

## V. Recuperar la sostenibilidad fiscal

La situación de las finanzas públicas de numerosas economías avanzadas ya seguía una trayectoria insostenible antes de la crisis financiera, y ésta provocó un deterioro adicional de la situación al aumentar los déficits presupuestarios y el endeudamiento. Como resultado, los mercados financieros y las agencias de calificación crediticia adoptaron una postura más crítica frente al riesgo de crédito soberano, y niveles de déficit presupuestario y de deuda pública que antes de la crisis se habían tolerado dejaron de considerarse sostenibles.

Estas circunstancias provocaron la ampliación de los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de emisores soberanos y recortes en las calificaciones crediticias de la deuda pública, en particular de España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal. Pero también se ha rebajado la calificación de emisores soberanos cuya solvencia rara vez se cuestiona, como son los casos de Estados Unidos y Japón, cuyos costes de endeudamiento de hecho se han reducido por la consideración de refugio de sus títulos de deuda.

Ante esta situación, ha surgido preocupación por que las emisiones de deuda soberana pierdan su carácter de activos libres de riesgo o, en concreto, por el hecho de que su riesgo de crédito ya no se considere insignificante. En realidad, incluso desde este punto de vista restringido, alcanzar la categoría de activo sin riesgo es más un ideal que un objetivo realista. De hecho, lo peor que podría suceder sería considerar como exento de riesgo un activo cuando efectivamente no lo está. Podría afirmarse que eso es lo que sucedió con la deuda de varios países antes de la crisis reciente, y lo que aún ocurre con algunos de ellos. La expresión de activos «sin riesgo» se emplea para referirse a aquellos activos cuya probabilidad de pago al acreedor es lo suficientemente alta para hacer innecesario que los participantes en los mercