiento de objetivos de déficit y deuda pública como los fijados por la Unión Europea en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento conduciría a una política fiscal no óptima, puesto que se pierde así el recurso al endeudamiento para amortiguar los "shocks" de carácter no permanente en el gasto público y/o en el output de la economía.

Desde la perspectiva keynesiana, lo que se propone es no modificar los tipos impositivos en las recesiones o expansiones para permitir que el saldo presupuestario evolucione según el comportamiento cíclico de la economía, de tal forma que los déficits que se produzcan en las recesiones se vean compensados con superávits en las fases expansivas, garantizándose así el equilibrio presupuestario a largo plazo de la economía.

No obstante, en la práctica esto supone un menoscabo de la política fiscal estabilizadora, que es precisamente de la única de la que disponen los gobiernos de los países de la zona euro para hacer frente a los posibles "shocks" asimétricos que puedan surgir, lo cual supone un serio problema en un contexto de grave crisis económica como el actual.

### C. POLÍTICA FISCAL ÓPTIMA.

Según lo visto hasta ahora, podemos extraer algunas conclusiones acerca de cuáles son los aspectos clave para configurar una política fiscal óptima desde el punto de vista teórico:

1. Los incrementos permanentes en los gastos del gobierno deberían ser financiados mediante mayores impuestos, mientras que los incrementos temporales, como los causados por una recesión, deberían ser financiados mediante emisión de deuda, dada la conveniencia de suavizar los impuestos a lo largo del tiempo.

2. Los impuestos de cuota fija no son distorsionantes, mientras que los impuestos proporcionales sobre el consumo, el trabajo y el capital sí lo son.
3. A largo plazo, lo óptimo sería la utilización de impuestos sobre el capital muy bajos, o próximos a cero. La tentación de aplicar fuertes impuestos sobre el capital en el corto plazo se debería evitar no sólo porque minaría rápidamente la credibilidad del gobierno y sería contraproducente, sino porque provocaría efectos distorsionantes en la localización internacional del capital.
4. La política fiscal, y en particular, el déficit público, es sostenible si el valor presente y futuro esperado de los superávits fiscales es suficiente para satisfacer las actuales obligaciones de deuda del gobierno.
5. En resumen, la política fiscal óptima consistiría en determinar en primer lugar el nivel óptimo de gasto del gobierno a largo plazo para a continuación establecer los niveles impositivos que mejor se ajusten para pagar esos gastos gubernamentales. A corto plazo, se utilizaría la emisión de deuda para financiar los incrementos temporales del déficit público, mientras que en una visión de largo plazo, la emisión de deuda se utilizaría para asegurar la equidad intergeneracional mediante la inversión en proyectos de capital.

### 3. LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA, LA FISCALIDAD Y LA CRISIS ECONÓMICA.

#### 3.1 LA POLÍTICA FISCAL EN LA CRISIS DE 2008.

Desde el punto de vista macroeconómico, y dada la magnitud y duración de la crisis, era obvio pensar que la política monetaria podía no ser suficiente para solucionar por sí sola una crisis que se presentaba como diferente a las vividas recientemente<sup>11</sup>. Los bancos centrales de los diferentes países redujeron sus tipos de interés nominales hasta mínimos históricos, llegando casi al cero por ciento, y emprendieron políticas monetarias no convencionales basadas en el control del crédito más que en la utilización de los tipos de interés.

Hasta el comienzo de la crisis, existía un consenso general sobre el papel estabilizador de la política fiscal: lo mejor era dejar actuar a los estabilizadores automáticos y no llevar a cabo políticas fiscales discrecionales de aumento del gasto público o de disminución de los impuestos. Sin embargo, con la llegada de la crisis, la mayor parte de las economías desarrolladas pusieron en práctica importantes programas de estímulo fiscal basados en el aumento del gasto público y en la disminución de los impuestos, por lo que la política fiscal fue mucho más allá del empleo de los estabilizadores automáticos.

La experiencia de EE.UU. en el bienio 2008-2010 es significativa y objeto de nuestro análisis, ya que ha sido precisamente este país el que utilizado con más intensidad las políticas discrecionales al inicio de la crisis:

- Año 2008: cheque fiscal por valor de 80.000 millones de dólares.
- Años 2009-2010: 584.000 millones de dólares, distribuidos de la siguiente forma: 19% gasto, 33'4% transferencias a Estados, y 47'6% disminuciones impositivas.
- Años 2011-2017: previsión 203.000 millones de dólares.

A diferencia de lo que ocurre habitualmente con la política fiscal discrecional, no han existido retardos en su implementación, aunque podemos plantearnos si estas medidas de estímulo fiscal son de carácter transitorio y están bien orientadas, y si han sido realmente efectivas.

Tanto Taylor (2009) como Feldstein (2009) han cuestionado la efectividad del cheque fiscal de 2008, dado que el consumo privado no ha aumentado significativamente ante el aumento de la renta disponible como consecuencia de la devolución impositiva.

---

<sup>11</sup> Sin embargo, en el diseño del Sistema Monetario Europeo las autoridades comunitarias depositaron solo en la política monetaria la capacidad para reaccionar frente a las perturbaciones simétricas, dejando a la política fiscal de cada Estado la opción, restringida en unos límites de endeudamiento del 3% del PIB, de actuar frente a las perturbaciones asimétricas o propias de cada Estado.



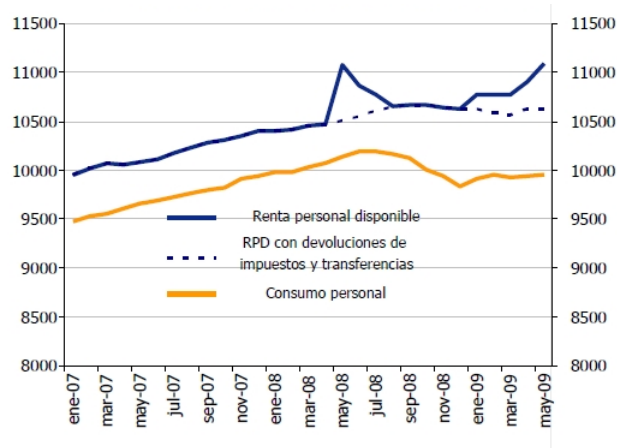


Gráfico 3: EE.UU.: renta y consumo ajustado por estacionalidad. (en miles de millones de \$)  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos de BBVA.

Tal y como podemos comprobar en el gráfico 3, el análisis de regresión confirma que la influencia del cheque fiscal sobre el consumo privado no es estadísticamente significativa, incluso ajustando la estacionalidad en función de los precios del petróleo. De ello, podemos concluir que casi todo el cheque fiscal se ha materializado en ahorro y no en consumo.

A pesar de este análisis, hay que tener en cuenta que las conclusiones obtenidas se basan en resultados agregados, por lo que no se ha tenido en cuenta la existencia de restricciones de liquidez a nivel individual. Así, es posible que se haya producido un aumento del consumo entre los agentes con restricciones de liquidez, compensado por la disminución del consumo entre los agentes que no presentaban tales restricciones, por el aumento del ahorro por motivo precaución. De hecho, Broda y Parker (2008) concluyen, a través del estudio de una amplia encuesta, que los consumidores gastaron en consumo una parte significativa de su cheque fiscal.

Ambos resultados contrastan también con lo afirmado por las teorías previas acerca de la efectividad de las políticas fiscales:

- Los modelos keynesianos proporcionan una visión tradicional del equilibrio parcial. Según estos modelos, el estímulo en el gasto privado por medidas de política fiscal tendrá un efecto multiplicador elevado (superior a la unidad).
- Los modelos de equilibrio general afirman que los resultados obtenidos dependen de los supuestos de partida (por ejemplo, de la existencia o no de restricciones de liquidez).

La ausencia de un efecto apreciable sobre el consumo a nivel agregado como consecuencia de la aplicación del cheque fiscal, tal y como hemos visto, contrasta con los multiplicadores que habitualmente podemos encontrar en la literatura empírica:

Multiplicadores de reducciones de impuestos		
	1er año	2º año
Blanchard y Perotti (2002)	1.07	1.32
Mountfor y Uhlig (2009)	0.80	1.76
Romer y Romer (2008)	1.10	1.30
Promedio en la literatura empírica	0.66	0.99
BBVA (2009)	0.50	0.80

Multiplicadores de aumentos del gasto		
	1er año	2º año
Blanchard y Perotti (2002)	0.73	0.60
Mountfor y Uhlig (2009)	0.35	0.33
Romer y Romer (2008)		
Promedio en la literatura empírica	1.44	1.57
BBVA (2009)	1.30	1.20

Fuente: Servicio de Estudios Económicos de BBVA.

Barro y Redlick (2010) realizan una interpretación de los valores obtenidos de los multiplicadores. En el caso de la aplicación de políticas transitorias de estímulo fiscal, los efectos sobre el PIB suelen ser mayores en el caso de los aumentos del gasto público que en el caso de las reducciones impositivas. En el caso de la aplicación de políticas permanentes de reducción de impuestos hay que tener en cuenta también los efectos distorsionadores que provocan, por lo que sus efectos serán mayores a largo plazo.

De todo ello, podemos deducir que existe bastante incertidumbre sobre los efectos multiplicadores de la política fiscal:

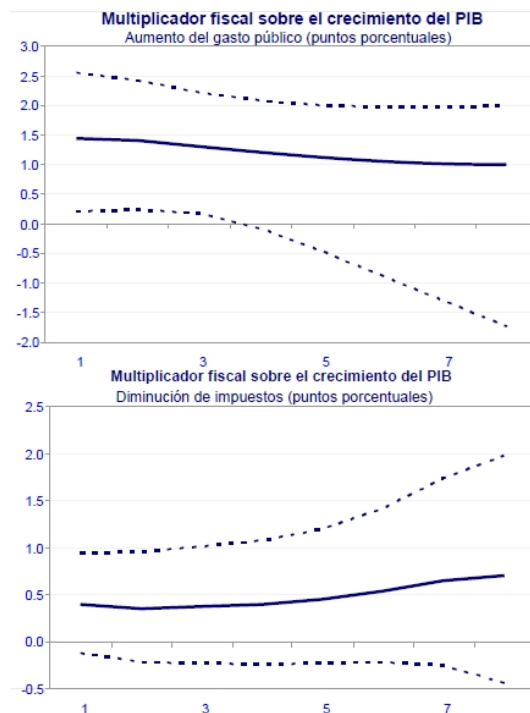


Gráfico 4: Efectos de los multiplicadores fiscales sobre el crecimiento del PIB.

Fuente: Servicio de Estudios Económicos de BBVA.

Podemos observar en el gráfico 4 cómo los intervalos de confianza en las estimaciones de los efectos de los multiplicadores fiscales sobre el crecimiento del PIB son bastante amplios, siendo posible que los gobiernos hayan basado sus estimaciones en los rangos superiores de dichos intervalos.

Factores específicos de la actual crisis como la fuerte disminución de la riqueza, las mayores restricciones crediticias y el aumento de la incertidumbre, nos llevan a concluir que los agentes económicos pueden responder a las medidas de estímulo fiscal de forma muy diferente a como lo han hecho en crisis anteriores.

### 3.2 COSTES FISCALES E IMPLICACIONES FINANCIERAS.

Una vez analizados los efectos de las políticas fiscales aplicadas en la crisis de 2008, estudiamos a continuación los costes fiscales de las medidas adoptadas, centrándonos especialmente en las implicaciones financieras y las vías de transmisión a la economía real de las necesarias y excepcionales medidas de saneamiento de los mercados financieros.

Tanto los planes sistemáticos como la adopción de estas medidas excepcionales de rescate financiero implican en general grandes costes. Estos costes fiscales surgen del uso de los recursos públicos para sanear los mercados financieros, y/o proteger a los depositantes y a los bancos implicados. Históricamente, estos costes han sido considerables, en torno al 13% del PIB en promedio para una muestra de 42 episodios de crisis (Laeven y Valencia, 2008). Los países en vías de desarrollo parecen incurrir incluso en mayores costes. Algunas crisis han sido especialmente costosas, como las de Argentina o Chile en la década de los 80, o la crisis asiática de 1997-98, tal y como podemos apreciar en el cuadro 4.

	<b>Gross fiscal cost</b> (% of GDP)	<b>Net fiscal cost*</b> (% of GDP)	<b>Output loss</b> (% of GDP)
Argentina, 1980	55.1	55.1	10.8
Chile, 1981	42.9	16.8	92.4
Indonesia, 1997	56.8	52.3	67.9
Japan, 1997	24	13.9	17.6
Korea, 1997	31.2	23.2	50.1
Sweden, 1991	3.6	3.4	30.6
Russia, 1998	6.0	6.0	0.0
United States, 1988	3.7	-	4.1
<b>Average of 42 episodes</b>	<b>13.3</b>	<b>-</b>	<b>20</b>

\* Defined as gross fiscal cost minus recovery proceeds.

Cuadro 4: Costes fiscales de algunas crisis. (en % del PIB)

Fuente: Laeven y Valencia.

El tamaño de los costes fiscales asociados a medidas concretas de rescate depende de forma crucial de su forma de implementación. Por ejemplo, el coste de un plan para asegurar depósitos depende de si la medida está limitada en el tiempo o si se incurre en el pago de cuotas. Por otro lado, el coste de sanear los activos tóxicos depende de los precios y de los métodos de valoración utilizados. Investigaciones empíricas sugieren que medidas de política acomodaticias como las de apoyo a la liquidez, las garantías totales o la ausencia de regulaciones preventivas, tienden a ser más costosas y no necesariamente aceleran la recuperación de la actividad económica.

El coste fiscal bruto de los planes de rescate anunciados en 2008 está en el rango de los observados en el pasado, como podemos observar en el cuadro 5. El coste total del conjunto de medidas anunciado por las economías del G7 supera los 2,5 trillones de dólares. Sin embargo, es difícil evaluar qué cantidad de fondos adicional será necesaria para los préstamos y las garantías de depósitos. Desde principios de 2009, medidas adicionales han sido anunciadas por numerosos países de la OCDE y también son esperadas en otros países, lo cual incrementará de forma considerable el coste fiscal global.

	Capital injection	Guarantees	Total of measures announced <sup>1</sup>	Total (% of GDP)
United States	\$ 250 billion		\$ 700 billion	5.1
Germany	€ 70 billion	€ 400 billion	€ 480 billion	19.8
France	€ 40 billion	€ 320 billion	€ 360 billion	19.0
Italy			€ 40 billion	2.6
United Kingdom	£ 50 billion	£ 250 billion	£ 400 billion	28.6
Canada			CAD 75 billion	4.8
Austria	€ 15 billion	€ 85 billion	€ 100 billion	36.9
Denmark			Kr 35 billion	2.1
Greece	€ 5 billion	€ 15 billion	€ 28 billion	11
Ireland		€ 450 billion	€ 450 billion	235.7
Hungary	\$ 3 billion			
Korea		\$ 100 billion	\$ 100 billion	
Netherlands		€ 200 billion	€ 200 billion	
Portugal		€ 20 billion	€ 20 billion	6.1
Sweden	SEK 15 billion	SEK 1500 billion	SEK 1515 billion	50.5
Switzerland			SFR 60 billion	
Spain	Initially € 30 billion, rising to 50	€ 100 billion	€ 150 billion	14.3

Note: While from an economic point of view the announced plans represent a gross fiscal cost, from a statistical and accounting point of view they may not have any impact on the current net debt or budget balance. In fact, some of these measures such as capital injections if treated as a financial transaction (i.e. the government receives in return a financial asset of equal value to the payment like in the TARP), would affect neither the net debt nor the budget balance. In contrast, they will have an impact on the net fiscal balance and debt if treated as a non-financial transaction (i.e. if the government does not receive in return a financial asset of an equal value).

1. This total is in some case the sum of measures of which a cost estimate is available up to December 2008.

Cuadro 5: Costes fiscales brutos de los paquetes de rescate en 2008.  
Fuente: Furceri (2009).

Estos costes fiscales brutos suponen en realidad transferencias de los contribuyentes presentes y futuros a los beneficiarios actuales y futuros de los planes de rescate más que verdaderos costes económicos. Para el cálculo de los costes fiscales netos se deberían incorporar todos los costes indirectos ocasionados por las intervenciones públicas, incluyendo los efectos expost sobre la recaudación tributaria y el gasto, así como los generados sobre los intereses de la deuda, las primas de riesgo, la inflación y los movimientos de divisas.

Al empeorar la situación del déficit público en el corto plazo, las políticas aplicadas pueden dificultar la credibilidad fiscal y los compromisos del gobierno para colocar las finanzas públicas en una senda sostenible. Esto podría traducirse en un aumento de la prima de riesgo de la deuda, lo que implicaría a su vez un mayor deterioro de las finanzas públicas. En este contexto, podría haber presión sobre las autoridades monetarias para aceptar un cierto aumento de la inflación con el fin de reducir la carga de la deuda, poniendo en peligro la credibilidad de los bancos centrales. Si las políticas aplicadas no son vistas como creíbles, la presión sobre la política monetaria podría ser incluso más fuerte.

El desequilibrio de los mercados financieros puede provocar movimientos rápidos de tipo de cambio y acentuar la caída del PIB. La depreciación del tipo de cambio, por ejemplo, podría conducir a pérdidas en los prestatarios cuando la deuda esté denominada en moneda extranjera. Además, la depreciación eleva las tasas de interés de todos los préstamos, e implica cambios negativos en los precios relativos de los bienes no comerciables. Las pérdidas pueden resultar de la exposición directa de los bancos a los riesgos del tipo de interés y del tipo de cambio. En muchas crisis anteriores, los movimientos de divisas jugaron un importante papel, tanto como síntoma como herramienta de resolución de la crisis. Sin embargo, no está claro hasta qué punto los movimientos del tipo de cambio pueden ayudar a resolver la crisis actual, dada su naturaleza global.

Los costes fiscales netos son difíciles de estimar debido a la ausencia de referencias. Un posible enfoque es calcular la pérdida de producción en relación a "benchmark", por lo general, la tasa de crecimiento tendencial. Siguiendo este enfoque, el coste fiscal en promedio es normalmente alto y varía de forma significativa. Otro método consiste en calcular una medida del coste financiero basándonos en el efecto de la respuesta política a la crisis sobre el déficit público. Usando este método, el coste fiscal del plan adoptado por EE.UU. en 2008 ascenderían a alrededor de un 4% del PIB. Este coste debería compararse con el coste de no adoptar ningún tipo de medida.

En síntesis, los canales a través de los cuales se transmite la crisis financiera a la economía real son los siguientes:

1. Canal monetario.

Debido al deterioro de las condiciones financieras, la oferta monetaria se reduce, afectando de forma negativa al crecimiento de la producción (Friedman y Schwartz, 1963).

## 2. Canal del crédito.

Por el lado de la demanda, las crisis financieras suponen un cambio en las garantías de los préstamos, y por lo tanto, dificultan la capacidad de los hogares y las empresas para obtener crédito (Bernanke y Gertler, 1995; Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1999; y Kiyotaki y Moore, 1997). Como consecuencia, tanto la inversión como el consumo se ven afectados negativamente.

Por el lado de la oferta, los bancos endurecen sus condiciones crediticias y reducen la disponibilidad de crédito. Estas restricciones del crédito contribuyen a la disminución del consumo y la inversión, y por tanto, de los ingresos (a través del efecto de los multiplicadores internos). La desaceleración de la economía, a su vez, empeora el balance de los bancos, los hogares y las empresas provocando en conjunto un efecto financiero acelerado adverso sobre la disponibilidad del crédito (Bacchetta y Gerlach, 1997; Ludvigson, 1998; Bayoumi y Melander, de 2008; Grenlaw et al, 2008).

Existe el riesgo de un bucle de retroalimentación negativo, ya que la desaceleración de la economía real afecta al sector bancario y daña a las instituciones financieras. Los prestatarios tendrán dificultades para devolver sus préstamos y los depositantes, anticipando el incremento de la morosidad, tratarán de proteger su patrimonio mediante la retirada de sus depósitos bancarios. Los bancos se encontrarán atrapados tanto por la falta de liquidez de sus activos (los préstamos) como por la falta de liquidez de sus pasivos (los depósitos).

## 3. Coste del capital.

La información asimétrica entre prestamistas y prestatarios puede generar un mayor coste del capital para las empresas, y por tanto, conducir a una disminución de la inversión y la producción (Bernanke y Gertler, 1987).

La explicación es sencilla: ante una grave situación financiera, la información asimétrica entre prestamistas y prestatarios se hace más patente, debido a alta demanda de préstamos efectuada por prestatarios de baja calidad. Por ello, al añadirse una prima extra al coste del capital para discriminar entre los prestatarios de alta y baja calidad, se contribuye a la caída de la inversión y de la producción.

## 4. Canal del capital bancario.

Cuando el capital bancario se erosiona, los bancos se vuelven más reacios a prestar y pueden verse obligados a reducir su apalancamiento, lo que conduce a una crisis económica más profunda (Bernanke et al, 1991; Kashyap y Stein, 1995; Peek y Rosengren, 1995, y Altunbas et al., 2007).

## 5. Efecto riqueza.

Las crisis financieras pueden afectar al consumo privado a través de cambios en los precios de los activos, repercutiendo así en la riqueza de los hogares.

Es importante distinguir entre los distintos activos representativos de riqueza propiedad de los hogares, ya que pueden asociarse con distintas propensiones marginales a consumir. Boone et al. (2001) y Tracy et al. (1999) observan que la variación en el patrimonio neto de los hogares asociada con cambios en el precio de la vivienda es mayor que el cambio de una variación similar en el valor de las acciones para la gran mayoría de los hogares de los Estados Unidos.

## 6. Incertidumbre.

Las crisis financieras afectan a la actividad económica a través del aumento de la incertidumbre en los mercados. Esta incertidumbre dificulta la asignación eficiente de los recursos, puesto que los agentes con aversión al riesgo reducirán la duración de sus contratos. Otro efecto no menos importante es que, bajo el supuesto de irreversibilidad de la inversión, el aumento de la incertidumbre puede conducir a una reducción de las inversiones (Bernanke, 1983; Pindyck, 1991; Pindyck y Solimano, 1993; Serven y Solimano, 1993). Junto con la incertidumbre, un incremento de los tipos de interés y la disminución de la demanda asociada a la crisis puede provocar un aumento de las existencias y que las ventas disminuyan, dando lugar a un exceso de capacidad de la economía (Andersson y Avery, 1999; Bris et al., 2001). El declive del volumen de ventas de las empresas durante la crisis también contribuirá a la disminución de su producción y al aumento del desempleo.

## 7. Volatilidad de los tipos de cambio.

Las crisis financieras pueden afectar a la actividad económica si desencadenan crisis monetarias que aumenten la volatilidad de los tipos de cambio y conduzcan a depreciaciones monetarias.

Burnside et al. (1999) sostienen que las devaluaciones de las monedas nacionales pueden provocar un aumento de los tipos de interés internos y abrir paso a una caída significativa en la producción total, el empleo, los salarios reales y el número de empresas. Por otro lado, la devaluación puede conducir también a corto plazo a un aumento de las exportaciones netas.

Por el contrario, las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden contribuir a aumentar la incertidumbre macroeconómica. Por ello, una reducción de la volatilidad podría tener efectos positivos sobre el comercio (McKinnon, 2000 y Rose, 2000), la inversión (Aghion et al, 2006) y el crecimiento (Aghion et al, 2006; De Grauwe y Schabl, 2004; Furceri, 2008).

### 3.3 FISCALIDAD Y MERCADOS DE CAMBIO: EXIGENCIAS DE LA UNIÓN EUROPEA.

Un importante problema que en muchas ocasiones no se ha tenido en cuenta es que la creación de la Unión Económica y Monetaria supuso en sus inicios la incorporación de países con condiciones de entrada y comportamientos sociales y económicos muy diferentes. Dentro de la UEM, la política monetaria es una tarea exclusiva del BCE, institución cuyo objetivo principal es la estabilidad de precios y gestionar adecuadamente los tipos de cambio de la moneda única, dentro de un sistema de tipos de cambio fijos dentro de la Eurozona y variables con el exterior, en un entorno de perfecta movilidad del capital.

En este contexto, la política fiscal está en manos de los gobiernos de los países miembros, aunque hay que tener en cuenta que tanto la gestión presupuestaria como las posibles medidas de estabilización que puedan adoptarse van a tener un impacto inevitable sobre la inflación y la balanza corriente de dichos países, influyendo inevitablemente sobre el sistema financiero y el euro. Así, mientras la política monetaria común se encarga del control de las perturbaciones genéricas que puedan afectar coyunturalmente y de forma simétrica a todos los países, las políticas presupuestarias de los distintos países se centran en atajar las perturbaciones asimétricas sectoriales o territoriales.

Durante los primeros años de existencia de la UEM este planteamiento pareció funcionar razonablemente bien, pero la aparición de la actual crisis económica y financiera, de una magnitud y virulencia inusuales, provocó efectos devastadores por la existencia de importantes desequilibrios entre las economías de los países de la Eurozona, que presentaban acusadas diferencias en sus tasas de inflación y desempleo, así como en sus déficits corrientes.

Por ello, han surgido dudas sobre el buen funcionamiento de la UEM y el euro en sus pocos años de existencia. Así, se cuestionan en la actualidad algunos planteamientos metodológicos que parecen poner en tela de juicio si la actual configuración de la UEM es intrínsecamente estable. Entre ellos, podemos citar los siguientes:

1. La política de bajos tipos de interés, que parece incompatible con la aplicación de políticas monetarias anticíclicas.
2. Las significativas diferencias de productividad entre países, que conducen a tasas de desempleo muy dispares y que ocasionan importantes desequilibrios de las balanzas corrientes.
3. La imposibilidad de corregir en la práctica los cada vez mayores déficits corrientes si las pérdidas de competitividad no se pueden compensar con aumentos de los tipos de interés o con devaluaciones competitivas.

El balance del funcionamiento del Sistema Monetario Europeo y de la Moneda Única es dispar. Entre los aspectos positivos de la UME, podemos citar:



- Su buen funcionamiento en época de expansión, aunque no en recesión (Wyplosz, 2010).
- El mantenimiento bajo control de la inflación unida a una razonable estabilidad cambiaria.
- El sensible aumento en la proporción de bienes comercializados, que implica de hecho un importante aumento de la competitividad.
- El convencimiento general sobre la credibilidad y reputación del Banco Central Europeo.

Por el contrario, podemos reseñar los siguientes aspectos negativos de la UME:

- La posibilidad de que algunos de los problemas observados en la recesión hayan tenido su germen en la fase de expansión (D. Gros, 2010).
- La generación de déficits públicos estructurales subyacentes en algunos países de la Eurozona como resultado de los bajos y dispares tipos de interés (M. González – Páramo, 2010).
- Su contribución a los crecientes desequilibrios de las balanzas corrientes por falta de mecanismos de ajuste (B. Hofmann y H. Remsperger, 2005).
- La falta de mecanismos de disciplina, coordinación, corrección, y financiación de los desequilibrios presupuestarios (Z. Ridruejo, 1996 y 2009).

Los desajustes producidos en la UME pueden tener su origen en la disparidad de las condiciones de partida, siendo significativa la diferencia de los tipos de interés reales entre los distintos países (por ejemplo, en España la diferencia era de 12 puntos básicos). Si bien los tipos de interés nominales eran muy similares en todos los países (sin tener en cuenta los diferenciales de riesgo-país), las diferencias en los tipos de interés reales eran muy acusadas por la existencia de tasas de inflación muy elevadas en algunos de ellos.

Si a esta circunstancia le unimos el hecho de que muchos de estos países como Grecia, Portugal, Irlanda o España entraron en el euro con tipos de cambio excesivamente apreciados, podemos entender algunas implicaciones en cadena derivadas de estas importantes diferencias:

1. Coexistencia de países con elevados tipos de interés real como Alemania y Francia con otros como Grecia, Portugal, Irlanda o España en los que ocurría justo lo contrario.
2. Diferencias significativas en las políticas presupuestarias de los diferentes países, que condujeron a importantes diferencias en los déficits estructurales subyacentes.

3. Evolución dispar de las productividades de trabajo de los diferentes países debida a la pérdida de competitividad por la existencia de tasas diferenciales de inflación.
4. Importantes diferencias en las balanzas corrientes así como en los niveles de endeudamiento privado y público de los distintos países.

Por otro lado, es necesario identificar también algunos problemas operativos del Banco Central Europeo que pueden haber contribuido a empeorar la situación en la actualidad:

- La estrategia de bajos tipos de interés aplicada, que respondía más a las necesidades de Alemania y Francia que a la de los países que presentaban problemas de inflación, lo cual provocó niveles de liquidez muy elevados y en consecuencia, excesos en los mercados financieros que el BCE no supo atajar.
- Sus dificultades para evaluar los riesgos del sector bancario, tanto de la banca de inversión (por sus operaciones especulativas) como de la banca comercial (por el exceso de crédito concedido), así como la inexistencia de protocolos de supervisión y coordinación de los Bancos Centrales para fiscalizar de forma más eficiente los sistemas bancarios de los distintos países.
- La ausencia de mecanismos efectivos de prevención y control de los distintos sistemas bancarios (a diferencia de lo ocurrido con el Banco de España), traducida en la falta de disciplina en cuestiones relativas a la exigencia de recursos propios (Core Capital) o la creación de adecuados sistemas de provisiones.
- Su incapacidad para evitar la especulación en los mercados forward de materias primas (especialmente, en el caso del petróleo) y la ausencia de mecanismos para prevenir el rápido desarrollo de los mercados de derivados y estructurados (y de su riesgo asociado).

No obstante, el principal problema del BCE ha sido su lentitud de reacción por la existencia de una mayor aversión a la inflación que al paro (asimetría). En este sentido, cabe destacar que la política de la Reserva Federal de Estados Unidos ha anticipado hasta ahora mejor los diferenciales del output gap que el BCE, ajustando mejor los tipos de interés a dichas variaciones.

Respecto al Pacto de Estabilidad y Crecimiento, sus múltiples fallos de funcionamiento se han hecho todavía más evidentes con la llegada de la crisis. Definido en sus orígenes para ciclos económicos suaves, ha resultado ser asimétrico en su tratamiento de la recesión. Incluso llegó a

suspenderse en 2003 con la crisis de los valores “.com”, para reanudarse con apenas modificaciones en 2005. Sus problemas más destacables han sido los siguientes:

- Hasta el inicio de la crisis, no incluyó ninguna fórmula de coordinación de las políticas presupuestarias de los países miembros.
- Mantenía un sistema de multas para los países que no cumplían las exigencias fijadas en el pacto respecto a déficit o deuda, que era incumplido de forma reiterada (incluso por Francia y Alemania), llegando incluso a ser menos oneroso pagar la multa que incumplir el pacto.
- No anticipó los negativos financieros derivados del endeudamiento de los países, al separar de forma rigurosa los problemas presupuestarios de los monetarios.
- No tuvo en cuenta el agravamiento de los problemas de riesgo-país debidos al importante crecimiento inicial del endeudamiento privado y, posteriormente del público, derivados de la crisis.
- No consideró las consecuencias del endeudamiento en euros de otros países no pertenecientes a la UEM, como Hungría, que podían contribuir a la desestabilización del euro.

Como consecuencia de todo ello, con el agravamiento de la crisis se tuvieron que crear con urgencia instrumentos de financiación y apoyo a la deuda soberana de algunos países. El propio Ecofin se vio obligado a establecer ajustes financieros y presupuestarios adicionales al margen de lo establecido en el PEC para aquellos países en peor situación, que incluían reformas estructurales de sus mercados de trabajo y de los sistemas de financiación de las pensiones públicas. Asimismo, el BCE tuvo que obligar a los Bancos Centrales de los países de la Eurozona a realizar análisis de estrés para comprobar la solvencia de sus entidades financieras. Finalmente, se planteó también un procedimiento de supervisión y control de la UEM sobre los presupuestos de los países de la zona euro (es decir, una “Envolvente de Endeudamiento”).

En conclusión, podemos afirmar que si bien el euro y la UME han funcionado razonablemente bien en época de expansión, en el fondo subyacían una serie de problemas que se han desatado y agravado con la crisis. Al suponer el euro una pérdida de soberanía para los países miembros, las acusadas diferencias de productividad y competitividad entre ellos han supuesto un aumento significativo en los niveles de endeudamiento y desempleo. Por ello, se hace necesario adoptar decisiones conjuntas en materia de política presupuestaria utilizando nuevos instrumentos de coordinación y control. No obstante, esta condición, aunque necesaria, no es suficiente, puesto que los países deberían armonizar sus tasas de inflación y competitividad,

elevando la productividad y vinculando ésta a la evolución de los salarios, para poder superar futuras crisis.

### 3.4 UNA REVISIÓN DE LA POLÍTICA PRESUPUESTARIA.

Una vez analizadas las políticas macroeconómicas llevadas a cabo hasta el momento, cabe cuestionar, como hace el propio economista jefe del Fondo Monetario Internacional Olivier Blanchard<sup>12</sup>, si estas políticas macroeconómicas han sido las más adecuadas para resolver la actual crisis económica, o si es necesario replantarse globalmente algunas cuestiones que hasta la fecha eran incuestionables, como la prioridad de los Bancos Centrales en mantener la inflación en tasas estables y muy reducidas<sup>13</sup>.

Las políticas macroeconómicas que hasta el momento actual parecían ser suficientes para solucionar las crisis que habían surgido hasta el momento, se ven ahora cuestionadas al observarse que han sido incapaces de resolver la actual crisis económica, de mucho más calado. Así, Olivier Blanchard, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro han tratado de determinar qué errores se han cometido en la aplicación de las actuales políticas macroeconómicas que nos han llevado a la situación de incertidumbre en la que nos encontramos. Para ello, realizan en primer lugar una revisión de las recetas macroeconómicas aplicadas hasta el momento en situaciones de crisis, para a continuación señalar los errores cometidos, proponiendo finalmente unos principios generales a aplicar dentro del marco de una nueva política macroeconómica.

Hasta el origen de la crisis, la política monetaria tenía un objetivo principal, que era mantener la inflación estable y en niveles muy bajos, con un único instrumento: la política de tipos de interés. En este contexto, la política fiscal tenía un papel secundario, dado especialmente el problema de los retardos en su implementación por causas políticas. De hecho, según la ortodoxia económica imperante hasta el momento, la política de mantener la inflación constante era supuestamente la política óptima, dado que conducía simultáneamente a un “output gap”<sup>14</sup> igual a cero. Por ello, los bancos centrales tenían el mandato principal (y casi exclusivo) de mantener la inflación en niveles constantes y extraordinariamente bajos.

El peligro de mantener la inflación en niveles tan bajos era caer en la denominada “trampa de la liquidez”, que impedía de facto la existencia de un margen suficiente para aplicar políticas monetarias expansivas en caso de necesidad, al ser menos factible la reducción de intereses. No

---

<sup>12</sup> Blanchard, O. y otros: “Rethinking the macroeconomic policy”

<sup>13</sup> Muchos bancos centrales se fijaron como objetivo una tasa de inflación cercana al 2% (Romer y Romer, 2002)

<sup>14</sup> Distancia respecto al producto nacional que se obtendría en ausencia de imperfecciones.

obstante, se minusvaloró este peligro, dada la posibilidad de los bancos centrales de influir en las expectativas de inflación a través del crecimiento de la cantidad nominal de dinero<sup>15</sup>.

Para alcanzar el mencionado objetivo de inflación estable y baja, la política monetaria se centró de forma casi exclusiva en el uso de un instrumento: el tipo de interés a corto plazo<sup>16</sup>. La única excepción a esta regla fue el Banco Central Europeo, que tuvo en cuenta también el volumen de crédito de la economía. Al estar vinculados todos los tipos de interés y los precios de los activos a través del arbitraje, se podía optar por una regla transparente y predecible como la regla de Taylor para manejar la política monetaria.

No obstante, el objetivo de inflación estable puede ser necesario pero no suficiente, ya que a pesar de lo afirmado por la teoría, la inflación puede ser constante y a la vez variar el "output gap", llevando a un problema de "trade-off". Las razones que nos llevan a esta conclusión son:

1. El "output gap" no es directamente observable.
2. El comportamiento de la inflación es mucho más complejo de lo que se suponía, especialmente a la hora de entender la relación entre actividad económica e inflación, si esta última es baja.
3. La inflación y el "output gap" pueden ser estables, pero los precios de algunos activos o la composición del producto nacional puede no ser la deseada<sup>17</sup>, dando lugar posteriormente a fuertes ajustes macroeconómicos.

Además, la baja inflación limita la posibilidad de aplicar la política monetaria en situaciones de crisis. De hecho, al inicio de la crisis actual, muchos bancos centrales redujeron drásticamente sus tipos de interés hasta casi cero para evitar el desplome de la demanda agregada, dejando sin margen de actuación a los gobiernos en materia de política monetaria. La consecuencia de todo ello fue la necesidad de aplicar entonces medidas fiscales de estímulo económico que han conducido a unos elevados déficits públicos. Un objetivo de inflación moderada en torno al 4-8% hubiera hecho posible un mayor recorte de los tipos de interés, reduciendo así la caída del producto nacional y un menor deterioro de las cuentas públicas.

Hasta el inicio de la crisis, la política fiscal en las dos últimas décadas había adoptado un papel casi subsidiario al de la política monetaria, por varias razones:

- El escepticismo sobre los efectos de la política fiscal, basándose en el principio de equivalencia ricardiano.

---

<sup>15</sup> En el caso de Japón en los años 90, con existencia de deflación y tasas de interés próximas a cero, tal peligro fue relativizado porque se consideró que era reflejo de la incapacidad de su banco central para asumir el compromiso de un futuro crecimiento de la cantidad de dinero.

<sup>16</sup> Los bancos centrales podían controlar directamente este tipo de interés a corto plazo a través de las operaciones de mercado abierto.

<sup>17</sup> Por ejemplo, el caso español, con un elevadísimo nivel de inversión en vivienda.

- Su falta de necesidad, al ser la política monetaria suficiente para alcanzar un “output gap” estable.
- El desarrollo de los mercados financieros aumentó la efectividad de la política monetaria, haciéndose innecesaria la política fiscal procíclica.
- En los países más desarrollados, la prioridad era mantener controlados los altos niveles de deuda.
- Los retrasos en el diseño e implementación de las medidas de tipo fiscal, junto a la corta duración de las recesiones, hacían probable que estas medidas llegaran demasiado tarde.

Desde un punto de vista formal, se rechazó especialmente el uso de la política fiscal discrecional como herramienta anticíclica. En la práctica, sin embargo, se aplicaron medidas discrecionales de estímulo fiscal de forma generalizada<sup>18</sup>, incluso en el caso de recesiones no demasiado profundas. La atención se centró especialmente en dos aspectos: la sostenibilidad de la deuda y el diseño de reglas fiscales para alcanzar dicha sostenibilidad. En las economías más desarrolladas, el énfasis se centró en ajustar las finanzas públicas a las consecuencias derivadas del envejecimiento de la población; en las economías emergentes, en la adopción de medidas para evitar el impago de la deuda, y en el establecimiento de marcos institucionales que restringieran políticas fiscales procíclicas que pudieran dar lugar a excesivas oscilaciones en los ciclos económicos.

En este contexto, la utilización de los estabilizadores automáticos<sup>19</sup> era posible porque no entraba en conflicto con el objetivo de la sostenibilidad. De hecho, a medida que aumenta la participación del sector público en el producto nacional cuando las economías se desarrollan<sup>20</sup>, el papel de los estabilizadores automáticos es cada vez mayor.

La crisis de 2008 puso a la política fiscal en primera línea de actuación por dos razones: en primer lugar la política monetaria ya no tenía margen de actuación al estar los tipos de interés próximos a cero. Y, en segundo lugar, las expectativas de una recesión prolongada permitían el uso de la política fiscal a pesar de los habituales retardos en su implementación.

En la situación entonces planteada, se demostró, al igual que en lo ocurrido con la política monetaria, la importancia de tener “espacio fiscal” para poder aplicar medidas de estímulo económico. Así, algunas economías desarrolladas que entraron en la crisis con altos niveles de deuda tuvieron una capacidad limitada para usar la política fiscal, al igual que algunas economías emergentes que habían adoptado importantes políticas fiscales procíclicas y que ahora se veían obligadas a recortar gastos y elevar impuestos como consecuencia de la crisis. No obstante,

---

<sup>18</sup> Por ejemplo, en la crisis japonesa de los años 90.

<sup>19</sup> Por ejemplo, subida de impuestos en épocas de auge y disminuciones en caso de crisis.

<sup>20</sup> Ley de Wagner.

algunas economías emergentes como Brasil, México, China o Corea del Sur, que afrontaron la crisis con niveles de deuda más bajos, pudieron utilizar medidas más enérgicas de estímulo fiscal sin que se les plantearan problemas de sostenibilidad.

Por otro lado, la gran variedad de enfoques sobre las medidas que se debían adoptar ha puesto de manifiesto que desconocemos en gran medida tanto los efectos reales de la política fiscal como los instrumentos óptimos que se deben aplicar, ya sean aumentos del gasto público o reducciones de los impuestos, así como los factores que influyen en la sostenibilidad de la deuda pública.

En conclusión, podemos extraer las siguientes lecciones clave que nos ha proporcionado el análisis de la actual crisis económica:

- Debe revisarse la apelación a los instrumentos de financiación exterior.

El riesgo de recesión, que se ha venido infravalorando al apelar a los recursos financieros externos y al apalancamiento de los sectores domésticos, exige revisar profundamente los mecanismos que subyacen a los orígenes de las necesidades financieras de un país. Las profundas diferencias entre el ahorro y la inversión, la pérdida de competitividad, y el exceso de dependencia de las balanzas corrientes de recursos difíciles de sustituir, como los combustibles son aspectos básicos del nuevo contexto financiero internacional.

- Es necesario crear más espacio fiscal en los buenos tiempos.

Aunque parece existir una cierta analogía entre la necesidad de un mayor “espacio fiscal” y la necesidad de un mayor margen para poder reducir los tipos de interés, hay que tener en cuenta que mayores márgenes fiscales implican menores efectos en expansión sobre la inflación, mientras que la existencia de márgenes para tipos de interés nominales más elevados permite que las tasas de inflación sean más elevadas. En cualquier caso, si los gobiernos hubieran tenido un mayor margen para aplicar políticas monetarias y fiscales expansivas, habrían podido afrontar mejor la actual crisis. Además, el ajuste fiscal que va a ser necesario con posterioridad a la crisis va a ser enorme, teniendo en cuenta además la problemática derivada de los países con elevado nivel de envejecimiento, donde serán necesarias importantes reformas en los sistemas de pensiones y de salud.

Por ello, sería aconsejable que en los próximos tiempos se acometiera un ajuste fiscal de gran calado (siempre que las condiciones procíclicas lo permitan), basado especialmente en una reducción sustancial del cociente deuda-PIB, con el objetivo último de crear espacio fiscal adicional que podría utilizarse en caso de necesidad. En este aspecto, son claves el compromiso creíble de disminuir la relación entre deuda y PIB por parte del gobierno, y el establecimiento de reglas fiscales transparentes y claramente definidas.

- Es necesario diseñar mejores estabilizadores automáticos.

El principal problema de las medidas fiscales discrecionales es, como hemos visto, que pueden llegar demasiado tarde por los retardos en su implementación. En consecuencia, existen buenas razones para mejorar los estabilizadores automáticos.

Para ello, hay que distinguir en primer lugar entre los estabilizadores realmente automáticos, esto es, aquellos que por su propia naturaleza implican un aumento procíclico de los ingresos tributarios o una reducción de las transferencias, y las reglas fiscales que permiten que varíen algunos impuestos o transferencias en función de una serie de indicadores predefinidos vinculados al estado del ciclo económico.

El primer tipo de estabilizadores automáticos (los realmente automáticos) estaría formado por los gastos rígidos del gobierno con elasticidad de los ingresos respecto al producto nacional próxima a 1, por los programas de la seguridad social (sistemas de pensiones y subsidios de desempleo) y, finalmente, por el impuesto progresivo sobre la renta. Algunas medidas para hacer más eficaces estos estabilizadores automáticos serían incrementar el tamaño del sector público, y en menor medida, aumentar la progresividad de los impuestos o crear programas más generosos de la seguridad social, basándose no sólo en objetivos de estabilización de la economía, sino también en objetivos de equidad y eficiencia.

El segundo tipo de estabilizadores automáticos, antes mencionados, no generan los elevados costes de los anteriores y se pueden aplicar a impuestos o gastos que generen altos multiplicadores: En el lado de los impuestos, podrían realizarse políticas temporales aplicables a familias con bajos ingresos, como una devolución de impuestos única y reembolsable o bajo la forma de reducciones porcentuales, o bien a empresas, como desgravaciones por inversión. En el lado de los gastos, se podrían realizar transferencias temporales a familias de bajos ingresos o con problemas de liquidez.

Estas medidas entrarían en acción al cruzar alguna variable macroeconómica un determinado umbral, como el PIB, aunque dado el retraso en obtener dicho dato, serían más aconsejable otras variables del mercado de trabajo, como el empleo o el desempleo. La definición del umbral relevante y de los impuestos y transferencias a usar son aspectos que deberán analizarse detenidamente.

### 3.5 EVALUACIÓN DE LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS EN TIEMPO REAL.

Cualquier valoración sobre la intencionalidad de la política fiscal debe basarse en toda la información disponible para las autoridades en el momento de la planificación fiscal. En particular, los datos en tiempo real de un instrumento de política fiscal discrecional como es el balance primario estructural, se deben utilizar en la estimación de las funciones de reacción de la política



fiscal. De hecho, la eficacia ex-post de las medidas fiscales discrecionales puede llegar a ser drásticamente diferente de la que fue planeada por las autoridades fiscales en sus leyes de presupuestos. Cuando las reglas de política fiscal se calculan utilizando datos en tiempo real, los resultados indican que los países de la OCDE planean a menudo políticas fiscales contra-cíclicas, especialmente durante las expansiones económicas, mientras que los resultados convencionales sobre la base de los datos revisados apunta a la prociclicidad. Este hallazgo pone en duda la eficacia de las políticas fiscales discrecionales para ajustarse al ciclo económico, dado que los resultados reales (procíclicos) tienden a desviarse de los planes fiscales (anticíclicos).

Por tanto, un aspecto especialmente relevante relacionado con esta cuestión es determinar si es conveniente o no el uso de reglas fiscales en contraposición a la adopción de medidas discrecionales de política fiscal. Para ello, analizaremos en primer lugar las principales ventajas e inconvenientes de las reglas fiscales y a continuación estudiaremos su aplicación en el caso de la Unión Económica y Monetaria.

La fijación de una regla fiscal es en principio positiva siempre que sirva como incentivo. Así, si la situación económica es favorable, la regla ha de reforzar el buen comportamiento, mientras que si las circunstancias empeoran, la regla ha de contribuir a corregir las desviaciones.

Una vez fijada una regla fiscal de actuación, ésta debe ser consistente, lo cual implica que se deben establecer mecanismos de sanción aplicables en cualquier caso si se incumple la misma. No obstante, si la situación económica se deteriora dificultando gravemente el cumplimiento de la regla, podría plantearse una mayor flexibilidad que podría contribuir a mejorar la situación, aunque por otro lado, la no aplicación de sanciones provocaría que otros países también tuvieran incentivados para no cumplir la regla. Se trataría en este caso de un claro problema de inconsistencia temporal que haría ineficaz la aplicación de la regla si se percibe que no será aplicada si cambian las circunstancias.

Una forma de evitar que el mal comportamiento de unos agentes afecte a otros sería establecer una regla de no-rescate, que incentivaría que todos cumplieren la regla fiscal a sabiendas de que no podrán ser rescatados por los demás. Sin embargo, si las circunstancias se deterioran, puede que lo óptimo ya no sea evitar el rescate sino cooperar para evitar males mayores. Por ello, no basta con prohibir el rescate, sino que es necesario tratar de eliminar la posibilidad de verse en la obligación de rescatar a quien tenga problemas. En última instancia, la forma de evitar que nadie plantee problemas al resto sería imponer un sistema de sanciones, con lo cual volveríamos a la situación de partida, planteándonos de nuevo se es óptimo aplicar sanciones en caso de un empeoramiento de la situación.

El principal inconveniente de las sanciones es que son sólo un incentivo ex-ante, y no un mecanismo de corrección de desequilibrios. Su principal ventaja es que, cuando se aplican, se refuerza la reputación. Esto significa que quien se labre una buena reputación en tiempos difíciles, tendrá a su disposición un poderoso instrumento de política económica. Una vez conseguida, la reputación no implica grandes costes y sin embargo, permite persuadir a los agentes para que

actúen correctamente. No obstante, la reputación puede perderse rápidamente, con un coste mucho mayor que el que supondría luchar por mantenerla en momentos difíciles.

Esto ayuda a explicar por qué los gobiernos aprueban leyes que les impiden acudir a sus bancos centrales a financiarse, por qué muchos bancos centrales (como el BCE) tienen estatutos que dan prioridad a la lucha contra la inflación frente al desempleo o por qué existen normas que limitan el déficit o la deuda pública.

Si aplicamos lo visto hasta ahora al caso de una Unión Monetaria como la europea, lo primero que tenemos que apreciar es que en una unión de este tipo, los países están expuestos al contagio a través del sistema financiero, puesto que si un país incurre en un déficit explosivo, todos los demás se verán afectados y se verán obligados, en su propio interés, a acudir en su rescate.

Para evitar este problema se creó la regla de no bail-out, que impide que ninguna administración pública de la zona euro responda de la deuda de cualquier otro país de la Eurozona. Con el fin de reforzar la credibilidad de esta norma y evitar el problema de inconsistencia temporal antes mencionado, se introdujo el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que limita tanto el nivel de déficit como el de deuda pública de los países en un 3% y un 60% del PIB, respectivamente.

Los beneficios de esta regla de credibilidad deben compararse con el coste que supone renunciar a la política fiscal como instrumento de estabilización. En principio, la política monetaria puede ser un gran instrumento estabilizador, puesto que se puede modificar rápidamente. Sin embargo, presenta también una serie de inconvenientes para asumir en solitario el papel de estabilización: Está sujeta a sus propias limitaciones de reputación, puesto que cuanto más uso se haga de ella para estabilizar la economía, menor capacidad de convicción tendrá sobre los agentes. Al no estar acompasados los ciclos económicos de los distintos países que forman la Eurozona, unos países pueden requerir políticas más expansivas que otros. Y, en último término, no está claro que todos los países vayan a responder de la misma forma a los mismos estímulos monetarios, puesto que cada uno de ellos tiene su propio nivel de desarrollo del sistema financiero y diferentes niveles de endeudamiento de sus agentes.

Otros instrumentos estabilizadores que no se pueden aplicar en la UEM serían el manejo de los tipos de cambio (por razones evidentes) o un presupuesto comunitario lo suficientemente amplio como para actuar de elemento compensador entre las diferentes zonas. Por todo ello, podemos concluir que la política fiscal es la única política estabilizadora factible en la UEM.

Consciente de estas limitaciones, el propio PEC fijaba una serie de mecanismos para compaginar reputación y capacidad de estabilización:

- Aunque se establece la obligación de llevar las cuentas públicas al equilibrio presupuestario, el déficit no queda prohibido, sino tan sólo limitado al 3% del PIB.

- Incluso el mencionado límite del 3% se podrá superar en situaciones de grave perturbación económica.

Estos límites son suficientemente amplios como para poder afirmar que la política fiscal puede tener cierto papel estabilizador. No obstante, la integración real de los mercados con la existencia de una moneda única puede ser una fuerza estabilizadora a largo plazo mucho más eficaz que cualquier política de demanda.

#### 4. LAS POLÍTICAS PRESUPUESTARIAS Y LA CRISIS EN ESPAÑA EN 2008.

##### 4.1 LA ESTRATEGIA PRESUPUESTARIA DEL GOBIERNO.

En España, las medidas de estímulo fiscal adoptadas por el gobierno fueron tan importantes entre 2008 (2% del PIB) y 2009 (2,8% del PIB), como las adoptadas por EE.UU. entre 2009 y 2010:

**Medidas de impulso fiscal aplicadas en el PlanE**

Millones de euros	2008	2009	2010
<b>Ingresos</b>	<b>-19,825</b>	<b>-15,128</b>	<b>-83</b>
Reformas en el IRPF	-2,400		
Ayuda fiscal por nacimiento o adopción de hijos	-1,234	-1,250	
Reformas del Impuesto sobre sociedades	-5,300	3,000	
Reformas en el IVA	-6,000	-6,000	
Deducción de 400 euros en el IRPF	-4,891	-6,000	
Supresión del Impuesto sobre patrimonio		-1,800	
Ayudas para la adquisición de vivienda habitual		-3,795	
Actualización de los Impuestos Especiales		2,000	
Bonificación en la cuota de la SS por la contratación de desempleados		-1,283	-83
<b>Gastos</b>	<b>281</b>	<b>12,820</b>	<b>4,700</b>
<b>. Impacto permanente</b>			
Reducción del presupuesto de gastos del Estado	-20	-2,500	
Reducción de la oferta pública de empleo			-300
Ley de dependencia		1,559	
Oferta pública de compra de suelo	301	761	
<b>. Impacto temporal</b>			
Fondo de Inversión Local		8,000	5,000
Fondo para el estímulo de la Economía		3,000	
Plan integral de automoción		2,000	
<b>Total</b>	<b>-20,106</b>	<b>-27,948</b>	<b>-4,783</b>

Fuente: MEH y Banco de España.

La principal consecuencia de la aplicación de esta política fiscal discrecional por parte del gobierno fue un aumento significativo del déficit público en 2009 (11,1% del PIB) y 2010 (9,2% del PIB), frente al superávit cercano al 2% registrado en 2007:

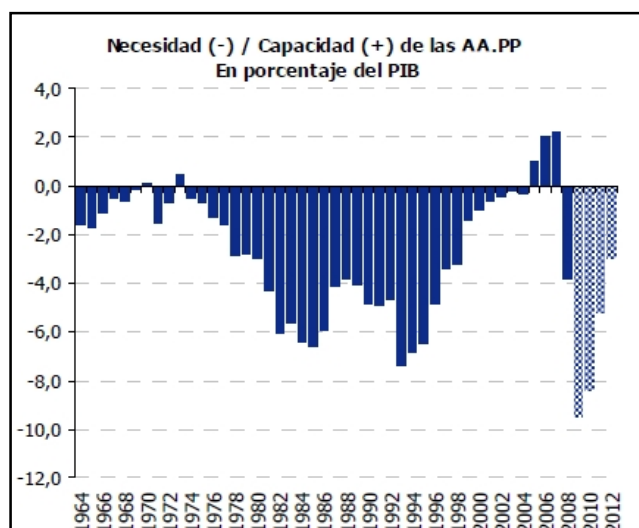


Gráfico 5: Saldo fiscal en España 1964-2012  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos de BBVA

Este importante deterioro de las cuentas públicas que podemos observar en el gráfico 5 y que va más allá de lo que pueden explicar los estabilizadores automáticos, se debió a la combinación de un importante aumento del gasto público entre 2009 y 2010 con una fuerte disminución de los ingresos públicos, especialmente en 2008.

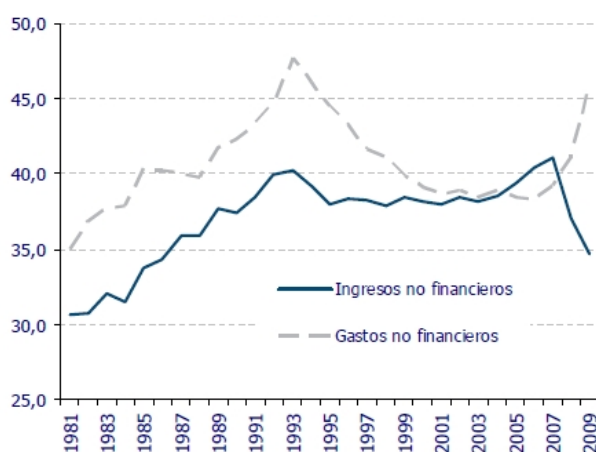


Gráfico 6: Recursos y empleos no financieros de las AA.PP. (en % del PIB)  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos de BBVA a partir de MEH, INE e IEF

El sustancial incremento del gasto público tuvo su origen en las medidas de impulso fiscal adoptadas por el gobierno al inicio de la crisis, que unidas al incremento en el pago de las prestaciones sociales<sup>21</sup>, elevó el gasto público hasta aproximadamente un 46% del PIB.

En lo referente al fuerte desplome de los ingresos públicos, de algo más de seis puntos porcentuales entre 2007 y 2009 y que evidencia una importante caída en las bases imponibles de los impuestos, es necesario señalar que su caída fue muy superior a lo que permiten explicar las medidas fiscales contracíclicas adoptadas y el papel de los estabilizadores automáticos. Este deterioro de las cuentas públicas se debió fundamentalmente a la adopción por parte del gobierno de medidas discrecionales de política fiscal, que dieron lugar en 2009 a un déficit del 11'2% del PIB, del cual es estructural aproximadamente el 6%. La fuerte contracción económica supuso un déficit adicional acumulado de unos cinco puntos porcentuales del PIB entre 2007 y 2009:

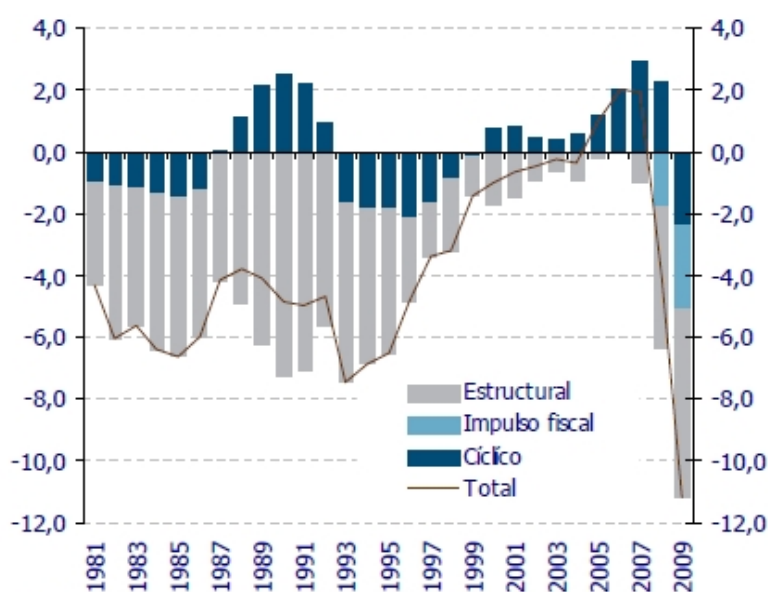


Gráfico 7: Saldo presupuestario (en % del PIB)

Fuente: Servicio de Estudios Económicos de BBVA a partir de MEH e INE.

Como consecuencia de todo ello, se produjo un fuerte incremento en el nivel de deuda pública, que ha llegado a alcanzar en 2011 el 68,5% del PIB, casi el doble que la deuda pública existente en 2007, que era del 36,2%:

<sup>21</sup> Especialmente, las prestaciones por desempleo, que sólo en 2009 se incrementaron en dos puntos porcentuales.

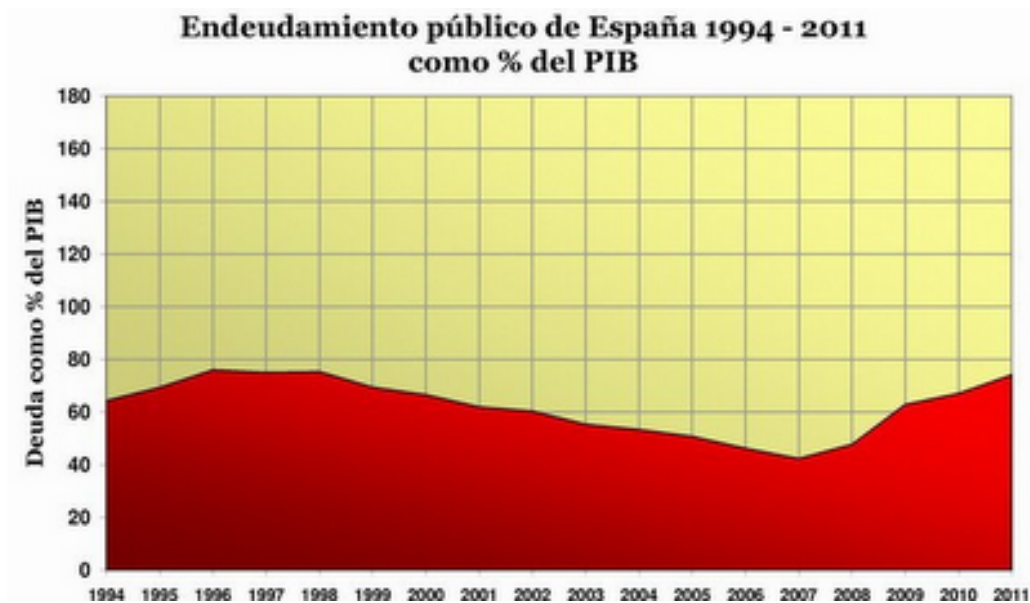


Gráfico 8: Deuda de las AA.PP. (en % del PIB)

Fuente: OECD, FMI y Banco Mundial.

A pesar de que el crecimiento de la deuda pública en España fue muy superior en términos porcentuales al producido en la Unión Europea, está todavía veinte puntos porcentuales por debajo de la cifra de déficit público del 87,4% del PIB para el conjunto de la UE a finales de 2011:

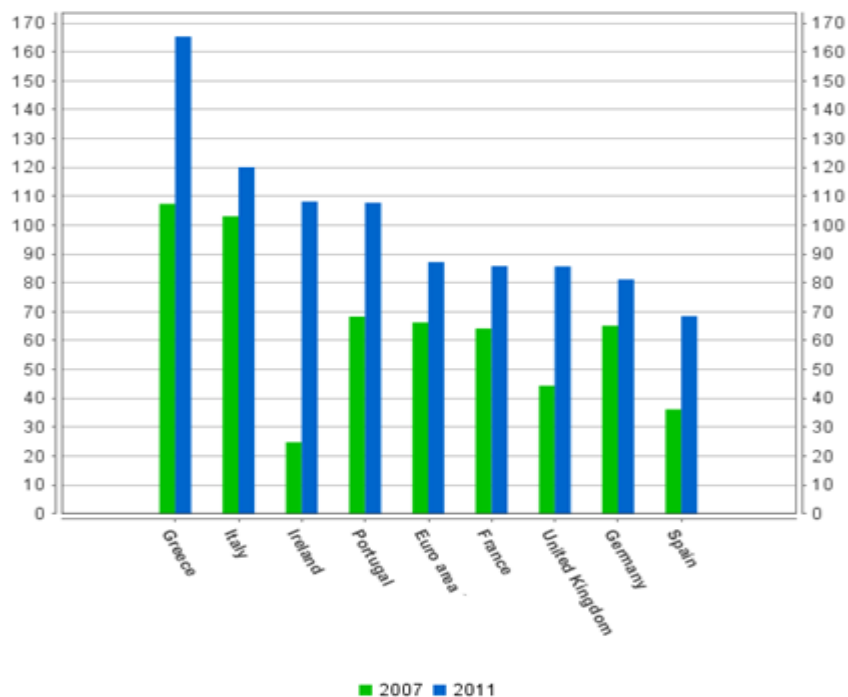


Gráfico 9: Deuda pública. (en % del PIB)

Fuente: Eurostat.

El fuerte incremento del déficit público unido al crecimiento sostenido de la deuda pública, en un entorno de gran incertidumbre por los problemas de credibilidad de los denominados países periféricos (especialmente Grecia, pero también Irlanda y Portugal), puso en cuestión la solvencia de las Administraciones Públicas de la Unión Europea, especialmente en el caso de aquellos países con expectativas de déficit superiores:

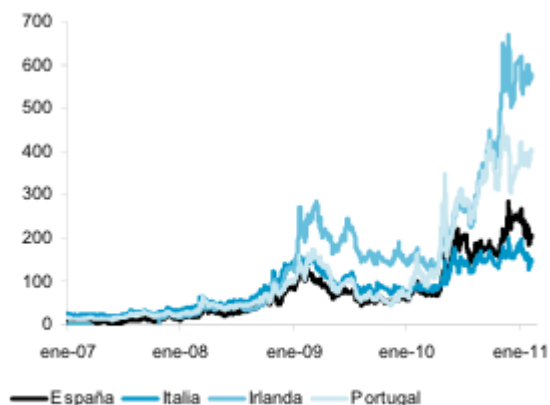


Gráfico 10: Spreads soberanos: bono a 10 años  
Fuente: Bloomberg

Para solucionar este grave problema, los diferentes estados miembros de la UE adoptaron diferentes Programas de Estabilidad para corregir estos excesivos déficits a medio plazo, siguiendo las recomendaciones de la Comisión Europea:

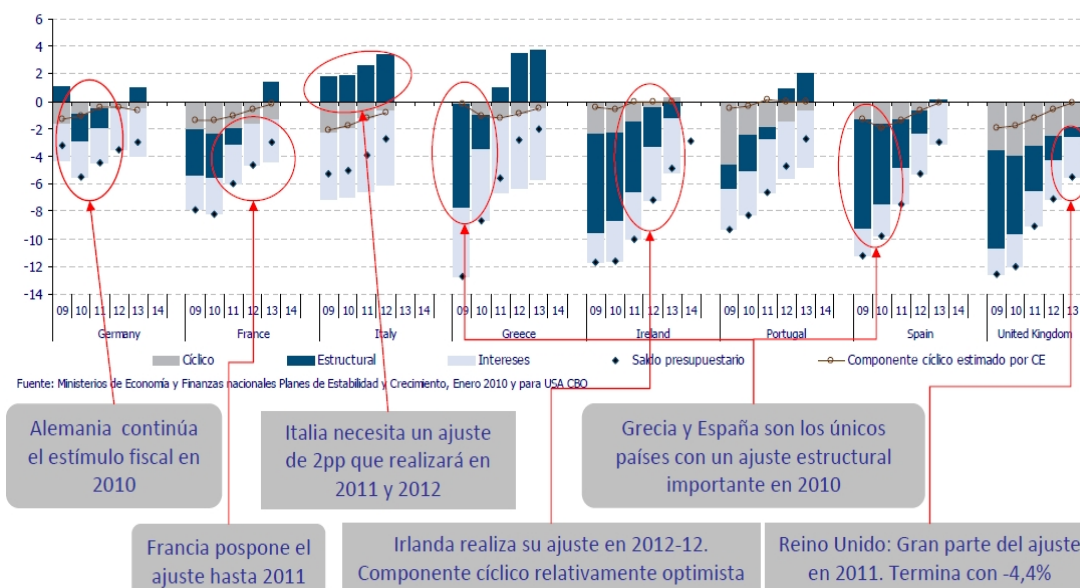


Gráfico 11: Planes de consolidación presentados a la UE.

Fuente: Ministerios de Economía y Finanzas nacionales, Planes de Estabilidad y Crecimiento, Enero 2010, y para EE.UU. CBO.



El esfuerzo de consolidación fiscal que afrontaron los diferentes países de la UE es cuantitativamente similar, aunque con el hándicap de afrontarlo con un nivel de deuda pública muy superior al de España:

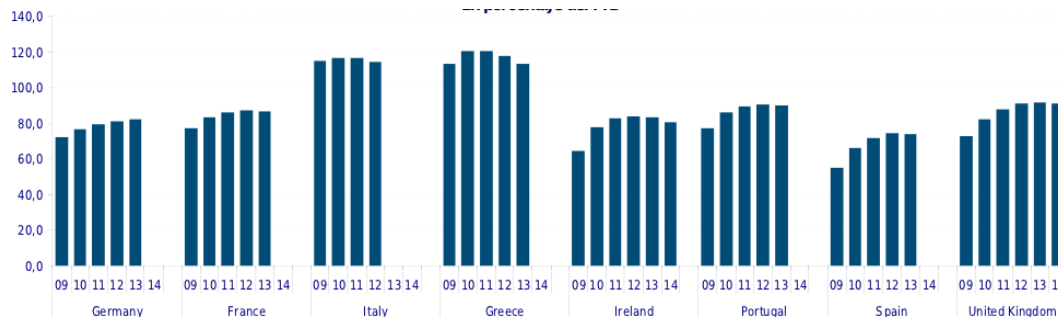


Gráfico 12: Deuda pública. Planes de Estabilidad presentados ante la UE. (en % del PIB)  
Fuente: Ministerios de Economía y Finanzas nacionales, Planes de Estabilidad y Crecimiento, Enero 2010.

Por sí sola, la recuperación económica no será suficiente para que España alcance el objetivo de déficit público del 3% a medio plazo, y por tanto, será necesario hacer un importante esfuerzo de reducción del gasto corriente<sup>22</sup>, dándole prioridad frente a otro tipo de medidas que pueden provocar importantes distorsiones, como el aumento de los impuestos<sup>23</sup>:

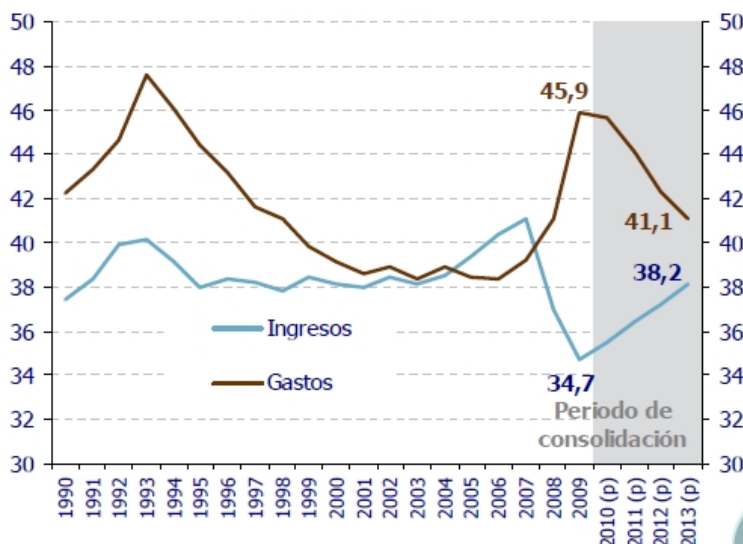


Gráfico 13: Ingresos y Gastos no financieros de las AA.PP. (en % del PIB)  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA a partir de MEH e INE

<sup>22</sup> Alesina y Perotti, 1997, von Hagen, Hughes-Hallet y Strauch, 2001.

<sup>23</sup> Bosca, Doménech y Ferri, 2009, Coenen, McAdam y Straub, 2008.

Para poder alcanzar el objetivo fijado en 2013, habría que reducir el déficit estructural a un ritmo medio de 1'5 puntos porcentuales anualmente, hasta alcanzar el 1% que existía en 2007, antes del inicio de la crisis:

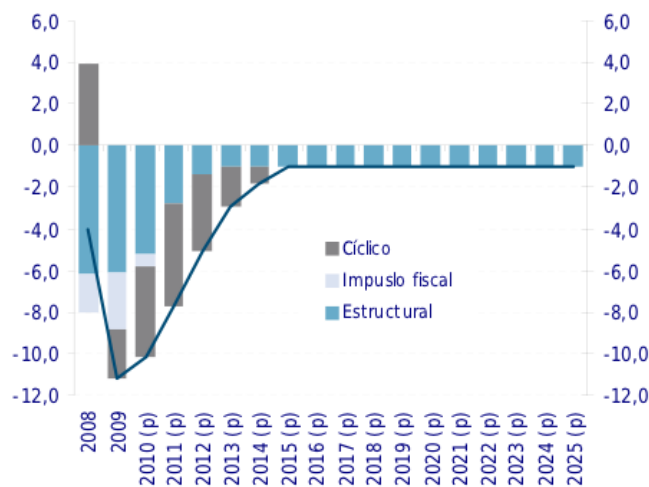


Gráfico 14: Saldo presupuestario. (en % del PIB)  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA.

Una vez alcanzado el objetivo del déficit estructural de un 1%, la deuda pública se situaría en niveles inferiores al 60% siempre que este déficit se mantuviera constante a lo largo del ciclo económico, lo cual dejaría margen más que suficiente para afrontar el reto fiscal que supone el envejecimiento de la población:

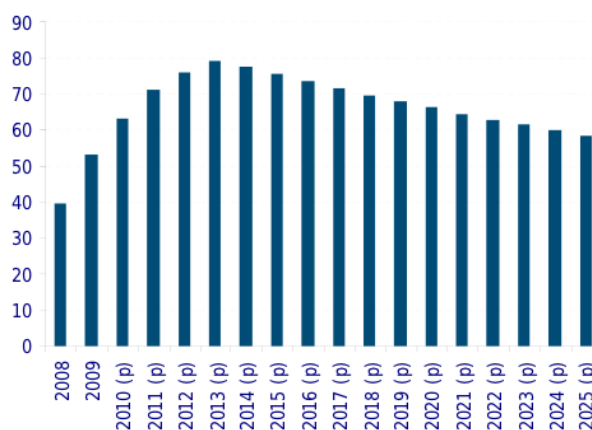


Gráfico 15: Deuda pública en el largo plazo para un saldo estructural del -1%. (en % del PIB)  
Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA.

El ajuste necesario para alcanzar el citado déficit público del 3% en 2013 será de 8'4 puntos porcentuales del PIB. Si descontamos 2'7 puntos porcentuales por el efecto estimado de la recuperación económica, el ajuste pendiente sería de 5'7 puntos, de los cuales 5'2 puntos corresponderían al Estado.

Para la consecución del déficit público del 3% en 2013, el gobierno aprobó en su momento una actualización del Programa de Estabilidad 2009-2013, el denominado Programa de Consolidación para la Administración General del Estado, que incluía:

- Un Plan de Acción Inmediata, que fijaba como objetivo la reducción del gasto público un 0'5% del PIB en los Presupuestos Generales de 2010.
- Un Plan de Austeridad para el período 2011-2013, que establecía un recorte generalizado del gasto público en 2'6 puntos porcentuales del PIB, incluyendo los gastos de personal (que disminuirán 0'3 puntos porcentuales).

Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación en % del PIB

	2009	2010	2011	2012	2013
Administración Central	-9,5	-6,2	-2,5	-3,8	-1,9
Seguridad Social	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2
Comunidades Autónomas	-2,2	-3,2	-4,2	-1,5	-1,1
Entidades Locales	-0,5	-0,7	-1,0	-0,3	-0,2
<b>Total Administraciones públicas</b>	<b>-11,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>-7,5</b>	<b>-5,4</b>	<b>-3,0</b>

AGE: Ajuste del 5,2%

	% PIB
<b>Mayores ingresos</b>	<b>1,1</b>
Medidas tributarias incluidas en los PGE 2010	1,0
Acción antifraude	0,1
<b>Menor gastos</b>	<b>4,1</b>
Presupuesto 2010	0,8
Plan de acción inmediata	0,5
Plan de austeridad	2,6
Gasto financiero con efecto en déficit	0,2
<b>Ajuste total</b>	<b>5,2</b>

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA.

En caso de haberse llevado a cabo con éxito las medidas propuestas para reducir el gasto de personal en todas las Administraciones Públicas, el coste de personal hubiera disminuido en casi dos puntos porcentuales hasta situarse en aproximadamente el 10% del PIB al final del período de consolidación:

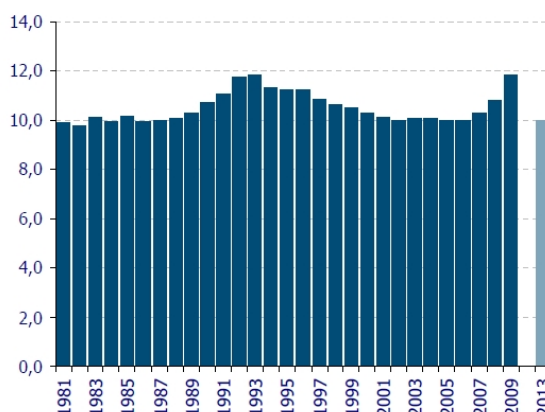


Gráfico 16: Remuneración de asalariados. (en % del PIB)

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA a partir de MEH.

Por otro lado, una de las reformas presupuestarias de mayor calado es la que afecta al actual sistema de pensiones. Hasta ahora, la masiva llegada de inmigrantes y el aumento de la tasa de ocupación, había retrasado la entrada en déficit del sistema de pensiones. Sin embargo, es probable que en la próxima década, con el envejecimiento de la población y el desequilibrio actuarial entre cotizaciones y prestaciones, empiecen a producirse fuertes desequilibrios:

	2000	2005	2010	2025	2040	2050	2060
Herce y Pérez Díaz <i>et al</i> (1995)	-0,62	-0,77	-0,99	-1,51	-	-	-
Piñera y Weinstein (1996)	-0,42	-0,75	-1,42	-4,01	-	-	-
Herce <i>et al</i> (1996)	-1,37	-1,80	-2,15	-3,01	-5,85	-5,96	-
Herce y Alonso (2000)	0,16	0,03	0,46	-1,47	-5,32	-6,15	-
Alonso y Herce (2003)	-	0,89	1,21	-0,92	-5,39	-6,77	-
Comisión Europea (2006)	-	1,1	0,8	-0,7	-5,5	-6	-
Balmaseda <i>et al</i> (2006)	0,2	0,4	0,1	-2,6	-7,9	-10,4	-9,6 <sup>a</sup>
Doménech y Melguizo (2008)	0,5	1,1	1,3	-0,4	-4,7	-7	-6,1
Comisión Europea (2009)	-	-	1,1 <sup>a</sup>	-1,3 <sup>b</sup>	-3,7	-6	-5,6
UNESPA (2009)	-	-	0,38	-0,38	-4,50	-6,50	-5,72 <sup>a</sup>

Fuente: Elaboración propia.

Notas:  
 BAL *et al* (2006): Escenario demográfico 1 (Gráfico 2); a) año 2059.  
 D y M (2008): Escenario Base; (supuesto de Cotizaciones/PIB 8,5%).  
 CE (2009): Escenario Base; a) año 2007; b) año 2030. (supuesto de Cotizaciones/PIB 9,5%).  
 UNESPA(2009): a) año 2059.

Cuadro 6: Proyecciones del Saldo de la Seguridad Social. (en % del PIB).

Fuente: Servicio de Estudios Económicos BBVA.

Entre las medidas adoptadas por el anterior gobierno para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones, se encuentran las siguientes:

- Retrasar progresivamente la edad oficial de jubilación hasta los 67 años.
- Aumentar el número de años para el cálculo de la base reguladora.
- Eliminar la elección de las bases de cotización.
- Cumplimiento efectivo de los periodos de cotización.

Aunque las medidas adoptadas van en la buena dirección para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones, necesitan ser concretadas para poder evaluar posteriormente su impacto sobre las cuentas públicas. No obstante, hay que tener en cuenta que en ausencia de

inmigración, el problema demográfico sería tan importante que todas las medidas adoptadas hasta ahora no serían suficientes para garantizar la sostenibilidad del sistema más allá del año 2025<sup>24</sup>.

Resumiendo, el proceso de consolidación fiscal se centró en el período de referencia más en el recorte del gasto público que en el aumento de los impuestos. Dentro de estas medidas, es necesario destacar aquéllas destinadas a asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones y las indicadas en el Programa de Estabilidad presentado a la Comisión Europea. No obstante, es importante actuar con rapidez en la implementación de las medidas y concretar los detalles de las reformas pendientes por parte de todas las Administraciones Públicas, especialmente en lo referente al establecimiento de techos de gasto.

Este proceso se ha visto acelerado en la segunda mitad de 2010 y principio de 2011 como consecuencia del aumento de las tensiones financieras internacionales, que han dado lugar al establecimiento de nuevas medidas de tipo discrecional y al establecimiento de un calendario de reformas estructurales para corregir los fuertes desequilibrios económicos acumulados en España antes y durante la crisis.

#### 4.2 ENDEUDAMIENTO PRIVADO Y PÚBLICO: CAUSAS Y CONSECUENCIAS.

##### A. SITUACIÓN INTERNACIONAL Y EUROPEA.

En las dos últimas décadas, en numerosos países ha aumentado de forma considerable el endeudamiento, tanto en términos absolutos como relativos en relación a la renta disponible. Este hecho tiene importantes consecuencias a nivel macroeconómico y financiero que estudiaremos en el presente epígrafe.

En el gráfico 17 podemos apreciar el rápido crecimiento del endeudamiento de los hogares de distintos países y zonas económicas desde mediados de los 90. Entre 1996 y 2007, el ratio de deuda en relación a la renta disponible creció considerablemente, alcanzando niveles récord. Conocer los determinantes de este extraordinario crecimiento de la deuda es de vital importancia, puesto que tanto la estabilidad del sistema financiero como la del euro pueden verse afectadas por la fragilidad financiera de los hogares.

---

<sup>24</sup> Jiménez-Ridruejo, Z. y otros (2009a) y (2009b)

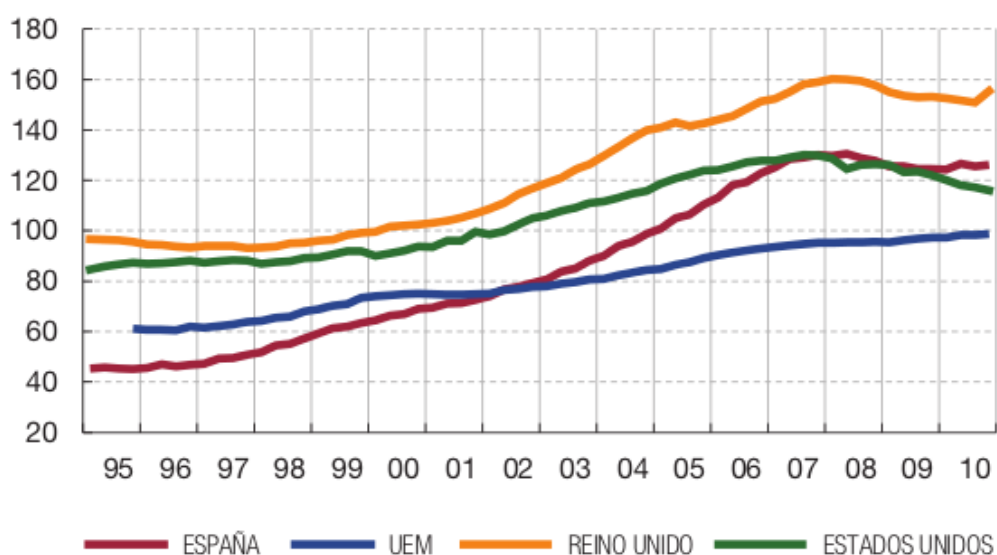


Gráfico 17. Ratio de Endeudamiento de los Hogares (% de la RBD).

Fuente: Banco de España.

Según algunos autores, el origen de este aumento en los niveles de endeudamiento está relacionado con la desregulación de los mercados financieros acontecida en muchos países a inicios de los 80. Este proceso de desregulación unido en el caso de algunos países a la creación de la UEM y a los descensos sostenidos de los tipos de interés impulsaron la competencia en el sector financiero, contribuyendo a una mayor eficiencia de las instituciones de crédito.

Por otro lado, el impresionante desarrollo de las nuevas tecnologías de la información ha supuesto un cambio drástico en el sector financiero, reduciendo de forma drástica los elevados costes de intermediación financiera, especialmente los asociados a los préstamos hipotecarios. La reducción de estos costes, intrínsecamente relacionados con los costes de información, ha supuesto importantes economías de escala, impulsadas también por el proceso de consolidación del sector (LaCour-Little, 1999).

En definitiva, por el lado de la oferta se crearon en el mercado financiero las condiciones necesarias para una mayor disponibilidad del crédito gracias a la introducción y extensión de nuevos productos financieros (como por ejemplo, las cédulas hipotecarias). En consecuencia, las restricciones al crédito se relajaron favoreciendo un mayor endeudamiento asociado en muchas ocasiones a un mayor nivel de riesgo.

No obstante, existen otros factores además de las innovaciones en el mercado crediticio que pueden haber influido también en el aumento de los ratios de endeudamiento, como los cambios en la aversión al riesgo debidos a incrementos en la renta real o a modificaciones en la distribución de la renta, o los cambios en las consecuencias asociadas al impago, como la protección al quebrado.

En el corto plazo, la política de bajos tipos de interés aplicada en los últimos años puede haber contribuido también a un mayor endeudamiento de los hogares. Por otro lado, los bajos tipos de interés pueden haber propiciado la búsqueda de fuentes alternativas de rentabilidad a través de nuevos productos como los derivados o las titulizaciones hipotecarias. Dado el grado de complejidad de estos nuevos productos financieros, es posible que no se valorara de forma adecuada el riesgo subyacente a este tipo de activos, lo cual implicaría la asunción de un riesgo por encima del esperado, con consecuencias nefastas para la estabilidad del sistema financiero y para el bienestar futuro al materializarse dicho riesgo.

En los últimos años el aumento del nivel de endeudamiento de los hogares se debió principalmente al crecimiento de los préstamos hipotecarios más que al aumento de los créditos al consumo. Como resultado, en las carteras de las entidades financieras aumentó la proporción de préstamos para la adquisición de viviendas en relación al total de préstamos a los hogares.

Sin embargo, la situación ha sido considerablemente diferente en los distintos países de la zona euro. Así, en países como en Holanda, el ratio de endeudamiento de los hogares ha superado el 100%, mientras que en otros como Italia, no ha llegado a alcanzar el 40%. Al mismo tiempo, la proporción de préstamos hipotecarios en ambos países ha diferido considerablemente, abarcando desde el 50% de Italia al 88% de Holanda. De ello se desprende que las diferencias entre países se explican principalmente por factores nacionales específicos, que pueden estar relacionados tanto con las distintas regulaciones de los mercados hipotecarios y de la vivienda, como con las diferencias en las preferencias de los hogares.

En un contexto tan competitivo en el sector financiero como el actual, se produjo una relajación de los estándares crediticios al comienzo de la fase alcista y en consecuencia un exceso de crédito, debido tanto al bajo nivel de morosidad existente, como a la creencia de que el valor de los activos garantía de los préstamos no pararía de crecer. Las repercusiones de la baja calidad de los préstamos concedidos no se ha hecho efectiva hasta la aparición, con un desfase de varios años, de los problemas de morosidad derivados de un empeoramiento de la situación económica.

Las provisiones creadas por las entidades financieras para afrontar posibles impagos tienen un comportamiento procíclico, ya que están ligadas al volumen de activos con problemas en cada momento. Al aumentar los problemas de morosidad, la conexión con la inestabilidad económica general surge por las imperfecciones del mercado en términos de externalidades y riesgo de contagio. Este riesgo sistémico tiene importantes costes macroeconómicos al acentuar los tradicionales ciclos económicos.

## B. EL CASO ESPAÑOL.

En lo que se refiere a España, el conjunto de deuda de las Administraciones Públicas (nacionales, autonómicas y locales) en relación al PIB alcanzó el 66% a finales de 2010. Sin

embargo, el nivel de endeudamiento del sector privado alcanzó en esa misma fecha el 339%, es decir, una cifra seis veces superior a la deuda pública. Del total de deuda acumulada por el sector privado, el 89% correspondió a los hogares, el 107% a las entidades financieras, y el 143% restante a las empresas.

Además, en estos últimos años se ha producido un crecimiento vertiginoso del déficit público, que en 2011 se sitúa en el 8,9% como resultado de la fuerte caída de los ingresos fiscales (acentuada por el desplome del sector de la construcción), el importante aumento del gasto social (principalmente por el aumento de las prestaciones de desempleo debidas al fuerte aumento del paro), y las políticas de estímulo fiscal aprobadas por el Gobierno para reactivar la actividad económica ante el retraimiento de la iniciativa privada.

Aunque es preocupante el aumento sostenido que está experimentando la deuda pública, lo es todavía más el elevadísimo grado de endeudamiento privado generado durante el largo período de expansión económica (1996-2007). Si bien el grado de endeudamiento público ha superado el límite establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, fijado en el 60% del PIB, hace apenas unos años las estadísticas revelaban que de los 27 países de la Unión Europea, había 13 con más deuda pública que España. De hecho, la deuda de las Administraciones Públicas españolas era sensiblemente inferior a la media de la Unión Europea y al conjunto de países de la zona euro.

Por ello, aunque el nivel de endeudamiento público es todavía aceptable en términos relativos, no lo es el del sector privado, puesto que tanto los hogares como las empresas y los bancos presentan un elevado grado de apalancamiento. Este altísimo nivel de endeudamiento privado tiene efectos inducidos, puesto que hasta que no se reduzca de forma notable, es difícil que repunte la iniciativa privada y que el sector financiero vuelva a conceder créditos con la intensidad que se espera de él.

El problema puede verse agravado por el empeoramiento de la actividad económica como consecuencia de las políticas fiscales de ajuste tomadas por los Estados para reducir su nivel de deuda, ya que en el contexto actual el sector privado tampoco puede retomar la iniciativa. Así, resultará cada vez más difícil mejorar el ratio de endeudamiento en relación al PIB si este último se contrae de forma considerable. De hecho, la economía española podría estar creciendo a una tasa muy superior a la actual con un ritmo incluso capaz de generar empleo de no ser por el elevado endeudamiento acumulado por el sector privado en época de bonanza. La pesada carga de la deuda unida a la restricción del crédito bancario por miedo a mayores tasas de morosidad y a la retirada de la financiación del exterior por la falta de confianza de los mercados, impide el despegue de la demanda interna vía consumo e inversión.

Los hogares y las empresas empezaron hace tiempo a reducir su exposición al crédito, mientras que los Estados, que inicialmente habían asumido el papel de intentar reactivar la economía, se han visto obligados finalmente a adoptar fortísimas medidas de ajuste para reducir



su propio nivel de endeudamiento ante la posible insostenibilidad de la deuda a largo plazo y el propio desprestigio del euro.

En estas circunstancias, los recortes en gasto e inversión del sector público unidos a la incapacidad del sector privado para tirar de la economía por su aún excesiva carga financiera y los elevados riesgos ya asumidos, han supuesto que la única opción en la actualidad de estimular la actividad económica y reducir así el peso del endeudamiento sea a través de las exportaciones, lo cual fue en un principio muy relevante en el caso español. Sin embargo, para que España pueda hacerlo con el mismo ímpetu que Alemania, sería necesaria una mejora de la competitividad. Y como en la actualidad ya no es posible devaluar la moneda nacional, son necesarias reformas estructurales que muchos ciudadanos consideran como una amenaza por el recorte de derechos laborales y sociales.

Los ajustes fiscales llevados a cabo por los diferentes países de la zona euro, son especialmente severos en el caso de nuestro país, puesto que si bien el Estado español redujo de forma considerable y progresiva su déficit durante la larga etapa de expansión de los últimos quince años (la de mayor y constante crecimiento que haya conocido Europa desde los años 60) hasta llegar incluso a tener tres años consecutivos de superávit (en 2005, 2006 y 2007), la deuda privada no dejó de crecer durante toda esta época de prosperidad.

Entre las causas de este elevado endeudamiento privado en España, podemos citar las siguientes:

1. Razones culturales, como la existencia en nuestro país de una mayor propensión al consumo que al ahorro, a diferencia de lo que ocurre en otras naciones más austeras (como por ejemplo, Alemania).
2. Razones económicas, como:
  - Los bajos tipos de interés de la Eurozona, que combinados con una inflación española superior a la media de la Unión Europea, supusieron en la práctica incluso tipos de interés reales negativos durante algún tiempo.
  - Una errónea percepción del riesgo, fruto de euforia inversora consecuencia de la espiral de revalorización de los activos (fundamentalmente, en la construcción), unida a la política de dinero barato, que originó finalmente la burbuja inmobiliaria española<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Las entidades financieras contribuyeron también a esta situación porque el estrechamiento de márgenes debido al aumento de la competencia propició la aprobación de numerosas operaciones para sostener los beneficios, asumiendo que en caso de impago, la revalorización de los activos que servían de garantía de los préstamos serviría para cubrir los riesgos asumidos.

- Las políticas fiscales expansivas aplicadas y la rápida y fácil creación de empleo en sectores con poco valor añadido como la construcción o el turismo, que contribuyeron a generar una falsa sensación de riqueza.

Como consecuencia de todos estos factores, el enorme grado de endeudamiento privado fruto de la falsa percepción que condujo a una parte de los hogares españoles a vivir por encima de sus posibilidades, supone en la actualidad una pesada carga para la recuperación de la demanda interna y de la economía española en general. Por otro lado, si bien los datos de déficit o deuda pública españoles (incluso de deuda total) no son todavía dramáticos y resisten la comparación con otros países, la singularidad del caso español reside en que la mayor parte de la carga de la deuda recae sobre una estructura productiva que en la actualidad está sujeta a un proceso de revisión que requiere de importantes reformas estructurales.

Un rasgo diferencial de la actual crisis en el caso español es el elevado grado de endeudamiento exterior, es decir, el volumen de dinero que los agentes públicos y privados españoles deben al resto del mundo y a los mercados financieros internacionales. Así, mientras que países como Japón o Bélgica, con niveles de deuda pública muy superiores a España, apenas han sufrido el acoso de los mercados porque la mayor parte de sus títulos de deuda se encuentran en manos nacionales y su financiación no depende por tanto de prestamistas internacionales, en el caso de España la deuda exterior (en su mayor parte, privada) equivale al 170% del PIB. Esta situación se originó porque durante los años de prosperidad, nuestro país importó casi dos tercios de los recursos financieros que demandaban los hogares y las empresas para consumir e invertir, mientras que el ahorro nacional sólo era capaz de financiar el tercio restante.

Esta escasez de ahorro interno ha supuesto que más de la mitad de los títulos de deuda españoles se encuentre en manos de inversores extranjeros, que como cualesquiera otros prestamistas, imponen sus condiciones a los prestatarios si éstos han acumulado deudas por encima de sus posibilidades de pago presentes o futuras. Mientras la economía creció, el abundante crédito exterior sirvió para financiar el crecimiento y refinanciar las deudas. Sin embargo, la crisis internacional hizo que los mercados financieros empezaran a temer por la capacidad de pago de algunos países (como por ejemplo, Grecia) y este hecho se tradujo en un endurecimiento de las condiciones para aquellos países más dependientes de la financiación exterior, como España.

La diferencia entre unos y otros países se encuentra tanto en el grado de endeudamiento privado como en el nivel de dependencia exterior en que haya incurrido ese país para financiarse, que determinan su capacidad para crecer, y por tanto, para generar ingresos fiscales para el Estado y para reducir su gasto en desempleo. También hay que tener en cuenta que los países más castigados por los mercados financieros son aquellos que tienen un mayor fraude fiscal. En el caso de España, FUNCAS ha cuantificado recientemente la economía sumergida española en aproximadamente el 21,5% del PIB.

Todo este conjunto de factores ha llevado a los mercados financieros a imponer a países como España durísimos ajustes fiscales con importantes recortes de gasto público, mientras las entidades financieras continuaban cerradas a la demanda privada de crédito. En definitiva, los fuertes ajustes fiscales, la elevada deuda privada y el estallido de la burbuja inmobiliaria, están motivando que España esté creciendo a un ritmo mucho menor que otros países de la Eurozona. Este menor crecimiento del PIB genera un círculo vicioso, al dificultar la reducción de la deuda pública. Por ello, algunos autores como José Viñals, Director de Asuntos Monetarios y Mercados de Capitales del FMI, afirman que la única solución para países como España es el “desendeudamiento ordenado” de hogares,

#### 4.3 LAS ALTERNATIVAS FISCALES A CORTO Y MEDIO PLAZO.

##### A. SITUACIÓN DE PARTIDA.

La actualización del programa de estabilidad del actual gobierno para el período 2012-2015, ajustándose a los protocolos establecidos por la Unión Europea, es un intento por diseñar una estrategia de política económica que, a partir del diagnóstico de los desequilibrios de partida de la economía española, sirva para definir un conjunto de medidas necesarias con un calendario previsto de aplicación para corregirlos.

Estos desequilibrios, que se retroalimentan entre sí, se centran en tres ámbitos: desequilibrios financieros, crecimiento negativo y destrucción de empleo:

1. Desequilibrios financieros. En lo que respecta al déficit público, en el año 2011 alcanzó una cifra del 8,9% del PIB, frente al objetivo previsto del 5,8%, lo cual ha generado ciertas dudas sobre el proceso de consolidación fiscal llevado a cabo hasta el momento. Además, la deuda pública, aunque actualmente se encuentra por debajo de la media de la Unión Europea, presenta una evolución negativa preocupante en los últimos cuatro años, habiendo evolucionado desde el 36,3% del PIB en 2007 hasta el 79,8% previsto para el 2012. Por otro lado, el endeudamiento privado ha alcanzado niveles muy elevados (en su mayor parte dependiente de fuentes externas) como consecuencia del fuerte crecimiento del crédito hasta 2008, asociado principalmente a la burbuja inmobiliaria, llegando en 2011 a una cifra del 165% del PIB.

2. Crecimiento negativo. Tras la crisis de 2008, España tan sólo ha vivido un breve (y débil) período de expansión hasta mediados de 2011, para a continuación volver a entrar en recesión. Este crecimiento negativo se explica tanto por el agotamiento del impulso fiscal previo como por la contracción del crédito, y se manifiesta por deterioros sensibles de la formación bruta de capital y por el descenso del ritmo de crecimiento del consumo privado.

3. Destrucción de empleo. En los últimos años, y como consecuencia de los anteriores factores, España ha registrado un fortísimo crecimiento del desempleo, pasando de una tasa de paro del 8% en 2007 a un 22,85% en 2011, según datos de la Encuesta de Población Activa.

Es evidente la interrelación entre estos desequilibrios, pues el alto déficit público implica un elevado ritmo de crecimiento de la deuda pública, que merma la confianza de los inversores y exige su rápida corrección, repercutiendo negativamente en el crecimiento económico y en la consecuente destrucción de desempleo a corto plazo.

A pesar de la existencia de estos desequilibrios, existen otras magnitudes macroeconómicas que presentan por el contrario una evolución positiva:

1. El déficit por cuenta corriente. La previsión de un déficit por cuenta corriente del 1,4% del PIB en 2012 contrasta con el déficit del 10% en 2007, que evidenciaba los límites de la anterior fase expansiva. Esta mejora de la balanza corriente, que según las estimaciones entrará en superávit en 2013, se explica por la mejora en el comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios como consecuencia de la mejora de la competitividad de las empresas españolas.

2. La inflación. La actual inflación, en torno a un 2% en tasa interanual, refleja una significativa moderación en los precios, representando un diferencial a favor de España respecto a la zona euro.

3. La productividad. Como resultado del descenso del empleo, se está produciendo un importante crecimiento de la productividad que contribuye a aumentar la competitividad de la economía española.

No obstante, los problemas para corregir los desequilibrios anteriormente mencionados inciden negativamente tanto sobre las perspectivas de la economía española como en la confianza de los inversores internacionales, fruto de lo cual, la prima de riesgo de la deuda española se encuentra actualmente en unos niveles demasiado elevados.

## B. LA ESTRATEGIA FISCAL DEL GOBIERNO.

Teniendo en cuenta la existencia de los citados desequilibrios, el Gobierno español ha diseñado una estrategia de política económica orientada a medio y largo plazo para tratar de restablecer la confianza en la economía española y sentar las bases para un crecimiento económico sostenido y una fuerte reducción del desempleo. Dado que algunas de las variables que presentan desequilibrios (como el nivel de deuda pública) son variables stock acumuladas

durante varios años, el objetivo no es su inmediata corrección a corto plazo, sino situarlas en una senda de paulatina convergencia hacia los objetivos fijados por la Unión Europea.

Si bien el nivel de endeudamiento privado ya está registrando una fuerte corrección, es necesario del mismo modo reducir la tendencia actual de crecimiento de la deuda pública. Por ello, el objetivo prioritario del gobierno español es el saneamiento de las cuentas públicas tratando de corregir lo más rápido posible los desequilibrios presupuestarios de las distintas Administraciones Públicas. El objetivo del gobierno es reducir progresivamente el déficit público hasta alcanzar el déficit cero en 2016, generándose a partir de 2013 superávits primarios que frenen la tendencia al alza del nivel de deuda pública hasta que ésta alcance el 80,8% del PIB en 2015.

No obstante, el fuerte ajuste presupuestario y las reformas estructurales que se van a adoptar tendrán un importante impacto negativo sobre el crecimiento económico con un retroceso estimado del 1,7% del PIB en 2012, que se espera compensar con una mayor confianza empresarial y de los inversores, que permita retomar la senda positiva del crecimiento a partir de 2013 hasta llegar a una cifra positiva del 1,8% del PIB en 2015.

La estrategia fiscal adoptada por el gobierno español se centra en un conjunto de medidas que tendrán incidencia a corto, medio y largo plazo. A grandes rasgos, son las siguientes:

- Reformas institucionales que garanticen la transparencia de las cuentas públicas de las distintas Administraciones Públicas (especialmente las de las Comunidades Autónomas, que son las que mayor desviación presentaron respecto a los objetivos previstos en 2011) con el fin de asegurar un mayor control y una capacidad de corrección más temprana. Dentro de este conjunto de medidas, destaca la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, que fija objetivos en términos de déficit y deuda para todas las Administraciones<sup>26</sup>, estableciendo mecanismos de control y transparencia para asegurar el cumplimiento de los objetivos<sup>27</sup>.
- Medidas de apoyo financiero a las Comunidades Autónomas condicionadas a la adopción de medidas de reducción del déficit, como el Fondo de Financiación del Pago a Proveedores o la creación de una línea ICO que permita la financiación de los vencimientos de mercados de capitales.
- Racionalización de las Administraciones Públicas y de sus organismos dependientes, así como del sector público empresarial, eliminando duplicidades entre Administraciones y racionalizando el número y competencias de las Entidades Locales.

---

<sup>26</sup> Se limita al 60% del PIB el volumen de deuda pública y se introduce la regla de gasto comunitaria, según la cual la variación del gasto de las AA.PP. no podrá superar la tasa de referencia del PIB a medio plazo del a economía española.

<sup>27</sup> En última instancia, es posible incluso la intervención de una Administración Territorial para imponer la ejecución forzosa de medidas correctoras.

- Reformas que tienden a repercutir en el usuario parte del coste del servicio público, como las reformas en sanidad y educación, y la próxima reforma del sector energético.
- Medidas para mejorar la eficiencia en la gestión de los recursos públicos disminuyendo los costes operativos, como la contratación conjunta de servicios.
- Medidas de recorte del gasto público y de subidas de impuestos, que tienen un impacto directo y significativo en la reducción de los desequilibrios de las cuentas públicas. Se reduce el gasto corriente, se eliminan distorsiones impositivas y se introducen mecanismos de lucha contra el fraude fiscal, incrementándose asimismo la imposición indirecta sobre los productos con demanda más inelástica.

### C. LAS REFORMAS ESTRUCTURALES.

Acompañando a las medidas mencionadas en el epígrafe anterior, el gobierno va a introducir un importante conjunto de reformas estructurales que se recogen en el Programa Nacional de Reformas (PNR), y que tienen por objeto incidir de forma positiva en la capacidad de crecimiento de la economía a medio plazo de la economía.

Se trata de un conjunto de reformas por el lado de la oferta cuya objetivo es mejorar el funcionamiento de la economía contribuyendo así a aumentar el crecimiento potencial, incidiendo positivamente sobre la producción y el empleo a medio plazo. Estas reformas servirán para corregir problemas estructurales tanto en los mercados de factores como en los de bienes y servicios. Algunas de ellas han sido recientemente adoptadas, como la del sistema financiero o la del mercado de trabajo, quedando pendientes otras como la energética, la del transporte, la distribución minorista o los alquileres.

El crecimiento de la economía española a medio plazo estará condicionado por los siguientes factores:

1. La progresiva reducción del endeudamiento privado. Aunque en términos de PIB, se observa una reducción del endeudamiento privado desde mediados de 2010, la tendencia es desigual entre los distintos agentes económicos: mientras las empresas incrementaron su endeudamiento aproximadamente un 7% entre 2010 y 2011, los hogares lo redujeron ligeramente en el mismo período.
2. La consolidación de las finanzas públicas. En virtud del Procedimiento de Déficit Excesivo al que está sujeto España desde 2009, nuestro país está obligado a alcanzar una cifra de déficit del 3% en 2013. La desviación del objetivo del 6% marcado para 2011 supone la necesidad de efectuar un mayor ajuste que supone la aplicación de una

política fiscal más contractiva en un contexto en el que la economía española muestra una importante brecha cíclica negativa de la producción.

No obstante, el proceso de consolidación fiscal tendrá un efecto positivo, aunque a corto plazo tenga un coste en términos de crecimiento. Esto se manifestará en:

- Una reducción progresiva del nivel de deuda pública a partir de 2014, que contribuirá a una disminución de la deuda con el resto del mundo a medida que la balanza por cuenta corriente empiece a registrar saldos positivos.
- Un efecto renta agregado positivo derivado de la percepción positiva por parte de los ciudadanos del proceso de reducción sostenido de la deuda pública.
- Una mayor predictibilidad de la política fiscal como consecuencia de la aplicación de una regla fiscal simple y transparente como la establecida en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria.

3. Transición al equilibrio en el mercado de la vivienda. A pesar de las importantes caídas interanuales de la demanda de la vivienda producidas en los últimos años, se prevé un ajuste lento del mercado, gracias a la previsible apertura del crédito, vinculada a la reforma del sistema financiero, y al ajuste de los precios reales.

4. La recuperación del entorno internacional. La actual situación de incertidumbre hace difícil prever la evolución del crecimiento de la economía mundial. No obstante, el World Economic Outlook contempla un escenario de moderada recuperación internacional a partir de 2013, a medida que se vayan corrigiendo los principales desequilibrios en las diferentes zonas. Esta situación se traduciría en una mejora significativa de las exportaciones españolas, que se verá favorecida también por la ganancia de competitividad de la economía española durante el período de crisis.

5. Las reformas estructurales. Las reformas estructurales previstas en el Plan Nacional De Reformas suponen un intento de introducir medidas de choque por el lado de la oferta que puedan generar efectos positivos a largo plazo sobre el crecimiento y el empleo. Hasta el momento, las reformas estructurales se centran en dos grandes ejes:

- a) La reforma laboral. Su objetivo es modificar la estructura actual del mercado de trabajo con medidas de calado como la reducción del coste de contratación o la introducción de mayor flexibilidad en la organización interna de la empresa. Con estas medidas se trata de conseguir ganancias en la productividad total de los factores a la vez que suavizar la caída del empleo en futuras recesiones (y potenciar su creación en fases expansivas, una vez cerrada la brecha cíclica).

- b) La reforma financiera. Su objetivo es la disminución del coste de financiación externo a través medidas como la fijación de una regla fiscal para las AA.PP. (introducida en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria) que establece mecanismos de control para impedir desviaciones respecto a la senda prevista de deuda pública respecto al PIB, repercutiendo así de forma positiva en la reducción de la prima de riesgo. La disminución prevista del coste de financiación influirá positivamente sobre el coste del endeudamiento de hogares y empresas, estimulando el consumo, la inversión y el empleo.

El impacto en el tiempo de estas reformas estructurales (junto con otras como el nuevo sistema de pago a proveedores de las Administraciones Territoriales o las orientadas a aumentar la competencia en los mercados de bienes y servicios) es incierto, teniendo en cuenta tanto el "shock" fiscal negativo que las acompaña como el relativamente bajo grado de utilización actual de la capacidad productiva, que puede retrasar las decisiones de inversión. No obstante, las estimaciones del gobierno cifran el impacto de estas reformas estructurales en aproximadamente 3-4 décimas de crecimiento anual del PIB como media desde 2013, a través de su efecto sobre el consumo privado, la formación bruta de capital fijo privada e, indirectamente, las exportaciones, por el mayor crecimiento de la competitividad externa. A su vez, repercuten en el crecimiento del PIB a través de todos sus componentes: productividad total de los factores, capital y trabajo.

#### D. LA ESTRATEGIA FISCAL A LARGO PLAZO.

En lo que respecta a la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo, las últimas estimaciones realizadas por el Grupo de Trabajo de Envejecimiento del Comité de Política Económica y la Comisión Europea prevén un aumento en las partidas de gasto en pensiones, sanidad, cuidados de larga duración, educación y desempleo, de 4 puntos porcentuales del PIB en el período 2010-2060, hasta alcanzar un 27,6 del PIB, en contraposición con anteriores estimaciones, que la cifraban en 8,2 puntos porcentuales.

En el Cuadro 7 se reflejan las previsiones para España para el período 2010-2060 a partir de las proyecciones demográficas elaboradas por Eurostat, partiendo del nuevo escenario macroeconómico surgido como consecuencia de la crisis<sup>28</sup> y de la incorporación del efecto de la reforma del sistema de pensiones.

---

<sup>28</sup> Se asume que la tasa de productividad del trabajo converge al 1,5% y que el crecimiento potencial anual medio es del 1,6% en el período de referencia (2010-2060).



	Incr. 2010- 2060	2007	2009 o último dato <sup>b</sup>	2010	2020	2030	2040	2050	2060
<b>GASTO TOTAL (1-2+3+4+5):</b>	<b>4,0</b>	<b>19,3</b>	<b>22,3</b>	<b>23,6</b>	<b>24,5</b>	<b>23,6</b>	<b>25,3</b>	<b>27,6</b>	<b>27,6</b>
<b>1. Gasto en pensiones</b>	<b>3,6</b>	<b>8,5</b>	<b>9,5</b>	<b>10,1</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>12,3</b>	<b>14,0</b>	<b>13,7</b>
Pensiones de jubilación y jubilación anticipada <sup>a</sup>	4,1	5,6	6,4	6,8	7,5	7,8	9,5	11,1	10,9
Pensiones de incapacidad	-0,1	1,0	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	1,0	1,1
Otras Pensiones (viudedad y a favor de familiares)	-0,3	1,8	2,0	2,1	1,9	1,7	1,7	1,8	1,8
<b>2. Gasto en sanidad</b>	<b>1,3</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>
<b>3. Gasto en cuidados de larga duración</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
<b>4. Gasto en educación</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,7</b>
<b>5. Gasto en desempleo</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Promemoria: Impacto reforma de pensiones</b>									
Gasto en pensiones pre-reforma	6,6	8,5	9,5	10,1	10,9	11,8	14,5	16,8	16,7
Gasto pensiones con factor de sostenibilidad	2,9	8,5	9,5	10,1	10,6	10,6	12,1	13,4	13,0
<b>Promemoria: Hipótesis del ejercicio</b>									
Crecimiento real PIB potencial	1,6*			-0,1	2,4	2,2	1,1	1,2	1,6
Crecimiento de la productividad del trabajo	1,4*			1,6	0,7	1,6	1,6	1,6	1,5
Tasa de actividad hombres (20-64)	-0,9			85,5	85,2	84,7	84,2	84,8	84,6
Tasa de actividad mujeres (20-64)	11,8			69,7	77,4	80,3	81,2	81,5	81,5
Tasa de actividad total (20-64)	5,3			77,7	81,4	82,6	82,7	83,2	83,0
Tasa de paro (20-64)	-12,5			19,5	16,5	8,5	7,4	7,1	7,0
Población mayor de 65/población en edad de trabajar	34,6			26,8	31,5	39,1	50,8	62,0	61,5
Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, OCDE, UOE, ESSPROSS. * Media periodo 2010-2060.									
<sup>a</sup> Incluye pensiones mínimas y pensiones no contributivas									
<sup>b</sup> Para gasto en educación, media 2007-08; para gasto en desempleo, media 2007-09									

Cuadro 7. Proyecciones 2010-2060 del gasto asociado al envejecimiento (% PIB)

Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad, OCDE, UOE, ESSPROSS.

Descomponiendo las partidas de gasto, podemos comprobar cómo el aumento fundamental se debe al gasto en pensiones, que aumenta un 3,6% sobre el PIB en el período de referencia. También el gasto sanitario experimenta un aumento del 1,3%, al igual que los cuidados de larga duración (0,7%). Sin embargo, tanto el gasto en educación como en desempleo se reducirán un 0,5% y un 1,1%, respectivamente.

A continuación analizamos las reformas y medidas fiscales adoptadas en estas materias con el objetivo de garantizar el equilibrio de las finanzas públicas españolas a largo plazo:

1. La reforma del sistema de pensiones. La reforma del sistema público de pensiones, adoptada en agosto de 2011, tiene como objetivo garantizar la sostenibilidad del sistema y la equidad intergeneracional a través de un conjunto de medidas como:

- Elevar dos años la edad legal de jubilación de forma gradual entre 2013 y 2027 hasta los 67 años, premiándose a aquéllos que han cotizado durante más tiempo.

- Incremento de los incentivos para prolongar de forma voluntaria la vida laboral más allá de la edad legal de jubilación.
- Utilización para el cálculo de las bases de cotización de los últimos 25 años previos a la jubilación, frente a los 15 anteriores.

La clave de esta reforma es preservar al sistema ante el aumento previsible de la esperanza de vida, logrando un reparto intergeneracional de su coste. Por ello, se introduce en la reforma un factor de sostenibilidad ligado a la esperanza de vida, mediante la actualización cada 5 años (a partir de 2027) de los parámetros del sistema en función de los cambios en dicha variable.

2. Consolidación de las finanzas públicas y Fondo de Reserva de la Seguridad Social. El proceso de consolidación fiscal acometido, unido a la reforma del sistema de pensiones, permitirá una reducción del gasto público a largo plazo, evitando el inevitable aumento de la presión fiscal que se hubiera producido por el deterioro actual del saldo estructural primario y las peores perspectivas de gasto vinculadas al envejecimiento. Un aspecto destacable son los activos de reserva con los que ya cuenta el sistema de pensiones, obtenidos con los superávits acumulados de la Seguridad Social desde la creación en el año 2000 del Fondo de Reserva de la Seguridad Social.
3. Control del gasto sanitario y farmacéutico. Las medidas de control del gasto sanitario se centran, entre otras, en los siguientes aspectos:
  - Reducción de los costes de personal como consecuencia del recorte medio del 5% de los salarios de los empleados públicos en 2010 y su congelación en 2011 y 2012.
  - Limitación de la reposición de efectivos sanitarios a situaciones de estricta necesidad.
  - Incremento del horario laboral de los funcionarios a 37,5 horas semanales desde 2012.

Por otro lado, la reducción del gasto farmacéutico se trata de conseguir mediante las siguientes vías:

- Incremento significativo en la utilización de medicamentos genéricos, cuyo consumo se ha triplicado desde 2003.
- Reducción de precios y márgenes de distribución de los medicamentos, tras la reforma del sistema de precios de referencia.

- Introducción del pago por receta para jubilados e incremento del porcentaje aplicable para el pago de medicamentos a los trabajadores en función de la renta.
4. Otros pasivos contingentes. Dentro de este apartado, tenemos que mencionar la constitución de avales emitidos por el Estado, entre los cuales destacan los avales relativos al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

#### E. LA LEY ORGÁNICA DE ESTABILIDAD PRESUPUESTARIA Y LA SOSTENIBILIDAD FINANCIERA A LARGO PLAZO.

Hoy en día parece existir cierto consenso sobre los efectos positivos que generan las mejoras de la gobernanza fiscal, entre los cuales podemos citar una menor probabilidad de déficit y de entrar en situación de “default” y la mejora de la credibilidad sobre los objetivos de la política fiscal, lo cual se materializará en una prima de riesgo menor que mejorará las posibilidades de crecimiento de la economía a largo plazo.

Así, Iara y Wolff (2011) concluyen que el marco fiscal es una de las variables explicativas de los diferenciales de tipos de interés, estimando que una mejora de la gobernanza fiscal puede repercutir de forma significativa en la reducción de la prima de riesgo. El FMI llega a similares conclusiones, estableciendo que lo fundamental es que las reglas fiscales fijen objetivos en términos de saldos presupuestarios ajustados por el ciclo (esto es, en términos de saldos estructurales).

Hasta ahora, España se regía por la regla fiscal introducida por la Ley General de Estabilidad Presupuestaria de 2007, en sintonía con las transformaciones experimentadas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2006. En términos generales, esta regla se establecía utilizando como referencia las necesidades de financiación de las AA.PP. en términos nominales, cuyo límite máximo se establecía en función de las circunstancias cíclicas de la economía. Al no fijarse los objetivos en términos estructurales, la sensibilidad del déficit ante oscilaciones cíclicas era mucho mayor, como pudo comprobarse en la reciente crisis de 2008, donde en un corto período de tiempo se produjo un rápido deterioro de las cuentas públicas. Ante la constatación de este hecho, se introdujo la modificación del artículo 135 de la Constitución, en virtud de la cual todas las Administraciones Públicas deberían actuar según el principio de estabilidad presupuestaria, sin que ninguna de ellas pudiera incurrir en déficit estructural.

El desarrollo de este precepto constitucional se ha realizado a través de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, que recoge además las nuevas exigencias del reformado Pacto de Estabilidad y Crecimiento y del recientemente firmado Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, conteniendo una regla fiscal orientada al desarrollo de una política fiscal realmente anticíclica basada en el equilibrio estructural presupuestario, de tal forma que el saldo presupuestario fluctúe según las circunstancias del ciclo para que la deuda pública no se acumule

tendencialmente. Esto requiere un período inicial de transición para reducir el abultado desequilibrio estructural de las AA.PP. y la instauración de mecanismos de control para asegurar el cumplimiento de los objetivos presupuestarios y la rápida corrección de cualquier tipo de desviación.

En síntesis, la Ley se articula en torno a los siguientes puntos principales:

- Las AA.PP. deberán mantener una situación de equilibrio o superávit estructural, salvo circunstancias excepcionales (como una catástrofe natural o una recesión económica grave).
- Se permite un déficit estructural de hasta el 0,4% del PIB si se llevan a cabo reformas estructurales a corto plazo que tengan a medio plazo un impacto presupuestario positivo.
- Se limita al 60% del PIB el volumen de deuda pública de las Administraciones, repartido de la siguiente forma: 44% para la Administración Central, 13% para las Comunidades Autónomas y 3% para las Corporaciones Locales.
- Se aplica la regla de gasto comunitaria, es decir, la variación del gasto de las AA.PP. no podrá superar la tasa de referencia de crecimiento del PIB a medio plazo de la economía española.
- Las AA.PP. aprobarán, en sus respectivos ámbitos, un límite máximo de gasto no financiero, coherente con el objetivo de estabilidad presupuestaria.
- En caso de incumplimiento reiterado por una Administración de las medidas correctoras necesarias para alcanzar los objetivos fijados, el gobierno estará facultado para obligar la ejecución forzosa de dichas medidas a la Comunidad Autónoma o Corporación Local correspondiente.

#### 4.4 LOS EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO DE LA FINANCIACIÓN DE LA DEUDA.

A lo largo de la historia, las opiniones de los economistas respecto a la importancia del sistema financiero para el crecimiento económico difieren notablemente<sup>29</sup>. A pesar de las significativas diferencias de opinión entre los diversos autores, el razonamiento teórico y la evidencia empírica a nivel internacional reflejan que parece existir una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico, pudiéndose descartar así las opiniones que afirman que el sistema financiero es un factor irrelevante que se adapta de forma pasiva al crecimiento económico. Como síntesis de la literatura podemos deducir que cuanto mayor sea el grado de desarrollo financiero, mayor será la reducción de los costes de información y transacción, y se producirá una mejor evaluación y selección de los proyectos de inversión<sup>30</sup>. De este modo, aumentará la rentabilidad y/o disminuirá la incertidumbre asociada a las distintas alternativas de inversión, con lo cual se producirá un fuerte estímulo a la formación y acumulación de capital, así como a la investigación y el desarrollo, afectando de forma positiva al crecimiento económico.

En este sentido, es preciso determinar dos cuestiones clave, como son:

1. El origen y desarrollo de los distintos sistemas financieros, entendidos éstos como una combinación de contratos, mercados e instituciones adaptados a diferentes contextos institucionales y jurídicos, y que evolucionan de forma dinámica en términos intertemporales.
2. La influencia en la tasas de crecimiento de la economía y en la acumulación de capital (si existe) de dichos sistemas financieros.

---

<sup>29</sup> Bagehot (1873) y Hicks (1969) afirman que el sistema financiero fue clave en la revolución industrial al facilitar la financiación de grandes proyectos de inversión. Schumpeter (1912) detectó que si el sistema financiero funcionaba correctamente, se estimulaba la innovación tecnológica al financiarse a los empresarios más capacitados para desarrollar productos y métodos de producción innovadores. Robinson (1952), por el contrario, afirma que el sistema financiero se desarrolla de forma paralela al desarrollo empresarial, base del crecimiento económico, por lo que se puede considerar que es el propio desarrollo de la economía el que crea automáticamente la demanda de distintas formas de financiación. Gurley y Shaw (1955), Goldsmith (1969) y Mc Kinnon (1973), expresan que no se puede entender el crecimiento económico sin tener en cuenta el desarrollo del sistema financiero. Lucas (1988), en contraposición a los autores anteriores, manifiesta que se ha dado demasiada importancia al sistema financiero como base del crecimiento económico. Meir y Seers (1984) y Stein (1988) afirman que no se ha tenido en cuenta el importante papel desarrollado por el sistema financiero como determinante del crecimiento y bienestar. Greenwood y Jovanovic (1990) determinan que es el propio crecimiento económico el que provee los medios para la formación de intermediarios financieros que, a su vez, favorecen el crecimiento al mejorar la asignación del capital. Para Levine (1997), los costes de transacción e información generan fricciones que incentivan la aparición de distintos tipos de instituciones, contratos y mercados financieros. En este contexto, el sistema financiero desempeña una labor fundamental al contribuir a la disminución de los citados costes (Merton y Bodie, 1995). Finalmente, autores como Grossman y Miller (1988), Romer (1990), Aghion y Howitt (1992 y 2005) y Mayer-Foulkes (2005), concluyen que el sistema financiero afecta a la tasa de crecimiento del estado estacionario, al incidir en la acumulación de capital y la innovación tecnológica, puesto que altera las tasas de ahorro y reasigna dicho ahorro entre diferentes tecnologías productoras de capital.

<sup>30</sup> Al ser menores los costes de intermediación, el valor presente neto de los flujos futuros de las inversiones será mayor.

Si analizamos las principales funciones que cumple cualquier sistema financiero en una economía, podemos señalar las siguientes:

- Favorece la diversificación, y en consecuencia, la reducción del riesgo.
- Proporciona información ex-ante para asignar de forma eficiente el capital.
- Supervisa y controla a las empresas una vez provistas éstas de los medios de financiación.
- Moviliza y agrupa el ahorro.
- Facilita el intercambio de bienes y servicios mediante la provisión de distintos medios de pago.

Las tres primeras funciones constituyen el pilar sobre el cual se asienta la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico<sup>31</sup>. Del análisis de las funciones anteriormente citadas, podemos determinar las vías o canales a través de los cuales se produce la vinculación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico:

- a. El sistema financiero ofrece a los inversores información con carácter de bien público, que cada agente utiliza para valorar la rentabilidad de los proyectos de inversión actuales o futuros.
- b. El sistema financiero contribuye a diversificar el riesgo, gracias a la variedad de los productos financieros ofrecidos, con diferentes características de liquidez, rentabilidad y riesgo.
- c. El sistema financiero ofrece a los agentes económicos el medio para suavizar sus sendas de consumo intertemporales a través del crédito, reduciendo así sus restricciones de liquidez.

---

<sup>31</sup> Relacionado con ello, algunos autores como Pagano y Volpin (2001) afirman que la liberalización financiera en los mercados hipotecarios y de crédito al consumo puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento, puesto que al existir menos restricciones de liquidez, los agentes económicos tendrán menos incentivos para el ahorro. Por el contrario, De Gregorio (1996) manifiesta que precisamente esa eliminación de las restricciones de liquidez podría ser un elemento clave en la formación de capital humano, afectando así de forma positiva al crecimiento económico. Finalmente, Jahan y McDonald (2011) destacan el importante papel que el desarrollo del sistema financiero desempeña, no sólo en el crecimiento económico, sino también en la distribución de la renta. Según estos autores, el desarrollo financiero promueve una distribución de la renta más equitativa.

Asimismo, existe también la relación opuesta entre crecimiento económico y desarrollo del sistema financiero:

- a. El crecimiento económico aumenta las oportunidades de negocio a la vez que reduce el coste fijo medio de las transacciones financieras sobre cada agente.
- b. El crecimiento económico implica una mayor disposición de los agentes a realizar transacciones financieras, puesto que cuanto mayor sea su nivel de ingresos, el coste en términos relativos de las transacciones será menor.

Uno de los elementos clave del sistema financiero es la posibilidad que ofrece de realinear el ahorro de corto a largo plazo a través del proceso de transformación de plazos, que permite reducir el riesgo de liquidez de las inversiones más rentables. Estudios empíricos han puesto de manifiesto recientemente la existencia de un vínculo positivo entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico a largo plazo. Aunque las crisis financieras representan un grave problema, el vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento económico va más allá de la mera relación entre las finanzas y las fluctuaciones a más corto plazo.

Existen factores externos que influyen tanto en la calidad de los servicios financieros como en la propia estructura del sistema financiero, contribuyendo así a su desarrollo<sup>32</sup>. No obstante, la reciente crisis financiera internacional ha servido para replantearse algunas cuestiones relativas al funcionamiento del sistema financiero, como la influencia de los sistemas de incentivos, de la propia estructura societaria de los bancos e incluso del marco de regulación existente. De hecho, la fragilidad del sistema financiero en términos de regulación (en especial, en lo que se refiere a la propagación del riesgo sistémico) hace necesaria la construcción de un nuevo marco financiero acorde a la complejidad e importancia para la economía mundial del sistema financiero.

El reto será definir un marco regulatorio eficiente que al mismo tiempo que reduce el riesgo sistémico, sea capaz de permitir un desarrollo financiero acorde con un crecimiento de la producción estable en el corto plazo y con proyección a largo plazo. La actual falta de acuerdo entre los países pone en evidencia la dificultad de esta tarea.

Si analizamos el impacto de la crisis financiera sobre el crecimiento económico en el caso español, podemos observar que durante la primera fase de la crisis financiera internacional (segunda mitad de 2007 y primera de 2008), la desaceleración económica fue moderada, tan sólo perjudicada por la fuerte caída del sector de la construcción. No obstante, a partir de septiembre de 2008, con el recrudecimiento de la crisis financiera internacional (especialmente, a partir de la

---

<sup>32</sup> La revolución tecnológica y de las telecomunicaciones, a través de la reducción de los costes de transacción (Merton, 1992). La política monetaria y fiscal, que influye sobre los impuestos fijados a los intermediarios financieros y la prestación de servicios financieros (Bencivenga y Smith, 1992; Roubini y Sala-i-Martin, 1995). El marco regulador del sistema bancario y del mercado de capitales (La Porta, Lopez-de-Silanes, y Shleifer, 2005). El desarrollo institucional de los países (Haber, 1996; Rajan y Zingales, 2003).

quiebra de Lehman Brothers), las cotizaciones bursátiles cayeron bruscamente y aumentó de forma importante su volatilidad, con lo que aumentaron las primas de riesgo de los bonos y se produjo en consecuencia un encarecimiento de los costes de intermediación financiera que produjeron un efecto negativo sobre el crecimiento.

La principal consecuencia de todo ello fue la pérdida de riqueza percibida, puesto que los precios de los activos financieros cayeron considerablemente y el endurecimiento de las condiciones crediticias presionó a favor de una corrección más rápida de lo normal de los precios de los activos inmobiliarios. Esta situación se vio agravada por la incertidumbre (que dificultó la valoración de los activos) y por la desconfianza sobre la solvencia de los agentes. Debido a estas circunstancias, las familias incrementaron su ahorro por motivo precaución, reduciendo así de forma importante el gasto, con lo cual se amplificó la perturbación original que causó la caída inicial de la riqueza (fenómeno conocido como "acelerador financiero").

Adicionalmente, la crisis no sólo modificó las expectativas de los agentes sobre las rentabilidades futuras de sus activos financieros o inmobiliarios, sino que afectó también de forma importante a sus perspectivas de rentas laborales futuras. La fuerte caída de la confianza reflejó unas menores expectativas de crecimiento de la renta disponible de las familias asociada al negativo comportamiento del empleo e incluso a las posibles repercusiones del coste fiscal de la crisis. El efecto derivado del empeoramiento de las expectativas unido al fuerte nivel de endeudamiento acumulado propició una importante reducción de la demanda de crédito.

Por el lado de la oferta, el crédito disminuyó también por el endurecimiento de las condiciones crediticias fruto por un lado de la reevaluación de riesgos al alza al rebajarse las estimaciones de la capacidad de pago de los posibles prestatarios, y por otro, de la menor disponibilidad internacional de fondos.

En resumen, el impacto negativo de la crisis financiera sobre el crecimiento económico español vino dado por los siguientes factores:

- El grave deterioro de la confianza de los agentes y un endurecimiento de las condiciones crediticias, factores que influyeron de forma muy negativa sobre el consumo y la inversión.
- La recesión global, que limitó la capacidad de la demanda externa para compensar, al menos parcialmente, la importante caída de la demanda interna
- El cambio sustancial en la situación presupuestaria del sector público, tanto por el incremento de los gastos que comporta la crisis (especialmente los sociales, como las prestaciones por desempleo) como por la importante caída de los ingresos fiscales (sobre todo, por el retroceso significativo de la recaudación tributaria de los impuestos asociados a la actividad inmobiliaria).



No obstante, el efecto sobre la productividad de la recesión tiene una doble vertiente: por un lado, la destrucción de los puestos de trabajo menos productivos y la reasignación sectorial del empleo puede generar un incremento de la productividad corto plazo, mientras que por otro lado, la más que probable reducción de los gastos en I+D de las Administraciones Públicas unida al endurecimiento de las condiciones crediticias pueden frenar proyectos de inversión con cierto riesgo que puedan aumentar potencialmente la productividad a largo plazo.

## 5. EL TRATADO SOBRE EL PACTO FISCAL EN EUROPA.

### 5.1 LOS EFECTOS DE LA EVOLUCIÓN PROCÍCLICA DE LA POLÍTICA FISCAL.

Para analizar la evolución de la política fiscal en la zona euro desde la entrada en vigor de la moneda única, es necesario tener en cuenta que, al contrario que la política monetaria, que es común a todos los países, la política fiscal es el resultado de aplicar de forma descentralizada un conjunto de medidas fiscales nacionales por parte de cada país de forma independiente, dentro de los límites de endeudamiento marcados por la Unión Monetaria.

Por ello, ante la ausencia de políticas monetarias nacionales independientes, es posible que los gobiernos de los países de la zona euro se planteen aplicar políticas fiscales más agresivas como instrumento para suavizar los efectos de los ciclos económicos. Esta circunstancia sería todavía más relevante en el caso europeo que en el caso norteamericano, donde la movilidad de la mano de obra es limitada. No obstante, cabe preguntarse también si la imposición de límites estrictos sobre el déficit y la deuda pública han podido limitar la flexibilidad en la aplicación de la política fiscal.

Otro aspecto interesante a considerar sería el impacto negativo sobre los países de la zona euro de las políticas fiscales aplicadas por determinados países que puedan haber generado déficit y de su efecto asociado sobre los tipos de interés y las primas de riesgo. Esta cuestión plantea la necesidad de que exista una coordinación en la aplicación de las distintas políticas fiscales para tener en cuenta lo que suceda en otros países o a nivel europeo.

#### A. SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL.

En el gráfico 18 podemos comprobar la evolución del ratio deuda/PIB en la zona euro, así como en el Reino Unido y en EE.UU. La evolución de este ratio para los países de la zona euro muestra una tendencia creciente hasta mediados de los años 90, para decrecer a continuación. Se puede interpretar esta evolución en la zona euro como una clara señal de la disciplina fiscal impuesta para cumplir las condiciones de entrada al euro del Tratado de Maastricht.

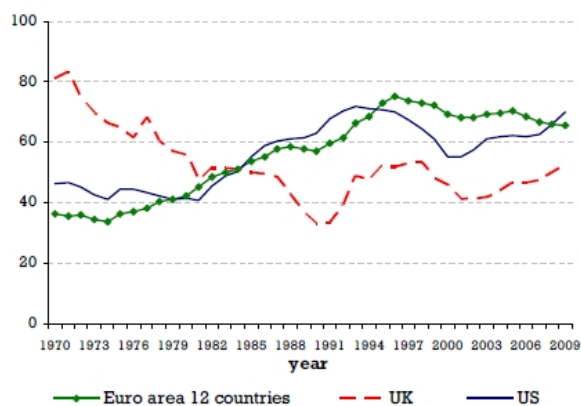


Gráfico 18. Deuda pública bruta (en % del PIB).  
Fuente: OECD Economic Outlook.

En el gráfico 19 ampliamos la información contenida en el gráfico anterior mediante el análisis del saldo presupuestario estructural medido como porcentaje del producto potencial. Podemos observar los elevados déficits públicos para todos los países de la muestra tanto en la década de los 70, como a finales de los 80 y principios de los 90. A mediados de esta última década, coincidiendo con la entrada en vigor del Tratado de Maastricht, los países europeos adoptaron medidas para hacer frente al elevado déficit público mientras crecían los niveles de deuda pública en algunos de ellos. De ello se deduce que estos esfuerzos de consolidación fiscal necesarios para reducir los elevados déficits públicos existentes se vieron reforzados en su momento por la imposición de los límites de déficit y deuda pública necesarios para la entrada en el euro.

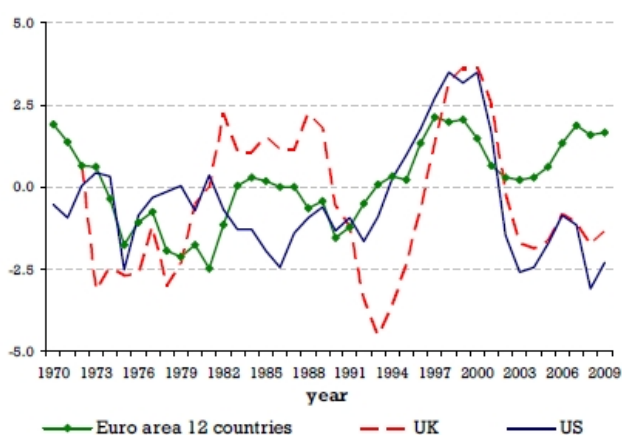


Gráfico 19. Saldo presupuestario cíclicamente ajustado como % del producto potencial.  
Fuente: OECD Economic Outlook.

Durante este período de consolidación fiscal hasta el momento de la crisis en 2008, todas las economías importantes a excepción de Japón se comportaron de manera similar, llevando sus saldos presupuestarios estructurales al equilibrio o incluso generando superávits. La mejora del saldo presupuestario de la zona del euro no es tan grande como en el caso del Reino Unido y EE.UU., pero también es cierto que el empeoramiento de los saldos como resultado de la desaceleración económica de 2001-2003 es mucho más pronunciado en EE.UU. y Reino Unido que en la zona euro.

Para los países de la zona euro, 1997 representa un punto de inflexión, produciéndose desde ese momento un empeoramiento de los saldos estructurales una vez cumplidas las condiciones para la entrada en el euro. Los saldos estructurales del euro mejoraron de nuevo a partir de 2003-2004, coincidiendo con un período de mayores tasas de crecimiento.

## B. LA REACCIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL A LAS CONDICIONES MACROECONÓMICAS.

Para ser capaz de interpretar los efectos de la política fiscal es necesario distinguir el componente cíclico del estructural. La distinción entre ambos no es tarea fácil y es posiblemente uno de los temas más controvertidos en la literatura económica. No sólo hay dificultades de tipo práctico para estimar el comportamiento cíclico de la política fiscal debido a su endogeneidad, sino que también resulta complicado caracterizar en sí mismo el ciclo económico. Antes de proceder al estudio de los efectos de la política fiscal, es conveniente determinar sus componentes:

1. Estabilizadores automáticos: se trata de la reacción de la política fiscal a los ciclos económicos y es el resultado de la evolución de la recaudación impositiva y del gasto público ante cambios en el PIB.
2. Componente endógeno de la política fiscal discrecional: se refiere a cambios en la política fiscal en respuesta a cambios en las condiciones económicas. Son discretos en el sentido de que no se plasman de forma explícita en leyes de impuestos o de gasto.
3. Componente exógeno de la política fiscal discrecional: se refiere a cambios en la política fiscal no relacionados con las condiciones económicas. Pueden deberse a consideraciones de tipo político (por ejemplo, elecciones) o, en el caso de los países europeos, a las condiciones impuestas por el Tratado de Maastricht.

Desde un punto de vista conceptual, pueden existir dificultades para distinguir estos tres componentes. Por ejemplo, si los gobiernos quieren reducir sus niveles de deuda pueden esperar a una coyuntura económica favorable para aplicar sus políticas de ajuste, lo cual podría considerarse como un cambio endógeno en la política fiscal, aunque en realidad no sea directamente motivado por el ciclo económico.

### C. LA RESPUESTA ENDÓGENA DE LA POLÍTICA FISCAL AL CICLO ECONÓMICO.

Comenzaremos observando la evolución de los saldos estructurales ante la respuesta discrecional de los gobiernos a cambios en el ciclo económico. El inconveniente de la metodología empleada es que depende en gran medida de cómo se elimina el componente cíclico de la política fiscal, lo cual requiere asumir supuestos muy restrictivos sobre el producto potencial y las elasticidades de las distintas variables fiscales ante el ciclo económico, que podrían potencialmente traducirse en sesgos en los resultados.

A partir de las investigaciones efectuadas por Fatás y Mihov (2009), podemos deducir que la zona euro muestra la política fiscal más pro-cíclica de todos los países analizados, en claro contraste con EE.UU., que presenta una política acíclica o medianamente contracíclica. Los resultados del Reino Unido se aproximan más a los de la zona euro, mientras que por el contrario, Japón se asemeja más a EE.UU.

El carácter pro-cíclico de la política fiscal en la zona euro se confirma si analizamos individualmente cada uno de los países que la forman. Sin embargo, para los países que no pertenecen a la zona euro, a excepción de Noruega, podemos observar por el contrario una política fiscal de carácter contra-cíclico.

También resulta interesante comprobar si la introducción del euro ha supuesto una modificación en las políticas fiscales de los países miembros. En este caso, es necesario operar con cuidado, dado que las series temporales son muy cortas al dividirse la muestra en dos períodos: antes y después del año de entrada en vigor de la moneda única (1999).

En el estudio se observa claramente una mayor tendencia contracíclica en la política fiscal a partir de 1999, especialmente en EE.UU., donde hasta ese año había existido una tendencia medianamente pro-cíclica. En la zona euro no existen variaciones significativas entre ambos períodos. Si analizamos individualmente los países de la zona euro, no observamos un patrón claramente definido, dado que mientras que en seis de ellos la política fiscal se había vuelto menos pro-cíclica, en otros seis ocurre justo lo contrario.

Puede parecer sorprendente que la política fiscal de la zona euro sea claramente pro-cíclica, dado que hemos observado en años recientes una mejora de los balances presupuestarios, en un período (desde 2003) donde la economía ha mostrado tasas de crecimiento cada vez mayores. Esto contradice otros estudios que parecen mostrar comportamientos acíclicos o incluso contra-cíclicos de las políticas fiscales de los países de la zona euro, aunque es importante tener en cuenta que la investigación de Fatás y Mihov se basa en saldos presupuestarios cíclicamente ajustados y para toda la zona euro (sin tener en cuenta el comportamiento individual de cada país), ignorando de este modo el papel de los estabilizadores automáticos.

Para comprender mejor la fuerte pro-ciclicidad de la política fiscal de la zona euro frente al comportamiento contra-cíclico de EE.UU., en los gráficos 20 y 21 podemos observar los saldos presupuestarios cíclicamente ajustados<sup>33</sup> frente al output gap de ambos entre 2000 y 2007.

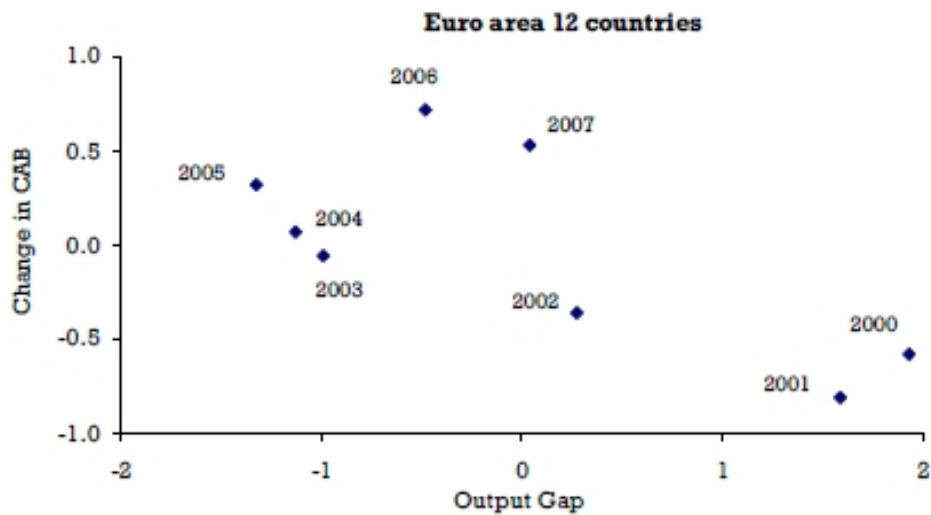


Gráfico 20. Política Fiscal y "Output Gap". Eurozona.  
Fuente: Fatás y Mihov (2009).

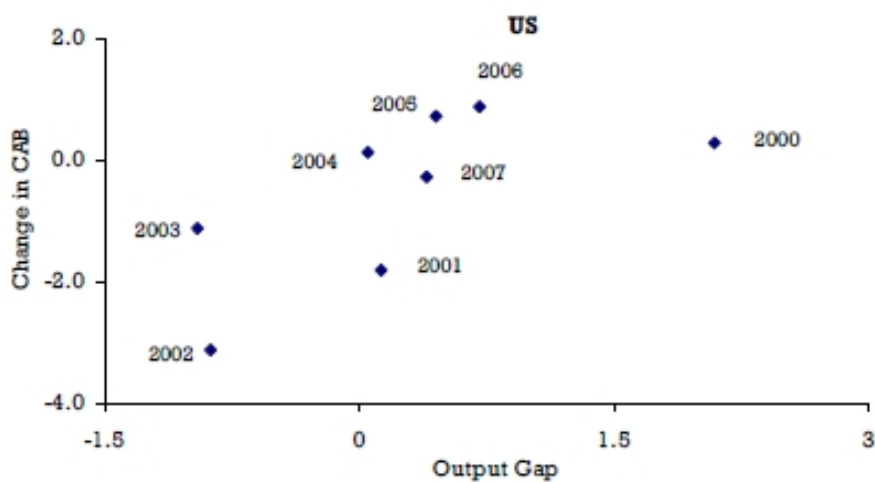


Gráfico 21. Política Fiscal y "Output Gap". Estados Unidos.  
Fuente: Fatás y Mihov (2009).

<sup>33</sup> En denominación inglesa, Cyclically Adjusted Budget Balance (CAB), es decir, el saldo estructural presupuestario descontado el componente cíclico.

La diferencia entre ambas gráficas es evidente. Mientras que en el caso de EE.UU. existe una clara correlación positiva, lo cual indica la existencia de una fuerte política contracíclica, en el caso de la zona euro ocurre justo lo contrario. La evolución de la política fiscal de la zona euro se caracteriza por el empeoramiento de los saldos presupuestarios a partir del año 2000, lo cual refleja la relajación de la política fiscal después de la introducción de la moneda única, signo evidente de la fatiga producida debida a los esfuerzos realizados para disminuir los déficits públicos con el objetivo de formar parte de la Unión Económica y Monetaria. Después de la recesión de los años 2002-2003, y a pesar de la existencia de un output gap negativo, se produce una mejora del saldo estructural que indica de nuevo un comportamiento pro-cíclico de la política fiscal. La mejora de este saldo estructural se debe a dos razones: en primer lugar, a que algunos de los países de la zona euro se vieron atrapados en niveles de déficit próximos o superiores al 3%, con lo cual tenían poco margen de actuación en sus políticas fiscales, y en segundo lugar, a que en este período (especialmente en 2005) los ingresos fiscales aumentaron más rápidamente de lo que muchos gobiernos esperaban.

Una posible interpretación podría ser que las elasticidades de los impuestos hubieran sido superiores a lo habitual, debido a cambios en la composición del PIB como el producido al aumentar en estos años los beneficios como porcentaje del PIB. Estos aumentos en ingresos y elasticidades fueron asumidos como permanentes por los gobiernos y condujeron a aumentos en el gasto público o a disminuciones en los impuestos, que dieron lugar en los años siguientes (2006 y 2007) a un equilibrio estructural que permaneció en niveles muy bajos a pesar de la mejora de la situación cíclica de la economía.

La lectura que podemos hacer sobre el comportamiento de la política fiscal durante estos ocho años revela que aunque pueda deberse en parte a circunstancias excepcionales como el lanzamiento de la moneda única, no por ello se deja de tener la sensación de que el marco de la política fiscal no ha funcionado como se esperaba y que es probable que puedan observarse comportamientos similares en el futuro.

#### D. GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS.

Para entender el origen de los cambios en las elasticidades de la política fiscal, observaremos el comportamiento ajustado al ciclo de gastos e impuestos. En la zona euro, el gasto público se ha convertido en pro-cíclico, mientras que los impuestos se han convertido en contracíclicos. Lo mismo ocurre en EE.UU. y Japón. Tan sólo Finlandia y Francia han dado un giro contracíclico a sus políticas fiscales en los últimos diez años.

Los ingresos tributarios en algunos países también se han convertido o han permanecido como pro-cíclicos. Sin embargo, en los últimos años, tanto en la zona euro como en EE.UU., Japón

o el Reino Unido, los ingresos tributarios revelan el carácter contra-cíclico de la política fiscal aplicada. En el caso de EE.UU, el cambio es muy pronunciado al coincidir a principios del 2000 la introducción de varios paquetes fiscales expansivos con la existencia de un "output gap" negativo. Del análisis de los datos se desprende que el mayor carácter contra-cíclico de la política fiscal de EE.UU. en los últimos diez años viene más del lado de los impuestos que del gasto público.

También es posible que los cambios en la reacción de los ingresos fiscales cíclicamente ajustados en los últimos diez años sea una señal de que se han producido cambios en las elasticidades de las variables presupuestarias ajustadas. De hecho, la Comisión Europea ha empezado a prestar especial atención a las elasticidades variables en el tiempo, como se documenta en *European Economy* (2008).

#### E. ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS.

En cuanto a los estabilizadores automáticos de la política fiscal, podemos comprobar que son más contra-cíclicos en la zona euro que en EE.UU, lo cual se traduce en la menor necesidad de utilizar medidas discrecionales contra-cíclicas en dicha zona. Esto es consistente con estudios que asocian la existencia de gobiernos más grandes como los europeos con la fortaleza de los estabilizadores automáticos. A nivel nacional, los resultados confirman los obtenidos para toda la zona euro. En ella, un aumento del "output gap" de un 1% genera un superávit presupuestario de aproximadamente el 0,46%, mientras que en EE.UU., sólo es del 0,29%.

Una cuestión adicional es tratar de determinar si los estabilizadores automáticos contribuyen a una menor volatilidad del output. La correlación es bastante evidente, tal y como muestra el gráfico 22, puesto que países como Alemania, Holanda y Bélgica, que muestran una alta elasticidad presupuestaria respecto al "output gap", tienen también bajos niveles de volatilidad en sus respectivos outputs.



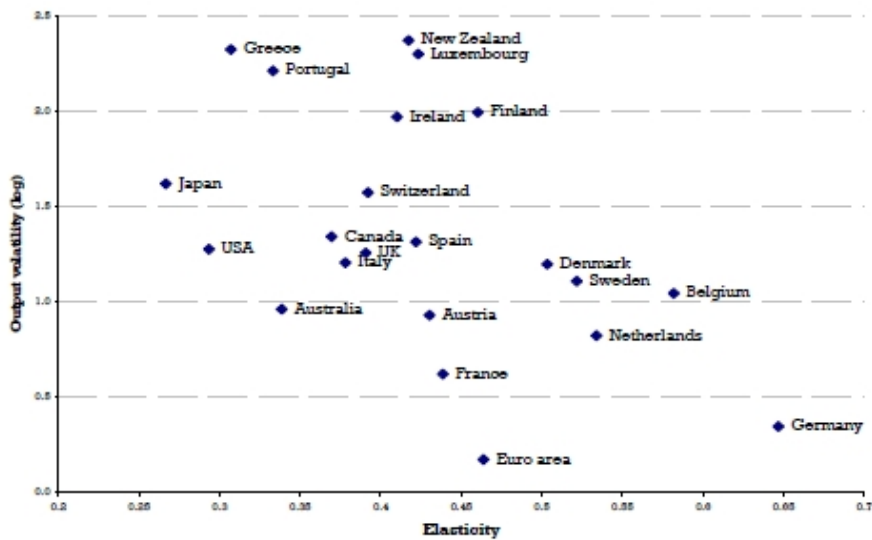


Gráfico 22. Volatilidad del Output y Estabilizadores Automáticos.  
Fuente: Fatás y Mihov (2009).

#### F. MEDIDAS DE POLÍTICA FISCAL DISCRECIONAL EXÓGENA.

A continuación vamos a analizar si la política discrecional exógena en la zona euro se ha vuelto o no más agresiva desde 1999. De los datos se desprende que el tamaño y la frecuencia de los shocks exógenos de la política fiscal es menor que en otros países. También se observa que la volatilidad es menor en la zona euro, consecuencia lógica de analizar la política fiscal como un agregado de todas las políticas nacionales de los países miembros, que hace difícil considerar cambios coordinados en la política fiscal. Puede que observemos dichos cambios en las políticas fiscales a nivel nacional, pero al no estar sincronizadas, sus efectos se desvanecen cuando agregamos todos los países.

En definitiva, los países de la zona euro parecen poco proclives a aplicar políticas fiscales de carácter discrecional, lo cual puede deberse a la mayor supervisión de las políticas fiscales nacionales realizadas por la Comisión Europea. De hecho, aplicar medidas fiscales no relacionadas con el ciclo económico se ha vuelto cada vez más difícil, puesto que cualquier cambio en la política fiscal es cuidadosamente analizado por la Comisión. No obstante, esto sólo explica en parte lo ocurrido, ya que la volatilidad en EE.UU. se ha reducido aún más rápido que en la zona euro.

G. ¿REACCIONA LA POLÍTICA FISCAL AL CRECIMIENTO DEL PRODUCTO O A LA BRECHA DE LA PRODUCCIÓN?

Hasta ahora hemos considerado que la política fiscal reaccionaba al “output gap”. No obstante, hay que tener en cuenta que la medición del “output gap” puede ser sesgada y que las autoridades fiscales pueden estar más preocupadas por el crecimiento que por la brecha de la producción. Los gráficos 23 y 24 muestran los cambios en el saldo estructural en relación al crecimiento real en la zona euro y en EE.UU. En relación a gráficas anteriores, mientras que en EE.UU. se sigue observando cómo la política fiscal sigue siendo claramente contracíclica en el período de referencia, en la zona euro la tendencia ahora no es tan clara, cuando previamente parecía apreciarse cierta prociclicidad.

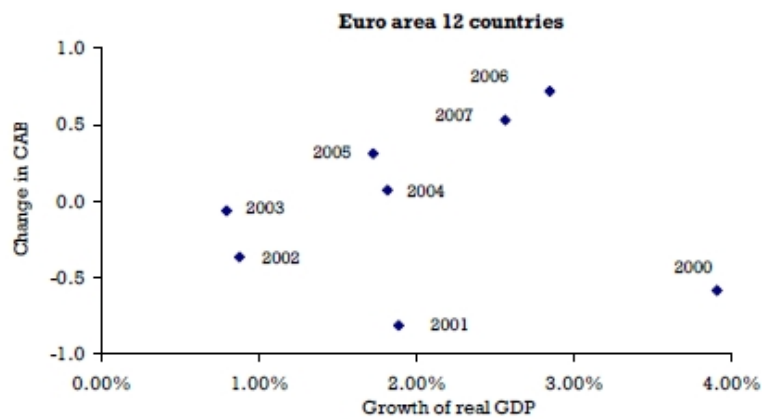


Gráfico 23. Política Fiscal y Crecimiento del Output. Eurozona.  
Fuente: Fatás y Mihov (2009).

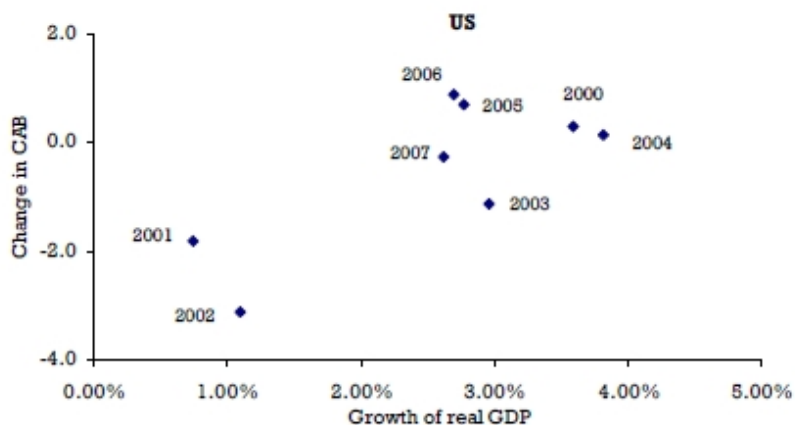


Gráfico 24. Política Fiscal y Crecimiento del Output. Estados Unidos.  
Fuente: Fatás y Mihov (2009).

La Comisión Europea utiliza el “output gap” como indicador cíclico para evaluar la orientación de la política fiscal, pero puede suceder que los políticos den más importancia al crecimiento y reaccionen sobre todo a cambios en la tasa de crecimiento del producto.

Eliminar el componente cíclico del balance parte de la premisa de que las variables fiscales responden de forma automática al “output gap”, pero si por ejemplo los ingresos presupuestarios reaccionan antes a la tasa de crecimiento que al “output gap”, habría que reinterpretar todos los resultados<sup>34</sup>. Teniendo en cuenta esto, al reestimar los datos observamos que el balance primario (que incluye tanto los estabilizadores automáticos como el balance estructural) reacciona antes a la tasa de crecimiento que al “output gap”. De hecho, si descomponemos el balance en sus componentes cíclicos y estructurales, observaremos que algunas variables fiscales responden al “output gap” (como las prestaciones por desempleo), mientras que otras responden a la tasa de crecimiento (como los ingresos tributarios). Así, la disparidad de resultados observados en los análisis efectuados por distintos autores puede deberse a los diferentes indicadores cíclicos utilizados para evaluar el comportamiento de la política fiscal. Por ello, merece la pena considerar en futuros trabajos un ajuste alternativo basado en las tasas de crecimiento.

#### H. COORDINACIÓN DE LAS POLÍTICAS FISCALES NACIONALES.

Aunque no existe propiamente un gobierno fiscal en la zona euro, al haberse diseñado las políticas fiscales individuales de los países miembros dentro del marco del Tratado de Maastricht y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la idea de una política fiscal europea no es descabellada. El marco mencionado ha posibilitado que se observen rasgos comunes en las políticas fiscales de los países de la zona euro (por ejemplo, en el período previo a la entrada del euro, muchos países hicieron esfuerzos de consolidación fiscal). De hecho, la implantación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento ha supuesto un mayor énfasis en la coordinación de las políticas fiscales nacionales.

Esta coordinación de las políticas fiscales nacionales es contraria a la idea de que con una política monetaria común, la política fiscal debería comportarse de forma menos coordinada, ya que sólo se utilizaría para afrontar los “shocks” nacionales.

A continuación, analizaremos si se observan o no movimientos hacia la coordinación o sincronización de las políticas fiscales nacionales. En el gráfico 25, se compara la desviación estándar anual del saldo presupuestario estructural de los países que pertenecen y no pertenecen a la zona euro. Desde 1999, se observa una clara tendencia hacia una menor dispersión entre los países de la zona euro, aspecto no tan evidente para el resto de países. Esta tendencia puede ser

---

<sup>34</sup> Así, el “output gap” podría dejar de ser la variable fundamental de decisión de la política fiscal estabilizadora del ciclo.

el resultado de una coordinación dinámica entre los países o de que los países se encuentren próximos o superen los límites establecidos para sus respectivos déficits presupuestarios.

Otra posible interpretación podría ser que la menor dispersión pudiera ser resultado de la sincronización de los ciclos económicos. De hecho, la gráfica muestra que la dispersión de la brecha de producción ha ido disminuyendo de forma constante desde principios de 1990. No obstante, esta tendencia es similar tanto para los países de la zona euro como para los de fuera de la eurozona. Si comparamos ambas gráficas, parece que existe más una sincronización de las políticas fiscales entre los países del euro que una sincronización de los ciclos económicos.

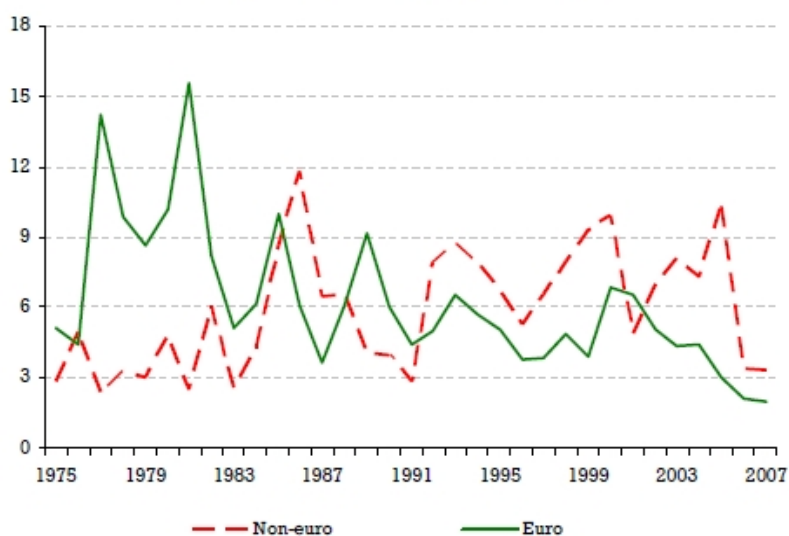


Gráfico 25. Dispersión de los saldos presupuestarios cíclicamente ajustados (desviación estándar entre países en %).

Fuente: Fatás y Mihov (2009).

En el gráfico 26, se aprecia sincronización en la política fiscal analizando lo que ocurre con el componente exógeno. Ya conocemos que el tamaño de los “shocks” ha decrecido a lo largo del período de muestra, lo cual puede deberse simplemente al hecho de que se observan menos cambios y cada vez más pequeños en la política fiscal discrecional, lo que implica de hecho un aumento en la sincronización de la política fiscal de los países.

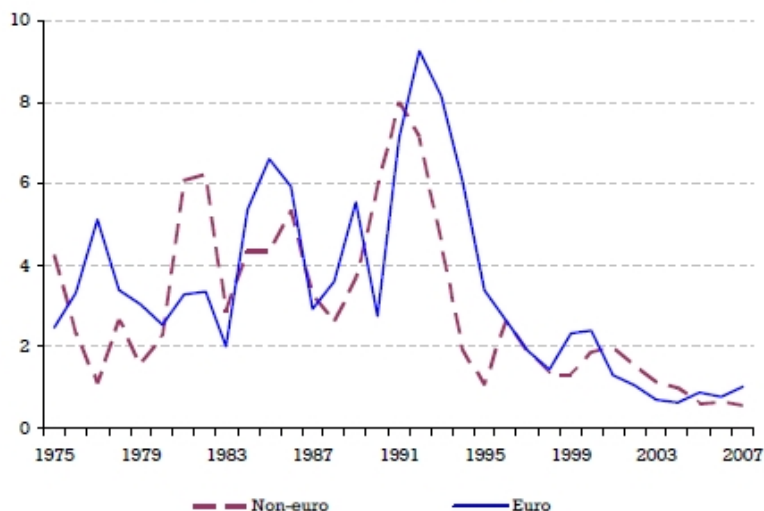


Gráfico 25. Dispersión de "output gaps".  
(desviación estándar entre países en %).  
Fuente: Fatás y Mihov (2009).

## I. A MODO DE SÍNTESIS.

El Tratado de Maastricht de 1992 reconocía la importancia de proporcionar un marco fiscal para la UEM y de establecer límites a los déficits y a la deuda para evitar déficits excesivos de los gobiernos. Al mismo tiempo, definía un Procedimiento de Déficit Excesivo para los casos de incumplimiento. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1997 desarrolló las ideas originales del Tratado de Maastricht a través de un conjunto más detallado de reglas y procedimientos para asegurar la disciplina presupuestaria. Los principios del Pacto de Estabilidad y Crecimiento fueron más tarde modificados por un informe del ECOFIN de marzo de 2005, que fue aprobado posteriormente por el Consejo Europeo.

Este contexto en el que se ha desarrollado la política fiscal en la zona euro ha suscitado múltiples críticas y debates. Así, algunos consideran que los límites impuestos han entorpecido las políticas fiscales nacionales justo en el momento en el que más se necesitaban, con consecuencias nefastas para las economías de dichos países. Para aquellos países que tuvieron que ajustarse a las restricciones y los procedimientos impuestos por la Comisión Europea, las reglas no han sido fáciles de aplicar y los resultados han distado mucho de ser aquéllos para los que se diseñó inicialmente el sistema. Los procesos de consolidación fiscal asumidos por muchos países no han sido suficientemente ambiciosos, lo cual ha originado que se hayan repetido conductas pasadas, como la pro-ciclicidad de las políticas fiscales.

Según Fatás y Mihov, el comportamiento de la política fiscal en la zona euro no ha sido muy diferente del observado en otros países. La introducción del euro no ha supuesto un cambio significativo en la aplicación de la política fiscal por parte de los países miembros, a pesar del

temor inicial a que hubiera menos disciplina fiscal al no poderse internalizar los costes de la aplicación de una mala política fiscal en cada país en ausencia de su moneda nacional.

Tampoco existe evidencia de que la política fiscal a nivel nacional haya empeorado. A pesar de que los saldos presupuestarios ajustados todavía muestran cierta tendencia a la prociclicidad en algunos países de la zona euro, lo cierto es que los estabilizadores automáticos realizan la mayor parte del ajuste contra-cíclico. Además, los gobiernos no han abusado de la discrecionalidad de la política fiscal y cada vez son menos frecuentes los cambios en dicha política como consecuencia de motivaciones políticas.

Hoy en día, es prioritaria para la Comisión Europea la coordinación de las políticas fiscales como forma de justificar los fuertes mecanismos de vigilancia impuestos a los países miembros. El concepto de coordinación está unido algunas veces al de convergencia económica, lo cual no está teóricamente fundamentado cuando cabe esperar justo lo contrario: al abandonar los países su política monetaria nacional, existe una mayor necesidad de depender de la política fiscal como estabilizador automático. Por supuesto, si los ciclos económicos están más sincronizados, existirá una mayor coordinación, pero no hay necesidad de imponer la coordinación fiscal como condición necesaria para que los estabilizadores automáticos puedan actuar.

No obstante, también parece que hay algo detrás de la sincronización de los ciclos económicos, puesto que una disminución similar en la dispersión del producto en los países de fuera de la eurozona, no se ha asociado con una disminución en la dispersión de sus saldos estructurales. Otras medidas de política fiscal, entre las que se incluyen las políticas discrecionales, tampoco muestran una menor coordinación. Si acaso, parece haber una mayor coordinación y sincronización en ese nivel, lo que apoya la idea de que los gobiernos no se han aprovechado del marco fiscal de la zona euro para impulsar diferentes agendas políticas en el uso de su política fiscal.

El análisis agregado de los países de la zona euro nos ha proporcionado la perspectiva que el BCE y la política monetaria tienen de la política fiscal. En cierto modo, se puede afirmar que ésta es la dimensión relevante sobre la cual se podría debatir el papel de la política fiscal en la zona del euro. Si bien las políticas fiscales nacionales pueden mostrar tendencias y comportamientos subóptimos, en lo que se refiere a la política monetaria y a la moneda, lo que importa es el comportamiento de la política fiscal a nivel agregado (por supuesto, el conjunto está hecho de la suma de todas las políticas fiscales nacionales, por lo que su comprensión puede proporcionarnos información muy útil).

Al examinar la política fiscal a nivel euro vemos que su comportamiento es diferente del que hemos visto en EE.UU. La política fiscal es más procíclica en la zona del euro que en EE.UU. (donde es fuertemente contracíclica), pero también es cierto que los estabilizadores automáticos son más fuertes en la zona euro. Además, la política fiscal es menos volátil a nivel euro en lo que respecta a los cambios exógenos, es decir, los que no están motivados por el entorno económico.

Por último, es importante destacar que muchos de las investigaciones son sensibles al indicador cíclico utilizado en el análisis de regresión. Así, se puede demostrar que el saldo primario reacciona más rápidamente a la tasa de crecimiento del producto real que al “output gap”. Por ello, rediseñar las variables en función de cómo se ajustan al ciclo podría dar lugar a cambios significativos en la forma en que los investigadores puedan analizar la política fiscal de los distintos países.

## 5.2 LA REPERCUSIÓN DE LAS POLÍTICAS FISCALES SOBRE LA DEUDA SOBERANA.

### 1. DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN.

#### A. LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA.

La actual crisis de la deuda soberana en el ámbito de la Eurozona se debe fundamentalmente a los desequilibrios y desajustes acumulados en las economías de algunos países miembros, agravados por la crisis económica y financiera global.

Dentro de estos desequilibrios, podemos citar:

- La pérdida continuada de competitividad de algunas economías.
- El sobredimensionamiento del sector financiero y su excesiva asunción de riesgos.
- Los altos niveles de endeudamiento privado provocados por los bajos tipos de interés.
- Los elevados niveles de deuda pública previos a la crisis, debidos a la existencia de pasivos contingentes ligados al envejecimiento de la población o a la reestructuración del sistema financiero.
- El deterioro de las cuentas públicas provocado por factores como la acción de los estabilizadores automáticos, la aplicación de medidas discrecionales de política fiscal, y los programas de apoyo a las entidades financieras.

Todos estos factores han contribuido a un deterioro de la confianza de los mercados en la solidez de las finanzas públicas, que se ha visto perjudicada además por las malas perspectivas de crecimiento.

En el ámbito de la política fiscal, las diferencias son significativas a nivel internacional. Así, en EE.UU. y Japón se han continuado aplicando planes de estímulo fiscal para contribuir a la recuperación, que se han traducido en incrementos significativos de las cifras de déficit y deuda

pública en relación al PIB. Por el contrario, tanto en el Reino Unido como en la Eurozona se han llevado a cabo ambiciosos procesos de consolidación fiscal para tratar de recuperar la confianza de los inversores en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En definitiva, la crisis de la deuda soberana ha provocado no sólo la renuncia a continuar aplicando políticas fiscales expansivas de corte keynesiano, sino la adopción urgente de medidas de consolidación fiscal para sanear las cuentas públicas.

## B. PERSPECTIVAS FUTURAS.

Según la propia Comisión Europea, la deuda pública continuará incrementándose en la zona euro incluso aunque se vuelva a la senda del crecimiento, ya que habrá que esperar un tiempo hasta ver los efectos de los procesos de consolidación fiscal adoptados.

El gráfico 28 muestra que tanto en EE.UU. como en la Eurozona no se esperan grandes cambios en las cifras de deuda pública entre 2010 y 2014. De hecho, la deuda continuará aumentando hasta que se revierta esta situación al final del período.

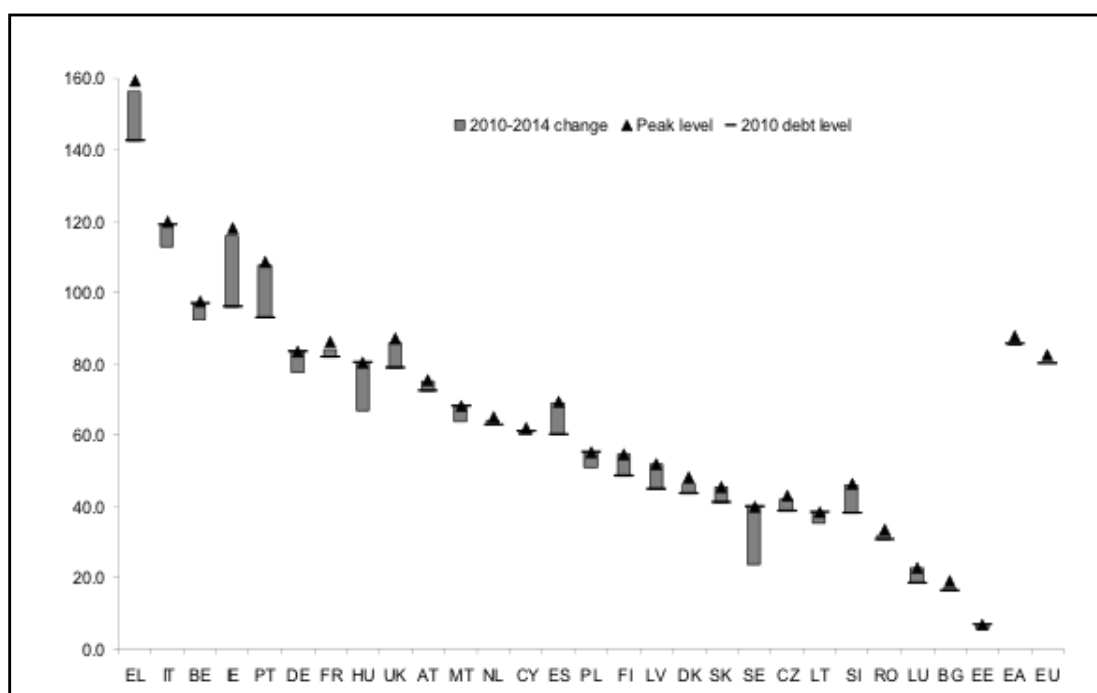


Gráfico 28: Cambios planificados en la deuda pública (2010-2014)

Fuente: SCPs, Commission services.

Como puede apreciarse en la gráfica, la deuda pública en la zona euro parte en 2010 de una cifra del 85,4% del PIB para alcanzar un máximo del 87% en 2012 y volver posteriormente al



85,1 en 2014. La consecuencia a medio plazo es que si las medidas de consolidación fiscal se mantienen más allá de 2014, la deuda pública continuará reduciéndose incluso después del horizonte temporal de los Programas de Estabilidad y Convergencia.

Todos los países, a excepción de Finlandia, Lituania y Luxemburgo, alcanzarán su máximo antes de 2014 e iniciarán desde entonces la reducción progresiva de su deuda. Sin embargo, para algunos países como Grecia, Irlanda, Portugal, Reino Unido y España, el gran aumento del nivel de su deuda durante la crisis propiciará que se produzca sólo una pequeña reducción hasta 2014 y se necesite todavía más tiempo para volver a los niveles de deuda anteriores a la crisis. Si bien la consolidación fiscal es un requisito indispensable para reducir el nivel de deuda pública, su evolución dependerá también del diferencial de las tasas de interés. Cuanto mayor sea éste, mayor será el saldo primario necesario para alcanzar el nivel de deuda deseado.

Como muestra el gráfico 29, el diferencial de los tipos de interés está positivamente correlacionado con el nivel de deuda pública. Debido al efecto “bola de nieve”, un alto nivel de deuda provoca elevados pagos de intereses que generan a su vez un incremento todavía mayor de la deuda. Existe evidencia empírica de que una vez que se excede un determinado nivel de deuda, los tipos de interés empiezan a aumentar, reflejando el riesgo adicional derivado de la posibilidad de impago.

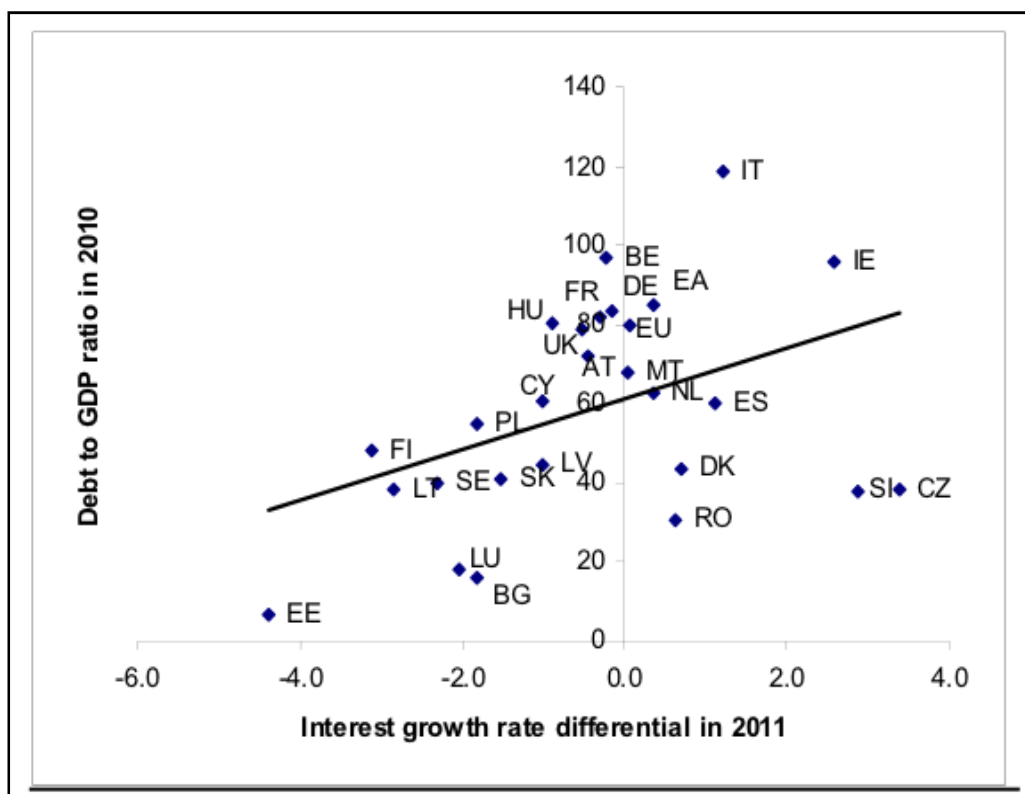


Gráfico 29: Diferenciales de las tasas de crecimiento de los tipos de interés y de la deuda

Fuente: AMECO.

Para alcanzar la sostenibilidad fiscal a largo plazo, será necesario un importante esfuerzo de consolidación fiscal para alcanzar en 2030 el objetivo del 60% de deuda pública sobre el PIB, tal y como se muestra en el gráfico 30, en la que analizamos tres escenarios posibles:

- El escenario "2010" (manteniendo constante el ratio del saldo primario estructural en relación al PIB a niveles de 2010).
- El escenario "2012" (manteniendo constante el ratio del saldo primario estructural en relación al PIB al nivel estimado por la Comisión Europea para la primavera de 2011).
- El escenario "Programa" (manteniendo constante el ratio del saldo primario estructural en relación al PIB al nivel planeado por los Programas de Estabilidad y Convergencia).

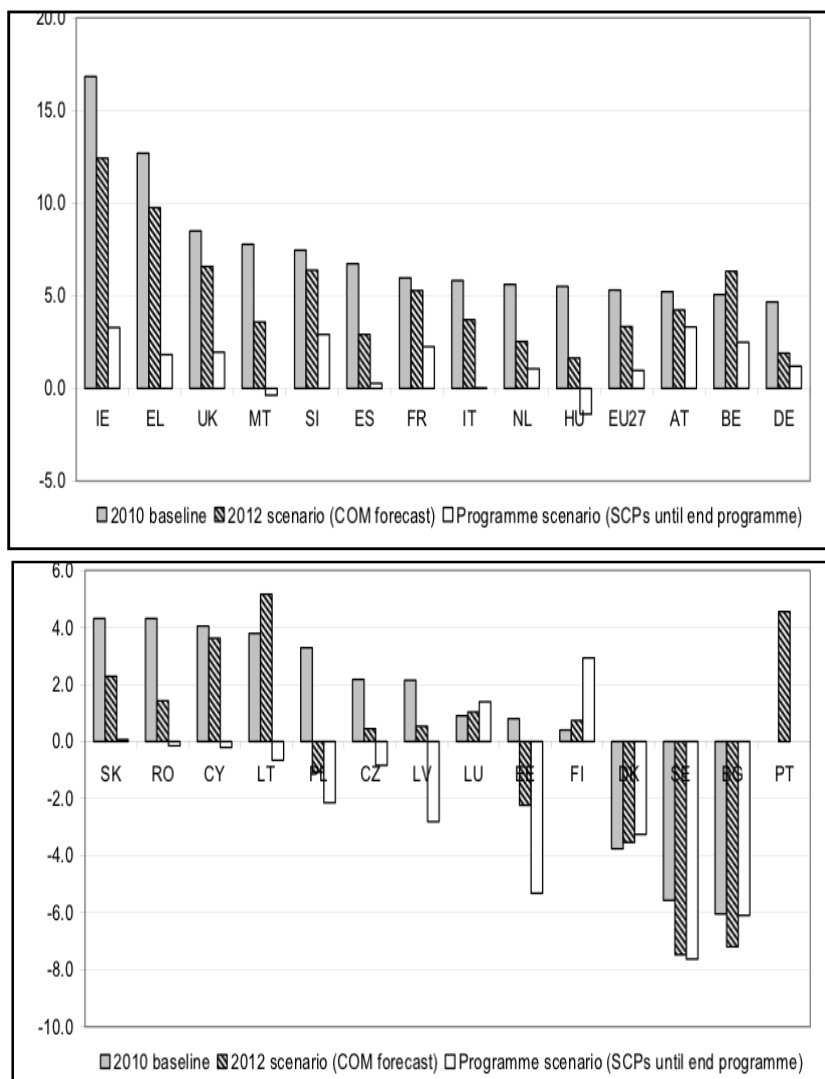


Gráfico 30: Esfuerzo presupuestario acumulado necesario hasta 2020 para alcanzar un ratio de deuda del 60% del PIB en 2030

Fuente: Commission services.

Según se observa en el gráfico 31, la adopción de los Programas de Estabilidad y Convergencia por parte de los distintos países supondrá en la práctica la necesidad de un menor ajuste para alcanzar el objetivo de deuda del 60% del PIB.

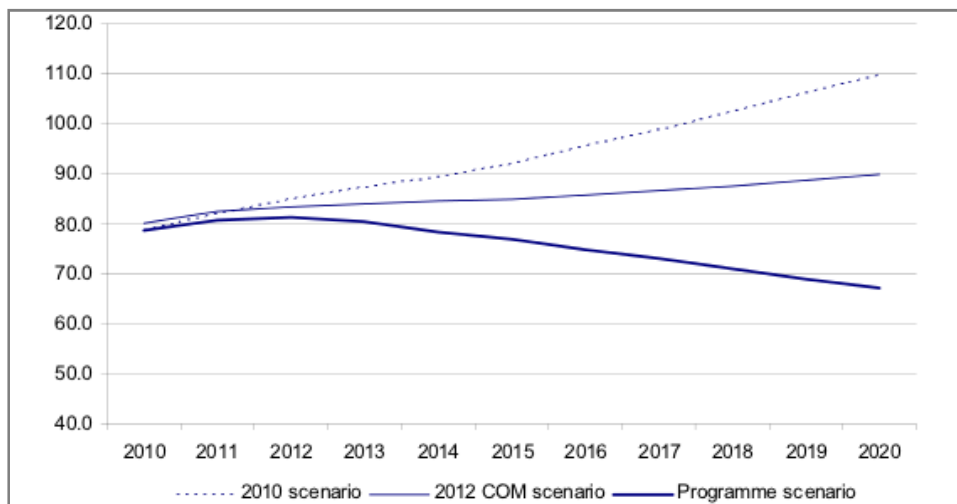


Gráfico 31: Proyecciones a medio plazo para la UE. Deuda pública. (en % del PIB)

Fuente: SCPs, Commission services.

### C. LOS ORÍGENES DE LA CRISIS EN LA ZONA EURO.

Los países que se adhirieron a la Unión Monetaria perdieron algo más que un mero instrumento de política económica como el tipo de interés o el tipo de cambio, ya que perdieron a su vez la capacidad para emitir deuda en una moneda sobre la cual pudieran tener un completo control, provocando así una pérdida de confianza de los inversores por las razones que a continuación vamos a comentar.

Supongamos, por poner un ejemplo, que los inversores temen la quiebra de un país como España. Lógicamente, venderían bonos españoles, elevando así el tipo de interés, utilizando los euros obtenidos con la venta para comprar, por ejemplo, bonos alemanes. En consecuencia, España sufriría una crisis de liquidez derivada de la dificultad para financiar su deuda a tipos de interés razonables. Además, el gobierno español no podría forzar al Banco de España para que comprase la deuda, ni tampoco al BCE puesto que no controla dicha institución.

Esta situación no ocurriría en el caso de poder emitirse deuda en la propia moneda. Supongamos, por ejemplo, que los inversores temen la quiebra de un país como el Reino Unido. En este caso, venderían bonos del Reino Unido elevando el tipo de interés. Con las libras obtenidas, acudirían al mercado de divisas para venderlas, ajustándose el tipo de cambio mediante la depreciación de la moneda. Incluso aunque el gobierno del Reino Unido no pudiera financiar su deuda a tipos razonables de interés, siempre podría forzar al Banco de Inglaterra a

comprarla, por lo que es mucho menos probable que una crisis de liquidez pueda generar la quiebra del país.

La diferencia entre los mecanismos de ambos países explica por qué en España la prima de riesgo es considerablemente superior a la del Reino Unido, a pesar de que los niveles de déficit y deuda pública españoles son significativamente más bajos, tal y como muestran los dos gráficos siguientes:

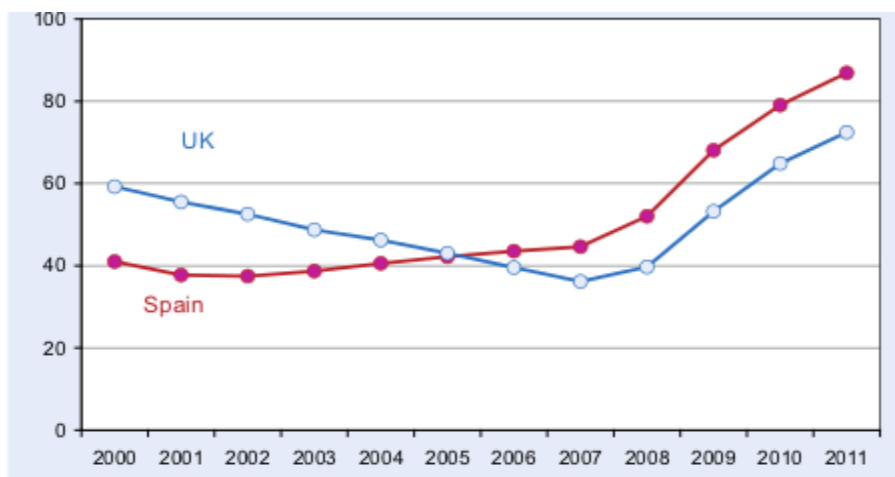


Gráfico 32: Deuda pública bruta: Reino Unido y España. (en % del PIB)

Fuente: AMECO.



Gráfico 33: Tipos de interés públicos a 10 años: Reino Unido y España

Fuente: Datastream.

Parece existir un consenso cada vez mayor en Europa sobre el fracaso del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) en mantener bajo control tanto los déficits presupuestarios como los niveles de deuda pública de los países de la Eurozona. Sin embargo, De Grauwe (2010) afirma

que a excepción de Grecia, en el resto de países la crisis de la deuda soberana no tiene que ver con el fracaso del citado pacto, sino con la insostenible acumulación de deuda en el sector privado.

En los gráficos 34 y 35 podemos observar que tanto la deuda de las familias como la de los bancos se incrementaron rápidamente antes de la crisis de la deuda. Sin embargo, y de forma sorprendente, el único sector que no experimentó un incremento de su deuda en porcentaje del PIB fue el sector público. La acumulación de la deuda privada en la Eurozona desencadenó entonces un fenómeno conocido como deflación de la deuda, que supuso que los gobiernos de los países de la Eurozona aumentaran sus propios niveles de deuda a través de dos vías: por un lado, haciéndose cargo de buena parte de la deuda privada (principalmente, deuda bancaria) y por otro, por el papel de los estabilizadores automáticos (que redujeron los ingresos tributarios al aparecer la recesión). En consecuencia, desde el estallido de la crisis financiera, los ratios de deuda pública en relación al PIB aumentaron rápidamente.

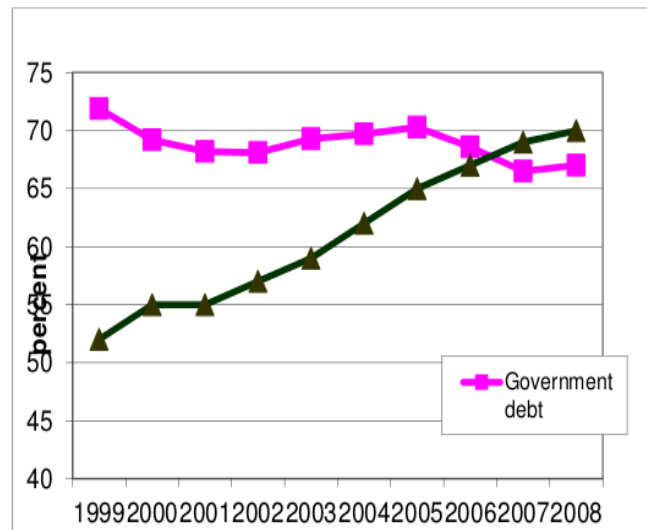


Gráfico 34: Deudas de familias y gobiernos en la Eurozona (en % del PIB)

Fuente: European Comission, AMECO database y CEPS.

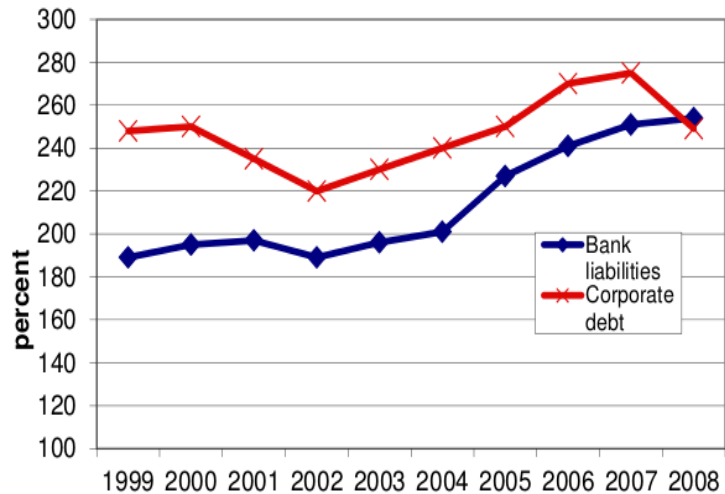


Gráfico 35: Deudas bancarias y de empresas en la Eurozona (en % del PIB)  
 Fuente: European Comission, AMECO database y CEPS.

En el gráfico 36 se muestran los ratios de deuda pública en relación al PIB de los países de la Eurozona antes y después de la aparición de la crisis. Como se puede observar, a excepción de Alemania y Portugal, en el resto de países los ratios estaban disminuyendo antes de 2008. Incluso países como Irlanda y España, que son dos de los que más han sufrido últimamente la crisis de la deuda, presentaban excelentes valores de los ratios.

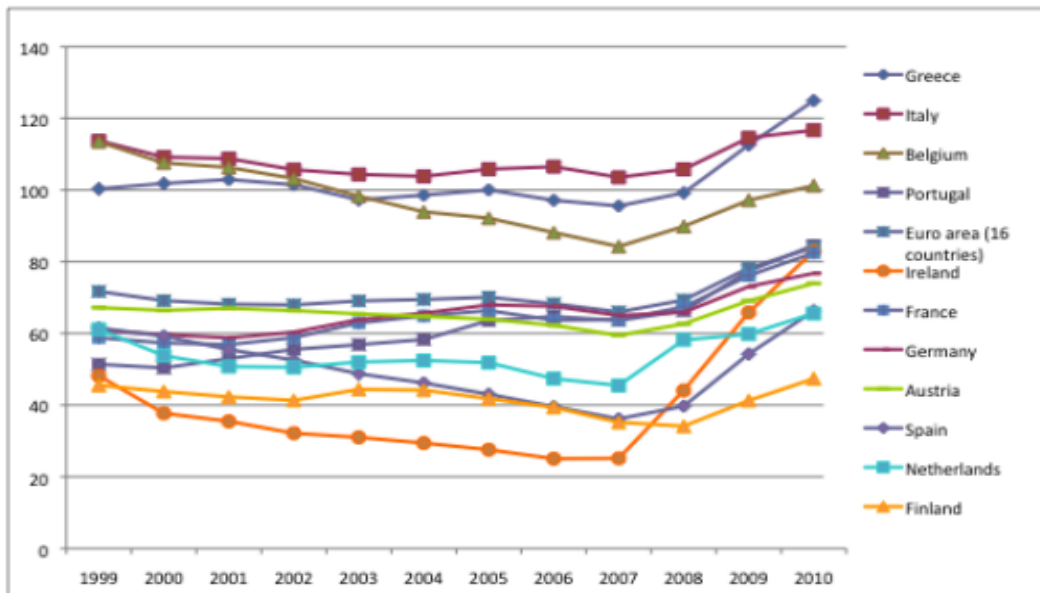


Gráfico 36: Deuda pública en los países de la Eurozona (en % del PIB)  
 Fuente: European Comission, AMECO database.

La conclusión que podemos extraer de este análisis es que la crisis de la deuda no se debe al despilfarro de los gobiernos sino a la excesiva acumulación de deuda privada durante la década que precedió a la crisis, por lo que los esfuerzos que se están realizando para imponer rígidas normas presupuestarias pueden resultar inútiles para evitar futuras crisis de deuda.

Las oscilaciones en los niveles de deuda tuvieron mucho que ver con oleadas de optimismo y pesimismo específicas de cada país. Por ejemplo, al principio de la década del 2000, una ola de optimismo (favorecida por una fuerte disminución de los tipos de interés reales) se apoderó de países como España e Irlanda, mientras el pesimismo prevalecía en Alemania. Estos “espíritus animales”, como denominó De Grauwe (2010), contribuyeron, dada su naturaleza autorrealizable, a la creación de burbujas en aquellos países contagiados por el optimismo.

El tamaño de estas burbujas depende en última instancia de cómo se financien. Cuando se inicia una burbuja, el crédito tiende a incrementarse de forma automática, sobre todo porque al aumentar el valor de los activos (en particular, el de los bienes inmuebles), los bancos tienen mayores garantías para otorgar los préstamos. Como consecuencia, el aumento del crédito bancario contribuye a aumentar la burbuja. Esta situación se ilustra en el gráfico 37, que presenta la correlación existente entre los precios reales de las viviendas y el crédito bancario, utilizando un estudio del FMI.

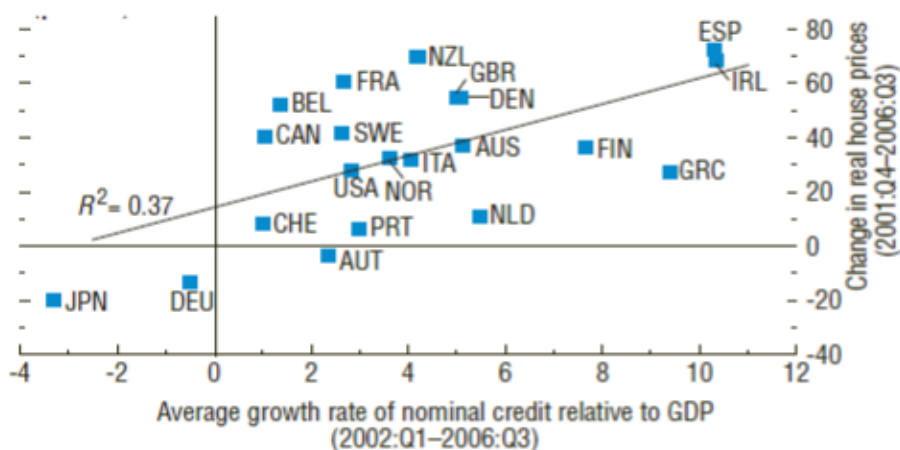


Gráfico 37: Precios de las viviendas en términos reales y tasa de crecimiento nominal del crédito en relación al PIB (en porcentaje)

Fuente: Kannan (2009).

En definitiva, el desarrollo de las burbujas no sólo fue responsabilidad de los gobiernos nacionales (porque fracasaron en contrarrestarlas con políticas presupuestarias anticíclicas), sino también de las autoridades monetarias (porque fracasaron al no ejercer un control más fuerte sobre el crédito bancario). El hecho de que el crédito bancario sea el principal causante de las

burbujas y que las autoridades monetarias sean las encargadas de controlarlo, parece indicar que es mayor la responsabilidad de las autoridades monetarias europeas (especialmente, el BCE) en el desarrollo de los insostenibles niveles de deuda privada que la de los gobiernos nacionales.

Los defensores del papel del BCE sostienen que éste no puede hacer nada para controlar los agregados nacionales (en este caso, el crédito bancario de cada país), puesto que sólo puede controlar el crédito bancario de la zona euro en su conjunto. Incluso asumiendo este hecho, el BCE tiene una gran responsabilidad en el desarrollo de la crisis. El gráfico 38 muestra las tasas de crecimiento del crédito bancario de la Eurozona en el período 1999-2009. Podemos observar que durante los años de las burbujas, el total del crédito de la Eurozona se incrementó más de un 10% cada año.

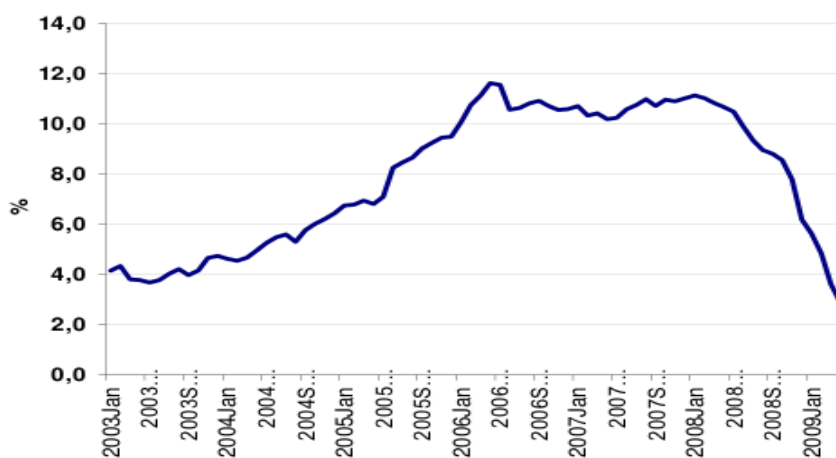


Gráfico 38: Tasa de crecimiento de los préstamos bancarios en la Eurozona.  
Fuente: De Grauwe (2010).

Seguramente, el BCE podría haber hecho algo más para controlar las tasas de crecimiento del crédito bancario. Esto no quiere decir que el BCE hubiera tenido que seguir una política diferente de tipos de interés que la que siguió, sino que podría haber utilizado otros instrumentos como el coeficiente mínimo de reservas para haber controlado la tasa de crecimiento del crédito. Esto habría reducido la intensidad de la expansión del crédito bancario en aquellos países que experimentaron burbujas inmobiliarias.

Además, el Eurosistema podría haber fijado diferentes requerimientos mínimos de reservas para los diferentes mercados bancarios nacionales, aplicando los más altos a aquéllos que estaban experimentando mayores tasas de crecimiento del crédito bancario (Irlanda y España). Al estar todavía muy segmentada la banca minorista en los países de la Eurozona, hubiera sido factible la aplicación de diferentes requisitos mínimos de reservas. Del análisis precedente, se deduce que la reforma de la gobernanza económica de la Eurozona no sólo debería centrarse en las responsabilidades de los gobiernos nacionales, sino también en las de las autoridades monetarias europeas, y en particular, las del BCE.



Una objeción al análisis anterior es que los responsables últimos de atajar los excesivos riesgos asumidos por la banca deben ser los supervisores financieros. Si los bancos amplían en exceso su crédito, y por tanto, incrementan el riesgo de sus balances, los supervisores nacionales deberán intervenir. Esto no supone que el Eurosistema pueda eludir su responsabilidad de mantener la estabilidad financiera, puesto que es el que tiene el mejor conjunto de herramientas para afrontar las consecuencias macroeconómicas de los posibles desequilibrios.

Las recientes reformas adoptadas en relación a la supervisión en la zona euro aumentarán el margen de acción del Eurosistema. La creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, cuyo presidente será el mismo que el del BCE, permitirá una mayor vigilancia de los riesgos sistémicos emergentes en la zona euro. No obstante, resulta cuanto menos paradójico que el presidente de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (BCE) pueda avisar de la existencia de dichos riesgos y a continuación no pueda tomar medidas para reducirlos, teniendo que dejar esta tarea en manos de los supervisores nacionales.

#### D. EL EFECTO CONTAGIO.

Según Wyplosz (2010), la existencia de una moneda única ha servido para impedir las más que probables crisis (o fortísimas depreciaciones) de las monedas nacionales de varios países como Grecia o Irlanda. Como se aprecia en el gráfico 39, las elevadas primas de riesgo de éstos y de otros países como Italia y España reflejan la incertidumbre de los mercados sobre la sostenibilidad de la deuda pública de los países con mayores dificultades. En ausencia del euro, es también muy probable que estos países hubieran podido experimentar una fuerte presión sobre sus tipos de cambio.

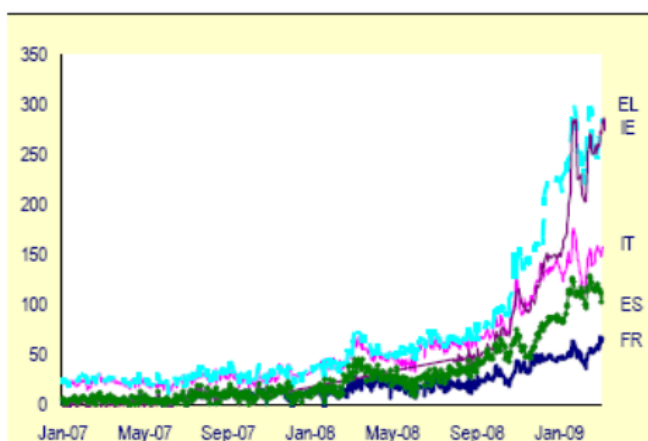


Gráfico 39: Primas de riesgo de los Bonos del Tesoro (puntos básicos)

Fuente: European Commission (2009).

La evidencia muestra que pertenecer a la Eurozona no protege a los países miembros de la presión financiera que pueda sufrir uno de ellos. Este aspecto no se tuvo en cuenta durante un largo período de tiempo en el cual las primas de riesgo fueron muy pequeñas y raramente excedieron los 25 puntos básicos. Incluso el Banco Central Europeo obvió el hecho de que los mercados no vigilaban de forma adecuada las finanzas públicas naciones y peor aún, que los mismos mercados esperaban erróneamente que la regla de no rescate (que impedía préstamos de emergencia a los gobiernos nacionales por parte de las instituciones europeas o de otros gobiernos) fuese no vinculante. Como se ha podido comprobar recientemente, los mercados sólo actúan cuando observan que algún gobierno puede experimentar dificultades para afrontar el pago de su deuda.

Resulta curioso que el debate sobre la cláusula de no-rescate haya surgido cuando los diferenciales de las primas de riesgo han comenzado a aumentar (es decir, cuando los mercados han sentido que era posible su aplicación). Y aún es más extraño que algunos países, e incluso el propio BCE, hayan sugerido la posibilidad de aplicar mecanismos alternativos que no violarían la cláusula de no-rescate. De hecho, el propio Presidente de la Comisión Europea, José Manuel Barroso afirmó que la Eurozona estaba preparada para ayudar a sus miembros en el caso de que alguno de ellos no pudiera afrontar el pago de su deuda.

Puede que estas declaraciones se hicieran con el objetivo de tranquilizar a los mercados, pero revelan que en el fondo la propia naturaleza de la integración europea hace que sea muy costoso para la UE permitir que uno de sus miembros pueda incurrir en un impago (incluso parcial) de su deuda, especialmente en períodos de intensas tensiones financieras.

## 2. LA REFORMA DE LA POLÍTICA FISCAL.

### A. IMPORTANCIA DE LAS REGLAS FISCALES NACIONALES.

Iara y Wolff (2010) destacan la importancia de aplicar reglas fiscales nacionales para reducir la prima de riesgo soberana especialmente en tiempos de elevada incertidumbre en los mercados financieros. Según sus estimaciones, la correcta aplicación de estas reglas fiscales podría reducir las primas de riesgo de los países de la Eurozona entre 80 y 100 puntos básicos en relación a la prima de riesgo alemana.

Un aspecto importante a considerar es la fortaleza legal de la regla fiscal, dado que los países que operen con reglas fiscales con la base legal más fuerte (por ejemplo, reglas fijadas constitucionalmente) tendrán primas de riesgo más bajas. El rigor en la aplicación de los mecanismos establecidos por las reglas fiscales favorecerá su efectividad y contribuirá también a la reducción de la prima de riesgo.

En definitiva, la aplicación de reglas fiscales nacionales tendrá un efecto beneficioso al reducir la incertidumbre de los mercados sobre la evolución de las variables fiscales, aspecto especialmente importante en tiempos como los actuales de alta aversión al riesgo. Todo ello redundará en una mayor confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La implementación de reglas fiscales nacionales puede contribuir al logro de la estabilidad presupuestaria. En España, se han incorporado a la Constitución los límites al déficit y al ratio de deuda pública establecidos por la Unión Europea, haciéndolos extensibles a la totalidad de las Administraciones Públicas. Su carácter constitucional refuerza a priori su grado de cumplimiento, teniendo en cuenta además que el resto de leyes deberán adaptarse a los límites fijados. El hecho de que el límite para el déficit público se establezca en términos estructurales supone que, aunque plantee problemas de medición, servirá para permitir un cierto papel estabilizador de la política fiscal a través de los estabilizadores automáticos.

El grado de efectividad de esta norma constitucional dependerá de los mecanismos de control y cumplimiento que se desarrollarán en una ley orgánica, que deberá recoger a su vez cuestiones como los procedimientos para identificar a tiempo los riesgos que puedan impedir alcanzar los objetivos fijados con el fin de adoptar posibles medidas correctoras, la acotación clara y estricta de los supuestos de excepcionalidad incluyendo la pauta temporal para volver a los límites establecidos en caso de desviaciones, los mecanismos adecuados para asegurar el cumplimiento de los objetivos, incorporando sistemas de sanciones y cláusulas de ajuste automático de ingresos y gastos en caso de no lograrse los objetivos fiscales.

Además del establecimiento de este nuevo marco presupuestario nacional, también se introducirá como refuerzo una nueva regla de gasto público que, a grandes rasgos, limitará su incremento anual al crecimiento nominal de la economía a medio plazo<sup>35</sup>. Si esta regla se hubiera aplicado anteriormente, se habría facilitado el ahorro de los ingresos extraordinarios derivados de la expansión inmobiliaria, llevando a un déficit público inferior al actual y a una situación más saneada de las cuentas públicas.

## B. LA REFORMA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO.

Hasta ahora, el marco fiscal de los países de la Eurozona estaba definido por el Tratado constitutivo de la Unión Europea y por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En este marco se definen unos límites cuantitativos para el déficit y la deuda públicos, así como un mecanismo encargado de vigilar su cumplimiento (vertiente preventiva del PEC) y un procedimiento para corregir las posibles desviaciones que se puedan producir (vertiente correctiva del PEC).

---

<sup>35</sup> Media de las tasas de crecimiento del PIB real previstas en el Programa de Estabilidad para el ejercicio corriente y los tres ejercicios siguientes y las registradas en los cinco años anteriores.

Se exige que el déficit público no supere el 3% del PIB y que la deuda pública sea inferior al 60% del PIB. Además, se fija un objetivo a medio plazo, que consiste en mantener un saldo público estructural equilibrado para cada país, que dependerá de su nivel de deuda pública, de su tasa de crecimiento potencial y de los pasivos implícitos (especialmente los derivados del envejecimiento de la población). El siguiente cuadro muestra los objetivos fijados para cada país en términos de saldo estructural, así como otros datos representativos de su posición fiscal.

Porcentaje del PIB

	Objetivos de medio plazo (a)	Saldo estructural			Saldo observado			Deuda pública		
		1999	2007	2010	1999	2007	2010	1999	2007	2010
Bélgica	0,5	-1,4	-1,4	-2,8	-0,6	-0,3	-4,1	113,7	84,2	96,8
Alemania	-0,5	-1,6	-0,5	-2,2	-1,5	0,3	-3,3	60,9	64,9	83,2
Estonia	0,0	-1,8	-1,0	2,5	-3,5	2,5	0,1	6,0	3,7	6,6
Irlanda	-0,5	1,3	-1,8	-30,3	2,7	0,1	-32,4	48,5	25,0	96,2
Grecia	0,0	-3,4	-7,5	-8,2	-3,1	-6,4	-10,5	94,0	105,4	142,8
España	0,0	-2,0	1,3	-7,0	-1,4	1,9	-9,2	62,3	36,1	60,1
Francia	0,0	-2,4	-3,7	-5,1	-1,8	-2,7	-7,0	58,8	63,9	81,7
Italia	0,0	-1,6	-3,0	-2,9	-1,7	-1,5	-4,6	113,7	103,6	119,0
Chipre	0,0	-4,4	2,7	-4,6	-4,3	3,4	-5,3	51,8	58,3	60,8
Luxemburgo	0,5	2,1	1,9	0,1	3,4	3,7	-1,7	6,4	6,7	18,4
Malta	0,0	-8,4	-2,1	-3,5	-7,7	-2,4	-3,6	57,1	62,0	68,0
Países Bajos	-0,5	-0,5	-0,9	-3,8	0,4	0,2	-5,4	61,1	45,3	62,7
Austria	0,0	-3,0	-2,0	-3,7	-2,3	-0,9	-4,6	67,2	60,7	72,3
Portugal	-0,5	-3,7	-3,4	-8,8	-2,7	-3,1	-9,1	49,6	68,3	93,0
Eslovenia	0,0	-3,4	-2,9	-3,0	-3,0	-0,1	-5,6	24,3	23,1	38,0
Eslovaquia	0,0	-6,7	-3,6	-7,4	-7,4	-1,8	-7,9	47,8	29,6	41,0
Finlandia	0,5	0,3	2,6	0,2	1,6	5,2	-2,5	45,7	35,2	48,4

FUENTES: Comisión Europea (2010) y AMECO.

Fuente: Comisión Europea (2010) y AMECO.

La vertiente preventiva del PEC consiste en el seguimiento de forma periódica por parte de la Comisión y el Consejo Europeo de las finanzas públicas de los distintos países a partir de los Programas de Estabilidad y Convergencia que éstos tienen que presentar anualmente. La vertiente correctiva del PEC establece un procedimiento de déficit excesivo que deberán aplicar los países que superen los límites fijados, estableciéndose unos plazos para aplicar las medidas correctivas que sean necesarias, con sanciones en caso de incumplimiento.

En la última década, de marcado carácter expansivo, el PEC se mostró incapaz de promover el saneamiento de las deudas públicas, tal y como se observa en el cuadro anterior. El déficit estructural de la zona euro en 2007 (año previo a la crisis económica) se situó en el -1,7% del PIB, dato similar al observado en 1999. Tan sólo cinco países hubieran alcanzado sus objetivos fijados para el medio plazo (Alemania, España, Chipre, Luxemburgo y Finlandia) y ocho de ellos mantenían un ratio de deuda pública superior al 60%. Esta situación provocó que con el impacto de la crisis

económica y financiera sobre las perspectivas de crecimiento y las finanzas públicas se deteriorara rápidamente la situación presupuestaria de la mayoría de los países de la zona euro. Por ello, en el contexto de reforma del marco de gobernanza europeo, es de vital importancia la modificación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los cambios más importantes del nuevo PEC son los siguientes:

- En primer lugar, se refuerza la vertiente preventiva incorporando como criterio que la tasa de crecimiento del gasto público no supere el crecimiento del PIB a medio plazo (a no ser que se acompañe de incrementos discrecionales de los ingresos públicos). Con ello se trata de evitar situaciones pasadas en las que un incremento excepcional de los ingresos extraordinarios condujo también a un crecimiento excesivo del gasto<sup>36</sup>.
- En segundo lugar, se refuerza el criterio de la deuda pública, exigiendo a los países cuya deuda supere el 60% del PIB que avancen de forma más rápida hacia sus objetivos presupuestarios a medio plazo, estando sujetos además a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo (a menos que el ritmo de descenso de la deuda durante un determinado período se considere satisfactorio<sup>37</sup>).
- En tercer lugar, se incluyen nuevas obligaciones de información y nuevas sanciones financieras que se aplicarán de forma más gradual y automática.
- Por último, los marcos presupuestarios nacionales deberán ajustarse a los requisitos mínimos fijados en lo referente a sistemas de contabilidad y estadísticas públicos, reglas fiscales numéricas, sistemas de previsión, objetivos presupuestarios efectivos a medio plazo y cobertura de todos los subniveles de las Administraciones Públicas. Además, se promoverán los procesos presupuestarios “de arriba hacia abajo” así como la utilización de análisis, valoraciones y previsiones efectuadas por consejos fiscales independientes.

### C. LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA EN LA UE.

En un contexto como el actual, la reforma de la gobernanza económica en la Unión Europea propuesta por el Grupo de Trabajo de Van Rompuy y la Comisión Europea supone un avance importante para reforzar la coordinación de las políticas económicas con el fin de fortalecer la disciplina fiscal y corregir los desequilibrios macroeconómicos. En el ámbito fiscal, el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento concede una mayor importancia a la deuda pública como variable clave para valorar la posición fiscal de un país. Además, establece un sistema de sanciones más transparente y automático que el anterior (y aplicable en fases más tempranas),

---

<sup>36</sup> Por ejemplo, lo ocurrido en España con los ingresos públicos extraordinarios derivados de la burbuja inmobiliaria.

<sup>37</sup> La Comisión Europea considera como ritmo satisfactorio que la deuda se reduzca en promedio en tres años en una vigésima parte de la cantidad en la que difiere del valor de referencia del 60%.

aunque todavía supeditado al procedimiento de mayorías cualificadas que rige las decisiones del Consejo. A su vez, el nuevo PEC fija también un mecanismo de detección, prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos que no sólo vigila la trayectoria de la deuda pública, sino también la de la deuda privada. Por último, la creación del nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad supone un importante avance para gestionar y resolver posibles crisis futuras.

A continuación, se muestra en el siguiente cuadro una comparativa entre los procedimientos actuales y las recomendaciones del Grupo de Trabajo en los aspectos anteriormente citados:

PROCEDIMIENTO ACTUAL	RECOMENDACIONES DEL GRUPO DE TRABAJO
<b>Sanciones del brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento</b>	
<p>En caso de desviación de la senda de ajuste:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aviso de la Comisión.</li> <li>- El Consejo podrá emitir una recomendación fijando un plazo para la corrección de la desviación.</li> </ul>	<p>En caso de desviación de la senda de ajuste:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aviso de la Comisión.</li> <li>- Recomendación del Consejo (en un mes) fijando un plazo para la corrección de la desviación.</li> <li>- Sanción en forma de depósito remunerado si no se toman acciones apropiadas en un plazo de cinco meses (tres en casos graves).</li> </ul>
<b>Sanciones del brazo correctivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento</b>	
<p>Cuando un Estado miembro es situado en Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), se fija un plazo de seis meses para tomar acciones que corrijan la situación (art. 126.6).</p>	<p>Cuando un Estado miembro es situado en PDE, existen dos posibilidades:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Si el Estado ya ha sido sometido a sanciones del brazo preventivo del PEC, se impondrá inmediatamente una sanción en forma de depósito no remunerado.</li> <li>- En caso contrario, el Consejo adoptará una recomendación fijando un plazo para tomar acciones efectivas. En situaciones particularmente serias, se podrán aplicar sanciones de modo inmediato.</li> </ul>
<p>Si no se han realizado acciones en el plazo señalado, el Consejo hará pública su recomendación (art. 126.8). También podrá realizar un aviso al Estado en cuestión para que tome medidas para reducir el déficit (art. 126.9).</p>	<p>Si no se realizan acciones en el plazo señalado, se aplicará una multa.</p>
<p>Si el Estado incumple las recomendaciones del Consejo de modo reiterado, el Consejo podrá aplicar sanciones (art. 126.11).</p>	<p>Si el Estado incumple las recomendaciones del Consejo de modo reiterado, la multa será incrementada e incluirá un componente variable ligado al nivel del déficit.</p>
<b>Procedimiento de toma de decisiones</b>	
<p>Todas las decisiones se toman por el Consejo, con base en las recomendaciones de la Comisión, bajo la regla de mayoría normal cualificada.</p>	<p>Las decisiones previstas en el Tratado se tomarán de acuerdo con las reglas de votación actuales. Todas las decisiones del nuevo régimen de sanciones basado en el artículo 136 del Tratado se tomarán de acuerdo con la regla de mayoría inversa cualificada.</p>
<b>Supervisión macroeconómica</b>	
<p>En caso de que las políticas económicas de un Estado miembro no se hallen en línea con las Grandes Orientaciones de Política Económica, o bien puedan suponer una amenaza para el adecuado funcionamiento de la UEM:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aviso de la Comisión.</li> <li>- El Consejo puede emitir una recomendación fijando un plazo para corregir la desviación.</li> </ul> <p>(No existe un conjunto de indicadores señalado en los que basar la valoración).</p>	<p>Se utilizará un mecanismo de alerta basado en un conjunto de indicadores económicos para realizar el seguimiento y valoración de los desequilibrios y vulnerabilidades macroeconómicas.</p> <p>En caso de que las políticas económicas de un Estado miembro no se hallen en línea con las Grandes Orientaciones de Política Económica, o bien puedan suponer una amenaza para el adecuado funcionamiento de la UEM:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aviso de la Comisión.</li> <li>- En caso de desequilibrios particularmente graves, el Consejo situará al país en «posición de desequilibrio excesivo», con una recomendación para corregir los desequilibrios.</li> <li>- Aumento de los requerimientos de información.</li> <li>- En caso de incumplimiento reiterado de las recomendaciones, se aplicarán sanciones a los Estados miembros de la UEM.</li> </ul>

Fuente: Comisión Europea

El BCE se ha mostrado crítico con algunos aspectos de la nueva reforma fiscal:

- Considera que las sanciones deberían aplicarse de forma cuasiamotomática, eliminando la discrecionalidad y estableciendo claramente los supuestos de excepcionalidad.
- Propone establecer unos objetivos más ambiciosos de reducción del ratio de la deuda pública cuando éste supere el 60%.
- Pone especial énfasis en la disponibilidad de datos estadísticos y recomienda recurrir a expertos independientes para efectuar evaluaciones externas.
- Recomienda una supervisión prioritaria de los países con menor competitividad y mayor déficit por cuenta corriente, así como un examen más profundo de los países con mayor riesgo de desequilibrio, con recomendaciones siempre públicas de las posibles medidas correctivas.

El hecho de que se conceda una mayor capacidad de supervisión a las instituciones europeas (especialmente, la Comisión Europea) puede generar tensiones si no se profundiza más allá en la unión política y monetaria. No obstante, esto no debe ser obstáculo para la implantación de una reforma fiscal ambiciosa que establezca reglas ex-ante y procedimientos tan automáticos como sea posible, con instituciones independientes que contribuyan a mejorar los procesos de coordinación y supervisión.

#### D. INTEGRACIÓN POLÍTICA Y CONVERGENCIA EN LA EUROZONA.

Según De Grauwe (2011), existen dos problemas principales en la unión monetaria que requieren acciones gubernamentales. En primer lugar, existe un problema de coordinación que ha provocado que los mercados financieros hayan conducido a algunos países a una difícil situación, que podría resolverse con una acción colectiva que recondujera la situación al equilibrio. En segundo lugar, la propia Eurozona crea externalidades (principalmente, vía contagio) que podrían solucionarse con una internalización de las mismas por parte de los gobiernos.

En definitiva, la solución podría ser la existencia de una unión política completa con un presupuesto común que permitiera consolidar los presupuestos nacionales de cada país en uno solo. El gobierno federal resultante podría entonces emitir deuda en una moneda sobre la que tendría un control total. Sin embargo, no existen actualmente perspectivas de que esta unión política plena pueda materializarse, lo que implica que seguirá existiendo fragilidad en la Eurozona.

No obstante, se pueden dar pequeños pasos para avanzar hacia una mayor integración política. A continuación, analizamos tres de ellos, cada uno de los cuales requiere a su vez cambios institucionales:

#### 1. Un Fondo Monetario Europeo (Mecanismo Europeo de Estabilidad).

En la UE se dio un importante paso cuando en mayo de 2010 se constituyó el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que se transformó posteriormente en un fondo de carácter permanente denominado Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE), esto es, una especie de Fondo Monetario Europeo constituido por las aportaciones de los países participantes para proporcionar préstamos a países en dificultades.

A pesar de que el reforzamiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y el establecimiento de un nuevo sistema de vigilancia de los desequilibrios económicos hace menos probable que se generen en el futuro crisis tan graves como la actual, es necesario crear un mecanismo suficientemente robusto y de carácter permanente para gestionar futuras crisis en caso de que surjan, evitando a la vez el riesgo de contagio en la zona euro. Así, se han sentado las bases para el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad, cuyo objetivo será salvaguardar la estabilidad financiera de la zona euro proporcionando como hemos dicho asistencia financiera a los países con dificultades financieras. Las condiciones bajo las cuales se podrá obtener la ayuda son muy estrictas y requerirán un análisis previo de la sostenibilidad de la deuda para asegurar una eficaz corrección de los desequilibrios y minimizar el riesgo moral.

Según De Grauwe (2011), es importante que el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad proporcione ayuda financiera de forma más eficiente que como lo ha hecho hasta ahora el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que como pudimos comprobar en el caso irlandés prestó ayuda a una tipo de interés muy elevado (casi un 6%). Este hecho tiene dos desafortunadas consecuencias: por un lado, hace más difícil reducir el déficit presupuestario de los países que han recibido la ayuda (y en consecuencia, la carga de la deuda), y por otro, manda una señal al mercado de que puede existir un riesgo significativo de incumplimiento, lo cual genera todavía mayor incertidumbre (y en consecuencia, un aumento todavía mayor de la prima de riesgo del país receptor). Este autor propone un enfoque más inteligente basado en el palo y la zanahoria. El palo hace referencia a la condicionalidad de la ayuda, que sólo se podrá recibir si el país adopta un programa de austeridad durante un período lo suficientemente largo como para que el crecimiento económico permita reducir la carga de la deuda. La zanahoria se refiere a la concesión de la ayuda a un tipo de interés lo suficientemente bajo como para permitir frenar la acumulación de la deuda y a la vez generar confianza en los mercados sobre el éxito del programa de austeridad adoptado (incentivando también de esta forma la compra de deuda a un tipo de interés razonable por parte de los mercados). A pesar de ello, parece que el Mecanismo Europeo de Estabilidad aplicará finalmente una sobretasa de 200 puntos básicos al coste de la financiación,



enviando así a los mercados señales de que ni siquiera cree en el éxito de su propio programa de préstamos.

Otra diferencia importante entre el actual Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad consiste en que este último contempla la posibilidad de participación del sector privado, aunque sólo en casos extraordinarios. La incertidumbre sobre cuál podría ser el papel del sector privado provocó en su momento una mayor inestabilidad en los mercados, puesto que si bien una ausencia total de obligaciones puede implicar una situación de riesgo moral, ya que se introducen distorsiones en los incentivos de los inversores para discriminar entre los países emisores de deuda soberana y además disminuyen los incentivos de los países deudores para aplicar políticas económicas rigurosas, también es cierto que con el nuevo marco de gobernanza las crisis serán más excepcionales y seguramente dispares, por lo que enunciar todas las posibles formas de participación del sector privado en las posibles modalidades de reestructuración será una tarea enormemente compleja. De hecho, el FMI se ha inclinado por fórmulas particulares ajustadas a cada caso específico cuando ha optado por fórmulas que implicaban la participación del sector privado.

Por ello, el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilidad establece que sólo ante el improbable caso de que un país sea considerado insolvente, la concesión de la ayuda estará condicionada a que el país negocie un plan integral de reestructuración de la deuda con los acreedores privados, con el fin de garantizar la sostenibilidad de la deuda. La introducción a partir de junio de 2013 de las denominadas "cláusulas de acción colectiva" en las nuevas emisiones de deuda pública de los países de la zona euro servirá para facilitar los acuerdos sobre las condiciones concretas de la reestructuración. Así, la reestructuración de la deuda sólo será una condición para la concesión de ayuda financiera en el improbable caso de que un país no sea solvente.

Según De Grauwe (2010), la introducción de estas "cláusulas de acción colectiva" puede tener un doble efecto negativo, ya que los tenedores privados de bonos exigirán un tipo de interés mayor para compensar el riesgo adicional que supone que sus bonos puedan perder valor si un país recurre al Mecanismo Europeo de Estabilidad, y además, en caso de venta masiva de bonos para evitar potenciales pérdidas si se sospecha una posible intervención del MEE, se incrementará el tipo de interés de dichos bonos haciendo precisamente más probable la intervención. Además, los países que soliciten ayuda financiera al MEE deberán adoptar duros programas de ajuste presupuestario como condición para obtener la financiación, por lo que en un contexto de recesión esta situación podría forzar a los países a adoptar políticas procíclicas de reducción de gastos e incremento de impuestos que agravarían todavía más la recesión.

## 2. Emisión conjunta de Eurobonos vs. Adquisición de bonos por parte del BCE.

La emisión conjunta de Eurobonos podría suponer un importante mecanismo para internalizar las externalidades de la Eurozona. Mediante la emisión conjunta de Eurobonos, los

países participantes pasan a ser solidariamente responsables de la deuda que han emitido conjuntamente. Dicha medida puede servir por un lado para convencer a los mercados del compromiso de los países con la moneda única y por otro, para proteger a los países de posibles crisis de liquidez desestabilizadoras que puedan surgir por su incapacidad para controlar la moneda en que emiten su deuda.

No obstante, la emisión de Eurobonos plantea graves problemas que requieren solución. Uno de ellos es el riesgo moral, puesto que al ser todos los países corresponsables en la emisión de deuda, se genera un peligroso incentivo para emitir deuda en exceso al confiar los países en este seguro implícito. De ahí la reticencia de muchos países que actúan de forma responsable a participar en una emisión común de Eurobonos. Otro problema adicional es que los países de la Unión Europea que pueden endeudarse a un menor coste como Alemania, Finlandia o los Países Bajos<sup>38</sup> tienen pocos incentivos para participar, puesto que el coste de su endeudamiento se encarecería al unirse a otros países con peores condiciones de crédito.

No obstante, De Grauwe afirma que con un diseño adecuado del sistema común de Eurobonos que actuara sobre sus cantidades y precios podría eliminarse el riesgo moral y además atraer la participación de los países con mejores condiciones crediticias.

El diseño de este sistema combinaría las propuestas de Bruegel (Delpla y von Weizsacker, 2010) y las De Grauwe y Moesen (2009). La primera de ellas se basa en crear diferentes tipos de bonos y funcionaría de la siguiente manera: Los países podrían participar en la emisión conjunta de Eurobonos hasta el 60% de su PIB, creando "bonos azules", que tendrían la mejor calificación posible. Por encima del 60%, los países emitirían bonos en sus mercados nacionales, creando "bonos rojos", que tendrían una prima de riesgo más alta. Esta situación creará un fuerte incentivo para que los gobiernos traten de reducir su deuda.

Esta propuesta es criticable puesto que si el riesgo subyacente de los bonos de los diferentes países no se altera, la forma en que se financie es indiferente, puesto que el coste medio del endeudamiento será el mismo tanto si existe un solo tipo de bono como si existen los dos anteriormente citados, puesto que el mayor tipo de interés de los "bonos rojos" se compensará con el menor de los "bonos azules"<sup>39</sup>. Sin embargo, si tenemos en cuenta que una emisión conjunta de Eurobonos con éxito puede hacer disminuir el riesgo subyacente de los países, el coste medio de la deuda disminuirá y además el coste marginal de endeudamiento aumentará, incentivándose así la reducción del nivel de deuda, y por tanto, el riesgo moral.

La propuesta de De Grauwe y Moesen (2009) actúa sobre los precios de los Eurobonos y se basa en las siguientes premisas: Los países que participen en la emisión de "bonos azules" tendrán tarifas diferentes en función su nivel de deuda. A su vez, Los países con altos niveles de deuda pagarán una tarifa más alta (y al contrario). En la práctica, esto significa que los países fiscalmente

---

<sup>38</sup> Países con una calificación de triple A por parte de las principales agencias de calificación.

<sup>39</sup> Esta es una clara aplicación del teorema de Modigliani-Miller, que afirma que el valor de una empresa no se ve afectado por la forma en que ésta estructure su deuda.

prudentes tendrán que pagar una tasa de interés inferior a aquéllos que presentan un mayor nivel de deuda. De esta forma, se asegurará que la emisión de “bonos azules” sea atractiva también para los países con mejor calificación crediticia.

Para finalizar, hay que señalar que si la emisión conjunta de Eurobonos tiene éxito, se creará un nuevo e inmenso mercado de bonos de gran liquidez, que puede atraer a inversores extranjeros y convertir al euro en una divisa de reserva. Este hecho serviría para reducir de forma significativa el coste medio del endeudamiento, al igual que ocurrió en EE.UU. con el dólar.

Sin embargo, ante las reticencias de algunos países europeos a poner en marcha el sistema de Eurobonos (principalmente, Alemania) y por las dificultades técnicas para su implantación, el BCE en la actualidad ha optado por un programa de compra de bonos soberanos en los mercados secundarios (SMP) para prestar ayuda a aquellos países con mayores dificultades financieras y elevadas primas de riesgo. La adquisición puntual de los bonos de estos países contribuye a calmar y estabilizar los mercados financieros, y sirve para reducir el coste de endeudamiento de los países sometidos a mayores presiones financieras.

Desde su puesta en marcha, el BCE ha invertido más de 217.000 millones de euros en la compra de deuda soberana de los países con mayores dificultades. En un primer momento, la compra de bonos se centró en Grecia, Portugal e Irlanda, aunque debido a la fuerte presión posterior sobre Italia y España, desde principios de agosto de 2011, el BCE también ha comprado deuda de estos países. El BCE maneja de forma interna un cierto límite para sus compras con fines puramente prácticos, aunque este límite dependerá en última instancia de la situación de los mercados.

Tanto el artículo 123 del Tratado de la Unión Europea, que regula las relaciones entre el BCE y los Estados miembros, como los propios estatutos del BCE, no impiden la adquisición de deuda por la citada institución, ya que si bien la principal función encomendada al BCE es contribuir a la estabilidad de los precios en la Eurozona, también debe garantizar que se cumplan las funciones encomendadas al Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), entre las cuales se encuentra la de contribuir a la estabilidad del sistema financiero.

La principal oposición a este programa de compra de bonos soberanos se centra en que este tipo de operaciones puede originar una pérdida de credibilidad de esta institución financiera. Por ello, la aplicación de este programa se efectuará sólo en determinadas circunstancias y con carácter temporal, no constituyendo en ningún caso un sistema permanente e ilimitado. Así pues, dado que el desequilibrio presupuestario no es igual en todos los países miembros ni dicha situación tiene por qué convertirse en algo permanente o inalterable, la lógica indica que se debe introducir el condicionamiento y la graduación en la adquisición de bonos en el mercado secundario.

Puesto que la responsabilidad última de los citados desequilibrios es de los propios Estados miembros, parece razonable que sea el BCE el que ayude a estos países al restablecimiento de su

equilibrio, dado que esta institución es mucho más ágil y eficaz que otras como el FMI, creadas para actuar habitualmente en términos bilaterales.

El condicionamiento antes mencionado implica una proporcionalidad entre la compra de bonos y la reducción del déficit público del país afectado, puesto que si bien la no intervención del BCE podría llevar los desequilibrios del país hasta una situación límite, una intervención sin condiciones podría retrasar la corrección del déficit a la voluntad del gobierno del país en cuestión. Este condicionamiento como técnica de actuación general con carácter temporal y flexible para todos los países de la Eurozona hará posible establecer una graduación en la intervención que mostrará el compromiso de las instituciones comunitarias para corregir de forma rigurosa los desequilibrios fiscales.

### 3. Coordinación de políticas económicas.

Mientras que la política monetaria está completamente centralizada, el resto de instrumentos de política económica ha permanecido en manos de los gobiernos nacionales, lo cual refleja un importante fallo en el diseño de la Eurozona. La situación ideal sería que los países cedieran soberanía dejando en manos de las instituciones europeas todo estos instrumentos, pero esta situación no parece muy probable.

#### E. EL DOBLE FRACASO DE LA EUROZONA.

Feldstein (2011) ofrece una versión distinta. Según este autor, la Eurozona ha incurrido en un doble fracaso. Por un lado, ha fracasado en su intento de mejorar la integración política europea, tal y como era el deseo de Ángela Merkel y de otros líderes políticos, y por otro, se ha mostrado incapaz de mejorar las perspectivas existentes sobre la deuda soberana de algunos países, como consecuencia de la insistencia de los políticos en manifestar que tan sólo la unión fiscal y la integración política podrían limitar los tipos de interés de dicha deuda.

Aunque los principales líderes políticos europeos, Ángela Merkel y Nicolás Sarkozy, intentaron utilizar la actual crisis para avanzar en el objetivo de la integración política europea, su fracaso no tiene por qué impedir una disminución de los tipos de interés de los bonos italianos o españoles, ya que este objetivo se puede alcanzar con la aplicación de políticas individuales por parte de los citados países.

El Director del BCE, Mario Draghi, ha rechazado la sugerencia francesa de que el BCE debería comprar la cantidad de bonos italianos y españoles necesaria para mantener bajo control los tipos de interés de los bonos de estos países. Si lo hiciera, violaría las reglas establecidas en el Tratado de Maastricht que prohíben rescates de países insolventes por parte del BCE. Además,

destruiría los incentivos para que los dirigentes de estos países pudieran aplicar políticas impopulares para disminuir futuros déficits. Y también debilitaría la confianza internacional en el BCE, y por tanto, en el euro.

Pese a que el BCE puede ocasionalmente comprar bonos para prevenir posibles alzas de los tipos de interés, su prioridad actualmente es tratar de resolver la crisis de crédito privado que amenaza a las economías de la Eurozona. Los préstamos interbancarios están disminuyendo considerablemente por la incertidumbre sobre la liquidez y solvencia de aquéllos a quienes prestan. El efecto de esta exposición de los bancos a la deuda de la Eurozona recuerda lo ocurrido en 2008 en EE.UU. donde los mercados de crédito colapsaron por la exposición de los bancos americanos a las hipotecas sub-prime y a los títulos con respaldo hipotecario. El problema se ha visto agravado con el incremento de los requisitos de capital de los bancos de la zona euro, que está provocando que éstos reduzcan todavía más sus préstamos. El BCE debería prestar a los bancos privados para aumentar la disponibilidad del crédito privado, dejando claro que esos préstamos no podrían utilizarse libremente para comprar bonos emitidos por los gobiernos de los distintos países. Del mismo modo, también debería rechazarse la propuesta de que el BCE preste fondos al FMI para comprar bonos italianos o españoles.

Otra opción sería recurrir directamente al FMI, que podría proporcionar el crédito necesario sin exigir condiciones fiscales tan estrictas. Si no fuera posible, los países con dificultades podrían reducir el gasto o aumentar los impuestos para eliminar el déficit y pagar los vencimientos de la deuda con nuevos bonos en lugar de efectivo. Los países que muestren determinación y habilidad para reducir sus futuros déficits podrán recobrar así el crédito de los mercados de capitales.

Por tanto, lo que necesita realmente Europa son reformas fiscales en los países que presentan mayores dificultades y no un impulso renovado para una mayor integración política y fiscal.

## F. UN NUEVO MARCO FISCAL A LARGO PLAZO.

La crisis financiera ha hecho necesaria la aplicación de nuevas reglas fiscales que sirvan para prevenir posibles políticas fiscales insostenibles. En la práctica, esas reglas, como las incluidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, han demostrado su ineficacia para lograr este objetivo. Por tanto, para prevenir la reaparición de políticas fiscales insostenibles y de políticas monetarias ineficaces ante la indisciplina de los gobiernos, ha surgido la necesidad de crear un marco fiscal que sea capaz de imponer la disciplina fiscal.

Para ello, Andrew Hughes (2011) considera un equilibrio intertemporal, donde la política fiscal se marca objetivos a largo plazo (como la sostenibilidad de los sistemas de seguridad social o el gasto en infraestructuras, investigación y educación) mientras que la política monetaria se

centra en la estabilización a corto plazo. El hecho de que se fijen objetivos de deuda para el sector público puede servir de forma práctica para alcanzar dichos objetivos, y establecer un protocolo de actuación en caso de exceso de deuda, una forma de reforzar su cumplimiento. Hacer explícitos conceptos como “espacio fiscal” o “nivel óptimo de deuda” puede contribuir a mejorar la credibilidad de la política fiscal y ayudar a reducir las primas de riesgo. El pacto de competitividad europeo y las operaciones de restructuración de la deuda servirán en un futuro para maximizar el espacio fiscal disponible.

Hasta ahora no ha existido un marco coherente de política fiscal dentro de la zona euro. Sin embargo, con la política monetaria en manos de un banco central independiente, se necesita una mayor coordinación de las políticas fiscales (y de éstas con la política monetaria) para asegurar el cumplimiento de los objetivos de inflación y la disciplina financiera. La política fiscal se presta de forma natural a satisfacer objetivos a largo plazo, y por tanto, difícilmente reversibles, como el gasto en seguridad social, servicios públicos, educación, I+D, infraestructuras, etc., que tienen un cierto carácter estabilizador si son consistentes a lo largo del tiempo y con el resto de políticas. Esto proporciona a la política fiscal un carácter de liderazgo (en el sentido de ir la primera), que puede combinarse con la aplicación de políticas monetarias independientes encaminadas a gestionar objetivos de demanda a corto plazo. Así, se pueden crear las bases para una coordinación entre las distintas autoridades sin necesidad de que existan negociaciones explícitas: cada política funcionaría según el principio de la ventaja comparativa.

El resultado sería un marco con mejoras en el sentido de Pareto en relación a las políticas tradicionales aplicadas hasta el momento, sin reducir la capacidad del BCE para seguir actuando de forma independiente para el logro de sus objetivos a corto plazo. Establecer un objetivo de deuda pública (que es una variable stock y no flujo) tiene la ventaja de que implica un cierto grado de persistencia en el tiempo, algo especialmente interesante para los países que presentan actualmente elevados niveles de deuda pública. En este sentido, establecer objetivos de deuda pública puede servir para guiar a países que han actuado de forma negligente en el pasado a un camino que sea compatible con la postura que cabe esperarse de una política monetaria independiente (alcanzando así el objetivo de unas finanzas públicas sostenibles sin efectos secundarios indeseables).

Los objetivos marcados deben ser flexibles (estableciendo bandas o un tope de endeudamiento), puesto que así no se hace necesario justificar la adopción arbitraria de un límite numérico. Además, permiten la introducción de flexibilidad en la formulación de políticas, de modo que el carácter procíclico de los objetivos rígidos se reduce, junto con su tendencia a bloquear reformas que puedan generar costes a corto plazo. Los objetivos flexibles pueden adaptarse a los efectos positivos del déficit y permitir diferentes prioridades nacionales, a pesar de que la adopción de límites uniformes pueda resultar más sencilla y equitativa a largo plazo.

Todo este análisis resulta aplicable tanto a los objetivos de deuda como a los de déficit. No obstante, los límites de endeudamiento o los objetivos de deuda son útiles en sí mismos puesto que se centran en el riesgo último: la insostenibilidad de las finanzas públicas. Además, la fijación

de objetivos flexibles permite a las autoridades poder compensar los años buenos con los malos, dado que al ser el objetivo una variable stock y no flujo, se genera una regla fiscal ajustada cíclicamente sin la dificultad extra de tener que calcular con precisión el déficit cíclicamente ajustado.

Una regla de deuda proporciona a las autoridades un mayor incentivo para obedecer las reglas: en primer lugar, para conservar un margen de maniobra en el futuro; segundo, para ahorrar en la parte superior del ciclo y por tanto poder cumplir mejor el objetivo en el futuro; y tercero porque el carácter permanente del objetivo fomenta la credibilidad en el futuro. En consecuencia, permite fijar un compromiso fiscal a largo plazo, pero sólo si la política monetaria (con un horizonte más a corto plazo) proporciona suficiente amenaza de castigo ante cualquier desviación en la política fiscal.

Una forma natural de ajustar la política fiscal de tal forma que pueda combinarse con una política monetaria independiente, pero sin ninguna negociación explícita que pueda comprometer la independencia monetaria, es hacer que la política fiscal sea la que marque el camino (en el sentido de ser la primera en decidirse para un largo período de compromiso). Esto se puede conseguir proporcionando a las autoridades fiscales un objetivo explícito de deuda a largo plazo con posibles márgenes de ajuste. La deuda pública suele tener un alto grado de persistencia y arrastre en las economías altamente endeudadas, por lo que se hace necesaria la aplicación de mecanismos que descarten la posibilidad de un comportamiento oportunista por parte de las autoridades fiscales.

La coordinación entre la política fiscal y monetaria puede continuar una vez que la autoridad monetaria sepa la trayectoria que va a seguir la ahora creíble política fiscal a largo plazo, eligiendo la política monetaria que mejor se ajuste para alcanzar sus objetivos. En caso de que la política fiscal se desvíe de su trayectoria, las políticas monetarias pueden actuar rápidamente para contrarrestar cualquier consecuencia no deseada. Esta amenaza debería ser suficiente para persuadir a las autoridades fiscales para que mantengan los compromisos adoptados. La disciplina monetaria servirá para limitar la política fiscal excepto en casos extremos (por ejemplo, si el compromiso del banco central en relación a la política fiscal no es suficiente). No obstante, este hecho puede debilitar la unión monetaria en función del número y tamaño de las economías pequeñas que puedan aprovecharse impunemente de la disciplina de las demás. Para evitar esa posibilidad, es necesario un mecanismo de auto-estabilización que sirva para cumplir los objetivos explícitos de deuda en caso de insuficiencia extrema. De esta forma, el compromiso fiscal y la credibilidad seguirán a salvo.

## G. RECOMENDACIONES DE LA COMISIÓN EUROPEA.

En el caso español, existen riesgos en el proceso de consolidación fiscal como consecuencia de las malas previsiones macroeconómicas y de los posibles incumplimientos presupuestarios de

las Comunidades Autónomas. De hecho, nueve de ellas incumplieron en 2010 sus objetivos de déficit. No obstante, se han reforzado los mecanismos de control de déficit y deuda pública de las Comunidades Autónomas y se han establecido medidas adicionales para alcanzar los objetivos presupuestarios a nivel regional.

El empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas en 2012 requiere la adopción de medidas presupuestarias adicionales que ya se han anunciado por el gobierno español.

Según la Comisión Europea, los riesgos relativos a la sostenibilidad de las finanzas públicas españolas a largo plazo siguen siendo alto, por lo que recomienda:

- El establecimiento de estrategias presupuestarias en los próximos años para corregir el déficit excesivo y alcanzar el objetivo fijado.
- La estricta aplicación de mecanismos de control presupuestario a nivel regional y local, y una mejor provisión de información sobre su grado de cumplimiento.
- La adopción de medidas adicionales necesarias para conducir los altos niveles de deuda pública hacia una senda sostenible a medio plazo.
- El mantenimiento de la tasa de crecimiento del gasto público por debajo de la tasa de crecimiento del PIB a medio plazo mediante la introducción de una regla de gasto vinculante para todos los niveles de gobierno.
- La adopción de la reforma del sistema de pensiones propuesto, retrasando la edad de jubilación e incrementando el número de años cotizados necesario para calcular la cuantía de la pensión, con una revisión permanente de los parámetros en función de los cambios en la esperanza de vida.
- La mejora de la eficiencia del sistema tributario mientras se garantiza la consolidación de los planes de consolidación fiscal.

### 5.3 EL ANÁLISIS DE LA “REGLA DE ORO” DEL ENDEUDAMIENTO ESTRUCTURAL.

La aplicación de reglas fiscales para tratar de conseguir presupuestos equilibrados, fundamentalmente a través de la contención del gasto público, se basa en la evidencia de que los gobiernos suelen dar prioridad a objetivos a corto plazo, muchas veces de carácter electoralista, que generan pautas de gasto incompatibles con el bienestar social a largo plazo.

El término “regla de oro” empezó a utilizarse en Estados Unidos a finales del siglo XVIII, y hace referencia a una regla fiscal mediante la cual la Reserva Federal se comprometía a asumir todas las deudas de los Estados miembros, a condición de que éstos sólo pudieran endeudarse para financiar proyectos de inversión, y no el gasto corriente (salarios, bienes de consumo y servicios, etc.). Tales proyectos deberían generar suficientes ingresos como para cubrir el coste



anual de la deuda generada. En caso contrario, los Estados miembros deberían recurrir a fuentes alternativas de financiación, como subidas de impuestos propios, para financiar el coste de la deuda. En definitiva, se trataba de imponer una regla sencilla y fácilmente medible que estableciera que la necesidad de financiación del Estado, esto es, el déficit público del período, debía ser igual como máximo a la inversión pública neta realizada en dicho período. Con carácter general, este déficit sólo podía mantenerse como máximo durante dos años, salvo casos excepcionales.

Junto a esta regla de oro interna, podría aplicarse otra externa, complementaria de la anterior, que si bien no se aplicó en su momento en Estados Unidos, bien podría aplicarse actualmente a la zona euro. Esta regla de oro externa establecería que el déficit en la balanza por cuenta corriente debería financiarse con la inversión directa neta extranjera con carácter de permanencia. De esta forma, con ambas reglas, interna y externa, se conseguiría asegurar un equilibrio fiscal a largo plazo, que se basaría en déficits que sirvieran en su totalidad para financiar inversiones de carácter productivo, y no gastos corrientes improductivos.

En la Unión Europea, se ha aprobado recientemente un nuevo Tratado Fiscal mediante el cual se establece una nueva "regla de oro" de carácter fiscal que se diferencia sustancialmente de la aplicada en Estados Unidos. Se basa en obligar a los países miembros a tener presupuestos equilibrados anualmente o un déficit de carácter estructural que no supere en ningún caso el 0,5% del PIB a precios de mercado. De forma adicional, si el ratio de la deuda pública en relación al PIB de un país supera el 60% fijado como máximo, éste tendrá que reducir progresivamente dicho ratio hasta llegar al límite establecido en una veinteava parte cada año. La citada regla deberá incorporarse a las normas de rango superior de los respectivos países miembros, como las constituciones, con el fin de fortalecer su cumplimiento. En caso de incumplimiento de ambos límites, la Comisión Europea aplicará sanciones de forma automática, que se aprobarán mediante un sistema de mayoría cualificada inversa<sup>40</sup>, y que podrán alcanzar hasta un 0,5% del PIB del país en cuestión.

El objetivo de esta nueva "regla de oro" es tratar de lograr que los países de la zona euro mantengan un presupuesto equilibrado con un déficit estructural controlado a lo largo del ciclo económico, que permita la aparición de déficits cíclicos en los años de recesión, que se compensarán con los superávits de los años de bonanza.

El cálculo de este déficit estructural requiere estimar simultáneamente la tasa de crecimiento potencial y la tasa de desempleo de equilibrio, conceptos estrechamente ligados al ritmo de crecimiento de la productividad de cada país. Así, diferencias significativas en esta variable se traducirán necesariamente en diferentes tasas de desempleo y/o en distintos ritmos de crecimiento de los salarios. Salvo que se vincule la evolución de los salarios a la productividad, la consecuencia inevitable será que aquellos países que presenten mayores crecimientos de productividad tendrán una menor tasa de desempleo y podrán destinar una mayor parte del

---

<sup>40</sup> Se precisa un mínimo de 255 votos para rechazar la propuesta de sanción de la Comisión.

presupuesto a financiar inversiones productivas que contribuyan a un mayor crecimiento futuro, mientras que en los países en los que suceda lo contrario, la mayor parte del presupuesto deberá destinarse a financiar gastos de protección social que condicionarán el potencial de crecimiento a largo plazo<sup>41</sup>. La única alternativa posible para evitarlo sería aumentar la presión fiscal, aunque ésta no puede aumentar indefinidamente ni es la solución perfecta, dado el carácter regresivo de algunos impuestos indirectos y la necesidad de elevar el impuesto sobre la renta sobre todo a las clases medias para obtener un crecimiento significativo en la recaudación. El resto de figuras impositivas, por su escasa recaudación en términos relativos, se revela como insuficiente para compensar los desequilibrios del gasto público a largo plazo. Por todo ello, es necesario incidir en la potencialidad de las políticas de oferta para incrementar la eficiencia y la productividad y así no penalizar el potencial de crecimiento a largo plazo de ningún país.

Existen varios problemas que pueden surgir como consecuencia de la implantación de esta “regla de oro”. El primero es su carácter excesivamente restrictivo, puesto que en caso de recesión severa, el límite permitido de déficit estructural del 0,5% del PIB se antoja insuficiente para poder aplicar con éxito políticas anticíclicas destinadas a combatirla. El segundo problema es la dificultad de su medición, puesto que para determinar en qué momento del ciclo económico se encuentra cada país será necesario calcular el diferencial entre sus tasas de crecimiento real y potencial. Para ello, se precisan modelos muy complejos de estimación que tienen en cuenta la evolución dinámica de una serie de variables macroeconómicas. Aun así, una medición fiable resulta particularmente complicada en situaciones de “shocks” de oferta o demanda. Además, hay que tener en cuenta que los efectos de las expansiones o contracciones económicas pueden ser muy diferentes y no lineales en función de las particularidades de cada país. Por último, el tercer problema y quizá el más grave, es que requiere para su aplicación de una verdadera unión fiscal dentro de la zona euro, aspecto éste que está todavía muy lejos de concretarse. La creación de un Tesoro Europeo financiado con impuestos europeos, que realice una política de estabilización macroeconómica contracíclica a través de la emisión de Eurobonos, y el fortalecimiento del Banco Central Europeo como prestamista de última instancia para asistir a los países con dificultades, serán claves para el éxito en la aplicación de esta nueva “regla de oro”.

#### 5.4 EL NUEVO TRATADO DE ESTABILIDAD DE LA UEM.

Según el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que entrará en vigor el próximo 1 de enero de 2013, es necesaria una coordinación más estrecha de las políticas económicas en la Eurozona para promover un mayor crecimiento económico de los Estados miembros. Para ello, es necesario que los países tengan unas finanzas públicas saneadas y sostenibles, evitando déficits públicos excesivos con el fin de asegurar una mayor estabilidad de la zona euro en su conjunto.

---

<sup>41</sup> Se trata de la tradicional disyuntiva entre consumo presente y consumo futuro.

Con ese propósito, el Tratado establece una regla de equilibrio presupuestario acompañada de un mecanismo automático de medidas correctoras que permita alcanzar dos objetivos fundamentales: Que el déficit público no supere el 3% del PIB, y que la deuda pública sea inferior al 60% del PIB o que descienda a un ritmo satisfactorio para aproximarse a dicho valor<sup>42</sup>.

Los países firmantes del Tratado se comprometen a mantener una situación presupuestaria de equilibrio o superávit, que se cumplirá si el saldo estructural anual de las administraciones públicas<sup>43</sup> se ajusta al objetivo establecido a medio plazo para cada país en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado, con un límite máximo de déficit estructural del 0,5% del PIB, que podrá elevarse hasta el 1% si el ratio de deuda pública en relación al PIB es significativamente inferior al 60%. En caso de incumplimiento, los países afectados tratarán de alcanzar lo más rápidamente posible el objetivo fijado, estableciendo la Comisión Europea un calendario específico para cada país en función de sus circunstancias particulares.

No obstante, se permite una desviación temporal del objetivo fijado a medio plazo (o de la senda de ajuste para alcanzar dicho objetivo) en circunstancias excepcionales<sup>44</sup>. Si las desviaciones son significativas, se activará automáticamente un mecanismo corrector que obligará al país infractor a adoptar medidas que sirvan para corregir las desviaciones. En caso de que el país sea objeto de un procedimiento de déficit excesivo, deberá presentar al Consejo y a la Comisión Europea un programa con las reformas estructurales a adoptar para corregir de forma efectiva y duradera su déficit excesivo.

El Tratado obliga a los países firmantes a incorporar estas normas a su legislación nacional con carácter vinculante y permanente, preferentemente a través de sus constituciones nacionales. Asimismo, cada país deberá indicar las medidas correctoras a adoptar y su calendario en caso de desviación en función de lo dispuesto por la Comisión Europea (incluidos los supuestos de excepcionalidad), así como las instituciones nacionales que se encargarán de vigilar el cumplimiento de estas normas.

En lo relativo a la coordinación de las políticas económicas para favorecer la convergencia, lo más significativo que establece el Tratado es la obligatoriedad de coordinar todas las grandes reformas de política económica que se proyecten llevar a cabo, debatiéndose previamente en el seno de la Unión Europea.

Por último, en lo que respecta a la gobernanza de la zona euro, el Tratado establece los procedimientos para la celebración de reuniones de la Cumbre del Euro, en las que se tratarán entre otras cuestiones las orientaciones estratégicas de política económica necesarias para aumentar la convergencia en la Eurozona.

---

<sup>42</sup> La reducción deberá ser a un ritmo medio de una veinteava parte al año.

<sup>43</sup> Saldo anual ajustado en función del ciclo, excluidas medidas puntuales de carácter temporal.

<sup>44</sup> Acontecimientos inusuales de carácter exógeno que incidan significativamente en las finanzas públicas o períodos de grave recesión económica.

## 5.5 CONSOLIDACIÓN FISCAL Y CRECIMIENTO.

En el excelente artículo publicado en El País por Rafael Doménech (2012), se sientan las bases sobre cómo puede combinarse la austeridad necesaria en el actual contexto de crisis económica y financiera para sanear las finanzas públicas con un crecimiento sostenido y sostenible a medio y largo plazo.

La duda surge al preguntarse si las fuertes medidas de consolidación fiscal adoptadas en la actualidad pueden lastrar el crecimiento de tal forma que sean necesarios ajustes fiscales adicionales que conlleven a su vez un empeoramiento de la economía, generándose así un círculo vicioso. Es indiscutible que el proceso de consolidación fiscal es necesario, puesto que en caso contrario el déficit no se reduciría y la carga de la deuda pública se haría insostenible.

El problema consiste en determinar cuál debe ser la magnitud del ajuste y cómo se debe llevar a cabo a lo largo del tiempo. En la actual situación de profunda crisis, se hace necesario más que nunca distinguir qué parte del déficit es estructural, es decir, independiente de la situación del ciclo. Como hemos visto en el anterior epígrafe, el reciente Tratado de Estabilidad señala los objetivos a alcanzar por los diferentes países en función de dicho indicador, dejándose así margen para determinar qué parte del déficit se podrá reducir mediante el uso de políticas discrecionales y qué parte se reducirá con la mera recuperación de las economías.

La medición de este déficit estructural, aunque presente dificultades técnicas<sup>45</sup>, puede servir para establecer un objetivo a medio plazo que permita que tanto la Comisión Europea como los distintos gobiernos nacionales puedan establecer planes creíbles plurianuales con un calendario perfectamente definido para alcanzar de forma gradual el objetivo fijado. Al realizarse esta tarea ex ante, los mercados tendrán conocimiento desde el primer momento de la existencia de una estrategia rigurosa (y medible) de reducción del déficit estructural, lo cual servirá sin duda para aminorar su actual inestabilidad.

En caso de que un nuevo empeoramiento de la situación económica pueda generar puntualmente un aumento del déficit cíclico por el efecto de los estabilizadores automáticos, los gobiernos de los distintos países no se verán obligados en este caso a adoptar medidas de ajuste adicionales que pudieran lastrar la recuperación.

Se trata en definitiva, de establecer un plan riguroso y creíble de consolidación fiscal de carácter estructural que haga compatible la sostenibilidad de las finanzas públicas con un crecimiento sostenible a medio y largo plazo, combinando de forma eficiente austeridad y crecimiento.

---

<sup>45</sup> La estimación de este indicador se realiza anualmente por la Comisión Europea, el FMI y la propia OCDE.

## 6. CONCLUSIONES.

### A. EL MARCO TEÓRICO Y LA ACTUAL CRISIS ECONÓMICA.

La actual crisis económica y financiera, que está afectando en estos momentos con especial virulencia a la Unión Europea, ha puesto de manifiesto el papel relevante de la política fiscal para afrontar situaciones tan difíciles como la actual. La propia configuración de la UEM impide de facto una política fiscal conjunta a nivel europeo que podría ser eficaz para resolver una crisis que, si bien está localizada en determinados países, produce efectos perniciosos para la economía de la zona euro en su conjunto por el efecto contagio.

El presente trabajo, partiendo de una serie de consideraciones teóricas sobre la política fiscal óptima a aplicar, traslada dichas cuestiones al contexto de la actual crisis europea, y concretamente, al caso español.

En primer lugar, y dentro de este marco teórico al que hacemos referencia, podemos extraer algunas interesantes conclusiones respecto a la política fiscal a aplicar en contextos como el actual. Así, la teoría económica convencional establece que los incrementos de carácter permanente de los gastos del gobierno deberían financiarse con aumentos de impuestos, mientras que los incrementos temporales (como por ejemplo, los causados por la actual recesión en gasto social), se deberían financiar mediante emisión de deuda, dada la conveniencia de suavizar los impuestos a lo largo del ciclo económico. Tan sólo en una visión de largo plazo, se justificaría la emisión de deuda para asegurar la equidad intergeneracional a través de la inversión en proyectos de capital.

A largo plazo, lo óptimo sería gravar lo menos posible el capital, evitando en una coyuntura como la actual la tentación de aumentar la imposición sobre el capital a corto plazo puesto que sería contraproducente ya que minaría la credibilidad de los gobiernos y provocaría efectos distorsionantes en la localización internacional del capital.

Por otro lado, el efecto compensatorio previsto en el principio de equivalencia ricardiano, según el cual los agentes económicos tienden a ahorrar ante previsibles subidas de impuestos derivadas de un elevado déficit público como el actual, puede ser menor del previsto en el actual contexto de crisis económica y financiera, debido a los problemas de liquidez de los agentes económicos (agravados por la restricción crediticia de los bancos), a la baja inflación actual (que implica una menor presión al alza de los tipos de interés reales por parte de los bancos centrales), al importante "output gap" negativo (que dificulta el desplazamiento del gasto privado) y a la diferente percepción sobre la incertidumbre de los títulos de deuda públicos y privados (que se traduce en diferentes tipos de descuento para deuda pública y privada).

En lo que respecta a la sostenibilidad de las finanzas públicas, y partiendo del hecho de que todo gobierno debe satisfacer su restricción presupuestaria intertemporal atendiendo a criterios de equidad intergeneracional, es evidente que para asegurar la sostenibilidad es necesario

compensar los déficits presupuestarios actuales con superávits futuros para atender a las obligaciones de pago actuales y futuras de la deuda, lo cual implica que se deban aplicar recortes de gasto público y/o aumentos de impuestos si se ha incurrido previamente en un déficit público excesivo. No debemos olvidar tampoco en relación al tema de la sostenibilidad de la deuda el problema que puede surgir por la falta de confianza o pérdida de reputación de los mercados de deuda, si se considera que existe riesgo de que la deuda no pueda ser atendida y reembolsada en tiempo y forma adecuados.

El análisis a largo plazo de la sostenibilidad de la deuda implica evaluar las interrelaciones entre política fiscal, evolución macroeconómica y riesgos del sistema financiero. Así, la necesaria adopción en el contexto actual de planes de consolidación fiscal ante la acumulación excesiva de deuda influirá de forma inevitable a nivel macroeconómico tanto en la tasa de crecimiento como en la inflación. Por otro lado, el nivel de endeudamiento influirá en la prima de riesgo de los títulos de deuda emitidos, puesto que a mayor oferta de bonos de deuda en los mercados secundarios, menor será su precio y mayor la prima de riesgo.

La valoración que efectúen los mercados de la deuda pública soberana de los países influirá en sus respectivos sectores financieros, puesto que en general las entidades financieras suelen tener en su poder grandes cantidades de deuda pública. Por ello es tan importante la adopción de planes ambiciosos y creíbles de consolidación fiscal, puesto que al contribuir a mejorar la percepción de la sostenibilidad de la deuda, servirán para disminuir la prima de riesgo, aliviando las cargas financieras del sector público y privado, generando una mayor confianza y un mayor crecimiento económico a largo plazo.

## B. LAS CAUSAS DE LA ACTUAL CRISIS ECONÓMICA Y FINANCIERA.

Una importante cuestión es determinar cuáles son los orígenes de la actual crisis económica y financiera, y el papel que ha tenido la política fiscal en su desarrollo, con el fin de evitar que los errores cometidos puedan repetirse en futuras crisis.

Parece evidente que uno de los factores desencadenantes de la actual crisis fue la política fiscal procíclica aplicada durante la prolongada época de expansión después de la entrada en vigor de la moneda única en la Unión Europea, especialmente en países como España. Varios factores pueden explicar este comportamiento: por un lado, la relajación de la política fiscal de muchos de los países de la Eurozona después de los esfuerzos realizados para cumplir los criterios de déficit y deuda pública fijados en el Tratado de Maastricht para ingresar en el euro, y por otro, el aumento de los ingresos fiscales extraordinarios a partir de 2005 (en el caso español, por la burbuja inmobiliaria), que fueron tomados como permanentes por muchos gobiernos y que dieron lugar a un aumento excesivo del gasto público que posteriormente supuso una pesada carga cuando se invirtió la tendencia del ciclo.

Otro factor importante para entender el origen de la crisis y que en muchas ocasiones no se ha tenido en cuenta son las importantes diferencias entre los países que se incorporaron a la moneda única, algunos de los cuales lo hicieron con tipos de cambio sobrevalorados. El hecho de que la política monetaria sea competencia exclusiva del BCE supone que quede tan sólo en manos de los gobiernos nacionales la política fiscal como instrumento estabilizador de sus economías. La existencia de perturbaciones asimétricas en los diferentes países condujo a la adopción de distintas medidas de política fiscal que acentuaron los desequilibrios en tasas de inflación y desempleo, así como en las balanzas corrientes. Esta situación supuso una pérdida continuada de competitividad de algunas economías.

Si a estos factores le unimos el sobredimensionamiento del sector financiero y su excesiva asunción de riesgos durante la época de expansión, que condujeron a altos niveles de endeudamiento privado facilitados por los bajos tipos de interés promovidos por el Banco Central Europeo, y los elevados niveles de deuda pública de muchos países por la existencia de pasivos contingentes ligados al envejecimiento de la población o a la restructuración de los sistemas financieros, tenemos el germen de la actual situación de grave crisis económica y financiera.

Mención especial merece el elevadísimo grado de endeudamiento privado acontecido en España, donde una serie de factores específicos de nuestra economía, como la existencia de tipos de interés reales incluso negativos resultado de la combinación de los bajos tipos de interés de la Eurozona con una inflación española superior a la media de la Unión Europea, la errónea percepción del riesgo fruto de la espiral de revalorización de los activos inmobiliarios (la conocida burbuja inmobiliaria) y la falsa percepción de riqueza consecuencia de la política fiscal procíclica aplicada en época de expansión y de la rápida y fácil creación de empleo en sectores con poco valor añadido como la construcción o el turismo.

También los fallos en el diseño y puesta en práctica del Pacto de Estabilidad y Crecimiento contribuyeron a agravar más la situación, puesto que hasta el inicio de la crisis el PEC no incluía ninguna fórmula de coordinación de las políticas presupuestarias de los países miembros y su sistema de sanciones en caso de superar los límites fijados de déficit o deuda era incumplido de forma reiterada. En este contexto, el rápido deterioro de las cuentas públicas se originó tanto por la acción de los estabilizadores automáticos como por la aplicación de medidas discrecionales de estímulo fiscal y las medidas excepcionales de apoyo prestadas a las entidades financieras en problemas.

Finalmente, hemos podemos observar que el hecho de pertenecer a la Eurozona no protege a los países miembros de la presión financiera que pueda sufrir alguno de ellos. Esto se debe que si un país presenta graves problemas de solvencia debido a un exceso de endeudamiento, el resto de países se verá afectado ante el riesgo de "default" puesto que las entidades financieras poseedoras de títulos de deuda del país en problemas tendrán serias dificultades para recuperar el valor de lo invertido (véase el caso griego). A esto hay que unirle el efecto en cadena sobre las primas de riesgo de los países que presentan mayores problemas por las más que previsibles dificultades para captar financiación en los mercados de deuda.

## C. SOLUCIONES Y PERSPECTIVAS DE FUTURO.

En lo que hace referencia a las medidas adoptadas para solucionar la grave situación de crisis actual dentro de la Unión Europea, podemos observar que prácticamente todas ellas se basan en tratar de asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo a través de rigurosos planes de consolidación fiscal, la adopción de una serie de reformas institucionales y el establecimiento de nuevos mecanismos de supervisión y control que impidan que se repitan situaciones como la actual en el futuro.

### 1. REGLAS FISCALES.

En este ámbito, un aspecto especialmente importante en relación a la política fiscal es determinar si es conveniente o no la fijación de una regla fiscal de actuación, en contraposición a la utilización de medidas discrecionales de política fiscal. La Unión Europea optó por la primera opción, dejando que el papel estabilizador de la política fiscal quedara en manos de los estabilizadores automáticos.

El aparente fracaso de las medidas de estímulo fiscal adoptadas por muchos países al inicio de la crisis, que llevó aparejada un deterioro aún mayor de las cuentas públicas, supuso que la Unión Europea promoviera la adopción de una regla fiscal más creíble y estable que tuviera que ser adoptada por cada uno de sus países miembros con rango constitucional. En principio, la adopción de una regla fiscal es positiva siempre que sirva como un incentivo, aunque es preciso que establezca mecanismos de sanción cuasi-automáticos en caso de incumplimiento para asegurar su credibilidad. El principal problema de las sanciones es que son sólo un incentivo ex-ante, y no un verdadero mecanismo de corrección de desequilibrios. No obstante, es necesario encontrar un equilibrio entre la aplicación estricta de la regla y la flexibilidad requerida en el caso de que las circunstancias empeoren tanto que se haga preciso, por ejemplo, la excepcionalidad en la aplicación de la regla de "no bail-out".

Si bien es cierto que la política monetaria puede ser un buen instrumento de estabilización al poderse adaptar rápidamente a las circunstancias del ciclo, no es menos cierto que las considerables diferencias entre los países que forman la Eurozona pueden requerir que se apliquen políticas diferenciadas, algo que no es posible con la existencia de una política monetaria única en manos del BCE. De ahí la necesidad de establecer mecanismos que aseguren la convergencia económica entre países y permitan coordinar mejor sus políticas fiscales para evitar el efecto contagio si alguno de ellos incurre en niveles de deuda o déficit insostenibles.

Entre las reformas más importantes del marco jurídico-institucional que se han adoptado como consecuencia de la crisis, hay que citar la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), incapaz de promover el saneamiento de las cuentas públicas en la época de expansión, y



que definía originalmente unos límites cuantitativos para el déficit y la deuda públicos, así como mecanismos para vigilar su cumplimiento y procedimientos para corregir las posibles desviaciones.

El PEC exige que el déficit público no supere el 3% del PIB, que la deuda pública sea inferior al 60% del PIB, y fija además un objetivo a medio plazo, que consiste en la necesidad de mantener un saldo estructural equilibrado en cada país, que dependerá de su nivel de deuda pública, de su tasa de crecimiento potencial y de los pasivos implícitos (especialmente, los derivados del gasto en pensiones por el envejecimiento de la población). Dentro de los aspectos más importantes de su reforma, cabe citar que se introduce como criterio que la tasa de crecimiento del gasto público no supere el crecimiento del PIB a medio plazo para evitar pasados comportamientos procíclicos de la política fiscal, el reforzamiento del criterio de la deuda pública de tal forma que los países avancen de forma más rápida hacia sus objetivos presupuestarios a medio plazo, la exigencia de nuevas obligaciones de información y la aplicación de mecanismos de sanción más efectivos.

## 2. LA REFORMA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA DE LA UNIÓN EUROPEA.

Dentro de la reforma de la gobernanza económica de la Unión Europea, es necesaria la revisión del papel de algunas de las instituciones que la conforman y que se han mostrado ineficaces para atajar los problemas derivados de la actual crisis.

El principal problema del BCE, especialmente al inicio de la crisis, fue su lenta reacción por la existencia de una mayor aversión a la inflación que al desempleo, aspecto especialmente relevante que aconseja que al igual que la Reserva Federal centre su objetivo no sólo en la estabilidad de los precios, sino en el crecimiento económico, reformando, si es necesario, sus estatutos. Asimismo, se hace necesario conceder una mayor capacidad de supervisión a las instituciones europeas, y dentro de ellas, a la Comisión Europea, que sirva para profundizar más en la unión política y monetaria, con mecanismos de sanción y procedimientos de toma de decisiones y de supervisión macroeconómica más efectivos y operativos que los actuales.

Los problemas de coordinación detectados han supuesto que los mercados financieros hayan llevado a algunos países a una difícil situación. El efecto contagio a otros países se puede considerar como una externalidad que podría solucionarse si, como proponen algunos economistas, se hiciera un mayor esfuerzo de integración y coordinación de las políticas fiscales. En este sentido, son varias las soluciones que se pueden plantear ante la imposibilidad por el momento de alcanzar una unión política plena que permitiera consolidar todos los presupuestos nacionales en un único presupuesto común.

La creación en mayo de 2010 del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, transformado posteriormente en el denominado Mecanismo Europeo de Estabilidad supone un importante paso para la creación de una especie de Fondo Monetario Europeo constituido por las aportaciones de

todos los países miembros que sirva para proporcionar asistencia financiera a los países que lo requieran, condicionada a la adopción de programas de austeridad. No obstante, el hecho de que exista un sobrecoste en la financiación de estas ayudas puede generar una mayor incertidumbre tanto por la mayor dificultad para devolver los préstamos por parte de los países afectados, como por la negativa señal que se envía a los mercados sobre la posibilidad de incumplimiento en la devolución del dinero recibido. Además, la introducción a partir de 2013 de las denominadas “cláusulas de acción colectiva” en las emisiones de deuda pública de los países de la zona euro, que recogen las condiciones de restructuración de la deuda con los acreedores privados en caso de que un país sea insolvente y necesite recurrir al Mecanismo Europeo de Estabilidad, supondrán la exigencia de tipos de interés más elevados de los bonos por el riesgo adicional existente.

Otra posible alternativa sería la emisión conjunta de Eurobonos como solución para internalizar la externalidades derivadas del contagio entre países en la Eurozona. Mediante la emisión de Eurobonos, los países participantes responderían solidariamente de la deuda emitida conjuntamente. Dos son los problemas que plantea esta medida: por un lado, un problema de riesgo moral, al incentivar que los países emitan deuda en exceso confiando en la existencia de este seguro implícito, y por otro, los pocos incentivos para participar por parte de los países de la Unión Europea cuyo coste de endeudamiento es muy bajo, como Alemania. A pesar de la solución propuesta de crear los denominados “bonos azules” y “bonos rojos” con tipos de interés diferenciados en función de los niveles de deuda de los países, la propuesta parece todavía lejos de materializarse por la reticencia de algunos países.

Frente a la emisión conjunta de Eurobonos, cabe también la posibilidad, como se ha venido observando últimamente, de que sea el propio Banco Central Europeo el que adquiera bonos soberanos de los países con mayores dificultades financieras cuando su prima de riesgo alcanza niveles demasiado elevados para calmar así a los mercados, como ha sucedido recientemente con España e Italia. No obstante, esta especie de papel de prestamista de última instancia sienta un peligroso precedente, puesto que puede generar una pérdida de credibilidad de la propia institución, sólo justificado por su carácter temporal y excepcional, dado que no es precisamente el papel estabilizador el prioritario del BCE, aunque en sus estatutos aparezca de forma genérica que debe contribuir a la estabilidad del sistema financiero. Algunos países, como España, requieren la intervención sistemática del BCE en la adquisición de bonos soberanos para evitar la volatilidad de los mercados de deuda pública.

Por último, la entrada en vigor del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la UEM, que entrará en vigor en 2013, incide en la necesidad de una mayor coordinación de las políticas económicas de la Eurozona como vía para promover un mayor crecimiento de los países miembros. Para ello, es imprescindible que los países tengan unas finanzas públicas saneadas y sostenibles, por lo que se establece una regla de equilibrio presupuestario acompañada de un mecanismo automático de medidas correctoras que permita alcanzar dos objetivos fundamentales: que el déficit público no supere el 3% del PIB y que la deuda pública sea inferior al 60% del PIB. Para ello, los países firmantes de este Tratado se comprometen a mantener una

situación presupuestaria equilibrada basada en que el saldo estructural anual de las AA.PP. se ajuste al objetivo establecido a medio plazo para cada país en el PEC revisado, con un límite máximo de déficit estructural del 0,5% del PIB, salvo que concurren circunstancias excepcionales. Para dar mayor carácter vinculante y de permanencia, los países firmantes deberán incorporar estas normas a sus respectivas constituciones.

### 3. SOLUCIONES ALTERNATIVAS.

Hasta ahora, todas las medidas adoptadas en el seno de la Unión Europea para solucionar el problema de la crisis de la deuda soberana y tratar de dar confianza a los mercados no parecen haber sido suficientes, por lo que algunos autores han propuesto algunas soluciones alternativas que podrían ayudar a resolver la crisis actual y sentar las bases para una mayor crecimiento y estabilidad futuros.

Un nutrido grupo de economistas asociados con el FMI propone una revisión de la política presupuestaria aplicada hasta el momento. Hasta la crisis de 2008, la política fiscal había adoptado un papel subsidiario de la política monetaria, basándose esta última en la premisa fundamental de mantener la inflación estable y en niveles muy bajos. La irrupción con fuerza de la crisis supuso que no quedara margen para aplicar políticas monetarias expansivas, dados los bajos tipos de interés existentes, y que la política fiscal pasara a primer plano ante las perspectivas de una recesión prolongada. Esta situación planteó la necesidad de contar, al igual que en el caso de la política monetaria, con un mayor "espacio fiscal", algo de lo que carecieron muchos países al haber incurrido previamente en elevados niveles de endeudamiento, y contar con mejores estabilizadores automáticos. Por otro lado, la fijación de un objetivo de inflación superior hubiera otorgado margen a la política monetaria para actuar mejor contra las crisis vía tipos de interés. Un aspecto fundamental a tener en cuenta es la necesidad de revisar de manera profunda los mecanismos que subyacen a las necesidades financieras de un país, puesto que el riesgo de recesión se infravaloró apelando tanto a los instrumentos de financiación externos como al apalancamiento de las familias.

Otros autores proponen, ante el fracaso en la práctica de las reglas fiscales contenidas en el PEC por la indisciplina de los gobiernos, considerar un equilibrio intertemporal, donde la política fiscal se marca objetivos a largo plazo, mientras la política monetaria se centra en la estabilización a corto plazo. Esto se puede conseguir fijando objetivos explícitos de deuda a largo plazo con posibles márgenes de ajuste. Así, una vez definida la política fiscal a largo plazo, cualquier desviación de su trayectoria podría ser contrarrestada rápidamente por la política monetaria, asegurando de esta manera la credibilidad y el compromiso fiscal.

Se abre paso con dificultades, sin embargo, la idea de combinar la austeridad necesaria en el momento actual para sanear las maltrechas finanzas públicas de numerosos países europeos,

con un crecimiento sostenido y sostenible a medio y largo plazo. La prioridad dada a las fuertes medidas de ajuste fiscal para garantizar la sostenibilidad de la deuda puede lastrar el crecimiento económico, requiriendo ajustes adicionales que generen un círculo vicioso que empeore aún más la situación. Por ello, la clave se encuentra en determinar cuál debe ser la magnitud del ajuste y cómo se debe llevar a cabo a lo largo del tiempo, para lo cual se hace necesario descomponer la parte estructural del déficit de la meramente cíclica. Así, en base a la medición de este déficit estructural, se podrá establecer un objetivo a medio plazo que permita que el establecimiento de planes creíbles plurianuales que permitan alcanzar de forma más gradual el objetivo fijado.

#### D. EL CASO ESPAÑOL.

Analizando lo ocurrido en el caso de la economía española, podemos también extraer algunas valiosas lecciones de lo acontecido en la actual crisis. En este sentido, cabe preguntarse por qué la crisis financiera internacional ha afectado con especial crudeza a España (y en general, a todos los países periféricos), mientras otros países de la Unión Europea ya han empezado a presentar evidentes síntomas de recuperación.

Podemos concluir que un rasgo diferencial de la economía española, y que se encuentra en el germen de la actual situación de desequilibrio, se encuentra en el elevadísimo grado de apalancamiento generado en el sector privado durante el prolongado período de expansión que precedió a la crisis. Esta situación se debió a la concatenación de una serie de factores que en conjunto nos han llevado a la situación actual. Entre ellos cabe destacar la política de bajos tipos de interés aplicada por el BCE, que condujo a una situación de exceso de liquidez que unida a la reducción de los márgenes de las entidades financieras, provocó que el crédito se expandiera casi sin control y que se asumieran excesivos riesgos con la falsa percepción de que la continua revalorización de los activos inmobiliarios se sucedería de forma ininterrumpida. Además, para cubrir las crecientes necesidades de crédito ante el falso aumento de la riqueza percibida, se recurrió a la financiación externa, provocando una fuerte dependencia del exterior, factor que se volvió en contra de la economía española al agravarse la crisis.

La buena situación de las cuentas públicas españolas antes de la aparición de la crisis, con bajos niveles de endeudamiento público e incluso algún periodo de superávit presupuestario, se deterioró en muy poco tiempo por varios factores, como la brusca caída de los ingresos fiscales extraordinarios derivados de la burbuja inmobiliaria. El estallido de esta burbuja provocó toda una serie de reacciones en cadena, como la fortísima caída del crédito de las entidades financieras, que tuvieron que dotar enormes provisiones para cubrir la depreciación de sus activos inmobiliarios e incluso recibir cuantiosas ayudas públicas e inyecciones de liquidez para sanear sus balances. Estas ayudas públicas unidas al extraordinario incremento del gasto social como consecuencia del aumento del desempleo (especialmente en la construcción) contribuyeron a deteriorar todavía más el saldo presupuestario. Esta situación no se hubiera producido con tanta

virulencia si previamente no se hubieran aplicado políticas fiscales procíclicas en épocas de bonanza, y si el intento por parte del gobierno de aplicar medidas contracíclicas de estímulo fiscal al inicio de la crisis (como el conocido Plan E) no hubiera fracasado al haberse centrado más en el gasto corriente (improductivo) que en el gasto en inversión (productivo).

Por otro lado, no se puede negar la influencia del contagio ante la preocupante situación de otras economías de la Eurozona (especialmente Grecia, aunque también Portugal, Irlanda o Italia) ha contribuido a profundizar aún más en el clima de desconfianza e incertidumbre, generando una fortísima caída de la demanda interna y un importante aumento del ahorro por motivo precaución. En un principio, esta situación se vio ligeramente compensada por una mejora de la demanda externa, pero en la actualidad nos encontramos en un período de recesión en el que se debe adoptar un duro plan de consolidación fiscal para sanear las deterioradas finanzas públicas españolas que puede dificultar enormemente la recuperación, al menos a corto plazo.

Puesto que en el epígrafe anterior hemos analizado ya las medidas adoptadas en el seno de la Unión Europea para afrontar en conjunto la actual situación de crisis financiera y económica a nivel europeo, nos centraremos a continuación en valorar las medidas de política fiscal adoptadas por los diferentes gobiernos españoles a lo largo de este período de crisis.

Las estrategias presupuestarias llevadas a cabo por los diferentes gobiernos en España difieren notablemente. A grandes rasgos, al inicio de la crisis, el entonces gobierno socialista, con unas cuentas públicas todavía saneadas, planteó entre 2008 y 2009, al igual que otros países, un ambicioso plan de estímulo fiscal que no surtió los efectos esperados, sino que contribuyó a empeorar rápidamente las finanzas públicas, generando un elevado déficit público y un aumento significativo del nivel de deuda. Si bien parte de este déficit se puede considerar cíclico, lo cierto es que el gobierno tuvo que adoptar a instancias de la Unión Europea una serie de medidas contenidas en el Programa de Estabilidad 2009-2013 que se centraron más en recortar de forma significativa el gasto público que en reducir los impuestos. Dentro de estas medidas, cabe destacar las adoptadas para tratar de asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones, medidas que podrían revelarse como insuficientes por la fuerte caída de la inmigración como consecuencia de la crisis.

La llegada del gobierno del Partido Popular ha supuesto un mayor énfasis en el cumplimiento de los objetivos de deuda y déficit público impuestos por la Unión Europea, que requieren la aplicación de ajustes adicionales por la desviación del déficit público respecto de los objetivos fijados en la anterior etapa. La estrategia fiscal, contenida en el Plan de Estabilidad 2012-2015, se centra en un conjunto de medidas para tratar de asegurar la sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo. Entre las medidas adoptadas de mayor calado se encuentran dos reformas de carácter estructural, como son la reforma laboral, que flexibiliza la actual estructura del mercado de trabajo con el objetivo de sentar las bases para conseguir ganancias en la productividad total de los factores y suavizar la caída del empleo en futuras recesiones, y la reforma financiera, cuyo objetivo es disminuir el coste de financiación externo a través de medidas como la fijación de una regla fiscal para todas las AA.PP., introducida en la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, que

sirva para generar confianza en los mercados y disminuir así la prima de riesgo de la deuda soberana española. También son reseñables los aumentos impositivos y las medidas de recorte y racionalización del gasto público, que unidas a las medidas de apoyo financiero a las CC.AA. pueden reducir de forma significativa los desequilibrios de las cuentas públicas. Otras medidas adicionales para sanear las finanzas públicas, supuestamente de carácter coyuntural, se centran en recortes en el ámbito de la sanidad y la educación.

Mención aparte merece la difícil situación actual del sector financiero español (véase el caso Bankia), claramente sobredimensionado y con activos sobrevalorados, que requiere de una intervención enérgica del gobierno para, en forma de ayudas públicas, contribuir a su estabilización y generar confianza en los mercados que sirva para reducir de forma significativa la prima de riesgo de la deuda soberana y el coste del endeudamiento. No obstante, es evidente que estas ayudas tendrán un impacto negativo en las cuentas públicas.

Por otro lado, no debemos olvidar que a pesar de la existencia de estos desequilibrios de las cuentas públicas, algunas magnitudes macroeconómicas evolucionan de forma positiva, como la balanza por cuenta corriente (gracias al aumento de las exportaciones), la inflación (actualmente por debajo de la media de la Unión Europea) y la productividad (como resultado del descenso del empleo), por lo que la economía española está experimentando ganancias de competitividad que pueden ayudar de forma significativa a la recuperación económica.

El reto actual en materia de política fiscal es definir una estrategia que sirva para estabilizar las cuentas públicas y asegurar su sostenibilidad a largo plazo, especialmente en aspectos que pueden plantear serios problemas como la sostenibilidad del sistema de pensiones. En este sentido, la aprobación de la reciente Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria, que recoge las nuevas exigencias del reformado Pacto de Estabilidad y Crecimiento y del recientemente firmado Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UEM, supone la consagración del principio de estabilidad presupuestaria introducido por el anterior gobierno en el modificado artículo 135 de la Constitución en virtud de las exigencias de la Unión Europea, y sienta las bases para un equilibrio presupuestario estructural de todas las AA.PP. que conforman el Estado.

Como conclusión final, hay que tener en cuenta el importante papel que puede jugar en un futuro próximo la Unión Europea en la estabilización de la zona euro y su influencia en la economía española, dadas las contrapuestas posturas de Francia y Alemania en cuestiones clave como la prioridad del crecimiento económico de la Eurozona frente al exceso de austeridad promovido para sanear las cuentas públicas o la posibilidad de emisión Eurobonos para calmar los mercados financieros y disminuir de forma significativa las primas de riesgo.

## BIBLIOGRAFÍA.

- Agenor, P.R. y Montiel, P.J. (2000): "La Macroeconomía del Desarrollo", Fondo de Cultura Económica, México D.F.
- Aghion, P. y Howitt, P. (1992): "A Model of Growth through Creative Destruction", *Econometrica*, 60.
- Aghion, P., Bacchetta, P., Rancière, R. y Rogoff, K. (2006): "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development", NBER Working Papers, 12117.
- Aghion, P., Howitt, P. y Mayer-Foulkes, D. (2005): "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, 120.
- Alesina, A. y Perotti, R. (1997): "The Welfare State and Competitiveness", *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 87(5).
- Altunbas, Y., Gambacorta, L. y Marqués, D. (2007), "Securitisation and the Bank Lending Channel," ECB Working Paper, 838.
- Andersson, T. y Avery, P. (1999): "Asia's industrial crisis: what really happened", OECD.
- Bacchetta, P. y Gerlach, S. (1997), "Consumption and Credit Constraints: International Evidence," *Journal of Monetary Economics*, 40.
- Bagehot, W. (1873): "Lombard Street: A Description of the Money Market".
- Banco Central Europeo (2010): "La eficacia de las políticas fiscales de la zona euro", Boletín Junio 2010.
- Banco Central Europeo (2011): "Garantizar la sostenibilidad fiscal en la zona del euro", Boletín Abril 2011.
- Banco de España: "Informe Anual 2010".
- Barro, R. (1979): "On the Determination of Public Debt", *Journal of Political Economy*, Vol. 87.
- Barro, R. (1974): "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*.
- Barro, R. y Redlick, C. (2010): "Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes", Asian Development Bank, Economics Working Paper Series, No. 232.
- Bayoumi, T. y Melander, O. (2008), "Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages", IMF Working Paper, 169.
- Bencivenga, V. y Smith, B. (1991): "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *The Review of Economic Studies*, 58.
- Bernanke, B. (1983): "Irreversibility, Uncertainty and Cyclical Investments", *Quarterly Journal of Economics*, 85-106.
- Bernanke, B. y Gertler, M. (1987), "Financial Fragility and Economic Performance ", NBER Working Papers, 2318.
- Bernanke, B. y Gertler, M. (1995): "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9.
- Bernanke, B., Gertler, M. y Gilchrist, S. (1999): "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C.
- Bernanke, B., Lown, C. y Friedman, B. (1991), "The Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Blanchard, O. y Fischer, S.: "Lectures On Macroeconomics", The MIT Press, Massachusetts.
- Blanchard, O. y otros (2008): "Fiscal Policy for the Crisis", FMI Staff Position Notes.
- Blanchard, O. y otros (2010): "Rethinking Macroeconomic Policy", FMI Staff Position Notes.
- Boone, L., Girouard, N. y Wanner, I. (2001), "Financial Market Liberalisation, Wealth and Consumption", OECD Economics Department Working Paper, 308.
- Boscá, J. E., Doménech, R. and Ferri, J. (2009): "Tax reforms and labor-market performance: an evaluation for Spain using REMS". *Moneda y Crédito (Segunda Época)*. Vol. 228.
- Bris, A., Goetzmann, W. y Zhu, N. (2007): "Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets Around the World", *Journal of Finance*, Volume 62, Number 3.
- Broda, C. y Parker, J. (2008): "The Impact of the 2008 Tax Rebate on Consumer Spending: Preliminary Evidence", mimeo University of Chicago, GSB.

- Buchieri, F.E. y otros (2012): "Contribuciones del Desarrollo Financiero al Crecimiento Económico: Aspectos Teóricos y Empíricos de Largo Plazo", Instituto Universitario de Análisis Económico y Social, Serie Documentos de Trabajo.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. y Fisher J.D.M. (1999): "Assessing the Effects of Fiscal Shocks", mimeo, Northwestern University.
- Caballero, J.C. y otros (2011): "La reforma de la gobernanza económica en la UEM", Boletín Económico, Enero 2011, Banco de España.
- Chamley, C. (1986): "Optimal Taxation of Capital Income in General Equilibrium with Infinite Lives", *Econometrica*, Vol. 54.
- Cimadomo, J. (2008): "Fiscal Policy in Real Time", Working Paper Series, 919.
- Coenen, G., McAdam, P. y Straub, R. (2008): "Tax reform and labour-market performance in the euro area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Elsevier, vol. 32(8).
- De Grauwe, P. (2010): "The Financial Crisis and the Future of the Eurozone", Bruges European Economic Policy Briefings, n.21.
- De Grauwe, P. (2011): "Debt Sustainability Inside And Outside A Monetary Union", papel preparado para el seminario: "Fiscal sustainability in the euro area and in the US".
- De Grauwe, P. (2011): "Managing a Fragile Eurozone", *CESifo Forum* 2/2011, 40-45.
- De Grauwe, P. y Moesen, W. (2009): "Gains for All: A Proposal for a Common Euro Bond", *Intereconomics*.
- De Grauwe, P. y Schabl, G. (2004): "Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe," *CESIFO Working Paper*, 1182.
- De Gregorio, J. (1996): "Borrowing Constraints, Human Accumulation and Growth", *Journal of Monetary Economics*, 37.
- De la Dehesa, Guillermo: "Dos reglas fiscales diferentes", en *El País*, 5 de febrero de 2012.
- Debrun, X., Pisany-Ferry, J. y Sapir, A. (2008): "Government Size and Output Volatility: Should we Forsake Automatic Stabilization?", *Economic Papers* 316, European Economy, Bruselas.
- Doménech, R. (2009): "La Política Fiscal en un Entorno de Crisis", Servicio de Estudios BBVA, Bilbao.
- Doménech, R. (2010): "La Consolidación Fiscal en España: un ajuste ineludible", Servicio de Estudios BBVA, Bilbao.
- Doménech, R. (2011): "Situación Económica y Perspectivas de Futuro", Servicio de Estudios BBVA, Bilbao.
- Doménech, R. (2012): "Austeridad y Crecimiento", en *El País*, 12 de abril de 2012.
- Doménech, R. (2012): "Situación de España. Primer Trimestre 2012", Servicio de Estudios BBVA, Bilbao.
- European Commission: "Public Finances in EMU – 2011".
- Fatás, A. y Mihov, I. (2009): "The Euro and Fiscal Policy", NBER Working Papers 14722, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Feldstein, M. (2009): "Rethinking the Role of Fiscal Policy", NBER Working Papers, 14684.
- Feldstein, M. (2011): "The Euro Zone's Double Failure", *Wall Street Journal*, December 15, 2011.
- Friedman, M. y A. Schwartz, A. (1963): "A Monetary History of United States, 1867-1960", Princeton University Press.
- Furceri, D. (2008): "Long-Run Growth and Volatility: Which Source Really Matters?", *Applied Economics*.
- Furceri, D. y Mourougane, A. (2009): "Financial Crises: Past lessons and Policy Implications", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 668.
- García Del Paso, J.I. (1999): "Macroeconomía Superior", Ed. Pirámide, Madrid.
- Goldsmith, R. (1969): "Financial Structure and Development", Yale University Press.
- González-Páramo, J.M. (2010): "Globalisation, international financial integration and the financial crisis – the future of European and international financial market regulation and supervision", Discurso en el Institute of International and European Affairs, Dublin,



- Greenlaw, D., Hatzius, J., Kashyap, A. y Shin, H. (2008), "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown", papel preliminar preparado para la the US Monetary Policy Forum Conference.
- Greenwood, J. y Jovanovic, B. (1990): "Financial Development, Growth and The Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, 98.
- Gros, D. (2010): "Fiscal Policy Coordination and Competitiveness Surveillance: What solutions to what problems?", CEPS Policy Briefs.
- Grossman, S. y Miller, M. (1988): "Liquidity and Market Structure", *Journal of Finance*, 43.
- Gurley, J. and Shaw, E. (1955): "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, 45.
- Haber, S. (1996): "The Efficiency Consequences of Institutional Change: Financial Market Regulation and Industrial Productivity Growth in Brazil, 1866-1934", NBER Working Papers.
- Haugh, D., Ollivaud, P. y Turner, D. (2009), "The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries", OECD Economics Department Working Papers, No. 683.
- Hernández de Cos, P. (2011): "La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público", *Boletín Económico*, Septiembre 2011, Banco de España.
- Hicks, J. (1969): "A Theory of Economic History", Clarendon Press.
- Hofmann, B., y Remsperger, H. (2005): "Inflation Differentials Among the Euro Area Countries: Potential Causes and Consequences", *Journal of Asian Economics*, 16 (3).
- Hughes A. y Hougaard S. (2011): "Stable and enforceable: a new fiscal framework for the Euro area", *Int. Econ. Policy* 8:225–245.
- Iara A. y Wolff G.B. (2010): "Rules and risk in the euro area: does rules-based national fiscal governance contain sovereign bond spreads?", *Economic Papers* 433, December 2010.
- Iara, A. y Wolff, G.B. (2011): "Rules and risk in the euro area", Working Papers 615, Bruegel.
- IMF (2009): "Lessons for Monetary Policy From Asset Prices Fluctuations".
- IMF (2009): "Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis".
- IMF (2009): "Fiscal Rules - Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance".
- IMF (2010): "Macroeconomic Effects Of Fiscal Consolidation".
- Jahan, S. y McDonald B. (2011): "A Bigger Slice of a Growing Pie", *Finance & Development*, International Monetary Fund.
- Jiménez-Ridruejo, Z. (1996): "España y la Unión Monetaria", Universidad de Valladolid.
- Jiménez-Ridruejo, Z. (2009): "La Crisis y la Eurozona", *Temas para el debate*, Núm. 171.
- Jiménez-Ridruejo, Z.: "Reducción del déficit y políticas de izquierda", en *El Mundo*, 21 de septiembre de 2011.
- Jiménez-Ridruejo, Z. et all. (2009a): "Inmigración y Sostenibilidad a Medio y Largo Plazo del Sistema de Pensiones de Jubilación en España", *Economiaz, Revista Vasca de Economía*, 69.
- Jiménez-Ridruejo Z. et all. (2009b) "El efecto de la inmigración en la sostenibilidad a largo plazo del sistema de pensiones en España". *Hacienda Pública Española*, 188.
- Jimeno, J.F. (2009): "Spain and the Euro: The First Ten Years", Banco de España.
- Joaquín Estefanía (2009): "Alternativas fiscales", en *El País*, 14 de septiembre de 2009.
- Jones, C. (2009): "Macroeconomía", Antoni Bosch Editor, Barcelona.
- Kannan, K., Rabanal, P., and Scott, A. (2009): "Macroeconomic Patterns and Monetary Policy in the Run-Up to Asset Price Busts", *IMF Working Paper*, 09, 252
- Kashyap, A. y Stein, J. (1995). "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 42.
- Kiyotaki, N. y Moore, J. (1997), "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2005): "What Works in Securities Laws?", mimeo.
- Lacour-Little, M. (1999): "The Evolving Role of Technology in Mortgage Finance", *OLIN Working Paper no. 99-02*.
- Laeven L. y Valencia, F. (2008): "Systemic Banking Crises: A New Database", *IMF Working Papers* 08/224, International Monetary Fund.
- Levine, R. (1997): "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Financial Intermediation*, 35.

- Lucas, R. (1988): "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22.
- Ludvigson, S. (1998), "The Channel of Monetary Transmission to Demand: Evidence From the Market for Automobile Credit", *Journal of Money, Credit and Banking*, 30.
- Mc Kinnon, R. (1973): "Money and Capital in Economic Development", *Brooking Institution*.
- McKinnon, R. (2000): "The East Asian Dollar Standards, Life after Deaths?", *Economic Notes*, 29.
- Meir, G. y Seers, D. (1984): "Pioneers in Development", *Oxford University Press*.
- Merton, R. y Bodie, Z. (1995): "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", en Crane, E.: "The Global Financial System: A Functional Perspective", *Harvard Business School Press*.
- Merton, R.C. (1992): "Financial Innovation And Economic Performance", *Journal of Applied Corporate Finance, Morgan Stanley*, vol. 4(4).
- Ministerio de Economía y Competitividad: "Actualización del Plan de Estabilidad 2012-2015".
- Ministerio de Economía y Hacienda: "Actualización del Plan de Estabilidad 2009-2013".
- Obstfeld M. y Rogoff, K. (1996): "Foundations of International Macroeconomics", *The MITT Press, Cambridge*.
- Ortega E. y Peñalosa, J. (2012): "Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM", *Documentos Ocasionales, Núm. 1201, Banco de España*.
- Pagano, M. y Volpin, P. (2001): "The Political Economy of Finance", *Oxford Review of Economic Policy*, 17.
- Peek, J. y Rosengren, E. (1995), "The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be", *Journal of Money, Credit and Banking*, 27.
- Pindyck, R.S. (1991): "Irreversibility, Uncertainty and Investments", *Journal of Economic Literature*, vol. 29(3).
- Pindyck, R.S. y Solimano, A. (1993): "Economic Instability and Aggregate Investments", in *NBER Macroeconomics Annual*, eds. O. J. Blanchard and S. Fisher, *the MIT Press, Cambridge*.
- Rajan, R. and Zingales, L. (2003): "Saving Capitalism from the Capitalists", *Random House*.
- Robinson, J. (1952): "The Rate of Interest and Other Essays", *Mac Millan*.
- Romer, D. (2002): "Macroeconomía Avanzada", *Ed. Mc Graw-Hill, Madrid*.
- Romer, P. (1990): "Increasing Returns and Long Run Growth", *Journal of Political Economy*.
- Rose, A.K. (2000): "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, 30.
- Roubini, N. y Sala-i-Martin, X. (1995): "A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression", *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, vol. 35(2).
- Sanchís, A., García-Posada, M.A. y Rinaldi, L.: "La sostenibilidad de la deuda de los hogares: ¿Qué explica la morosidad? Un análisis empírico", *CIm. Economía. Núm. 12*.
- Sargent, T. J. (1987): "Dynamic Macroeconomic Theory", *Harvard University Press*.
- Schumpeter, J. (1912): "The Theory of Economics Development", *Harvard University Press*.
- Serven, L. y Solimano, A. (1993): "Private Investment and Macroeconomic Adjustment: a Survey", *The World Bank Research Observer*, 7.
- Stein, J. (1988): "Takeover Threats and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy*, 96.
- Taylor, J. B. (2009): "Empirically Evaluating Economic Policy in Real Time", *Inaugural Martin Feldstein Lecture, NBER Reporter*, 3.
- Taylor, J.B. (2008): "Why Permanent Tax Cuts Are the Best Stimulus", en *The Wall Street Journal*, 25 de noviembre de 2008.
- Taylor, J.B. (2009): "The Financial Crisis And The Policy Responses - An Empirical Analysis Of What Went Wrong", *Festschrift in Honor of David Dodge's Contributions to Canadian Public Policy, Bank of Canada*.
- Tracy, J., Schneider, H. y Chan, S. (1999): "Are Stocks Overtaking Real Estate in Household Portfolios?", *Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York*, 5.
- Von Hagen, J., Hughes, A. y Strauch, R. (2001): "Budgetary Consolidation in EMU", *European Economy - Economic Papers 148, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission*.
- Von Weizsäcker, J. y Delpla, J. (2010): "The Blue Bond Proposal", *Policy Briefs 403, Bruegel*.

- Wickens, M. (2007): "Macroeconomic theory: a dynamic general equilibrium approach", Princeton University Press.
- Wyplosz, C. (2010): "The Eurozone in the Current Crisis", ADBI Working Paper 207.
- Wyplosz, C. (2010): "Why Is The Debt Crisis Spreading Through The Euro Area", The Graduate Institute and CEPR.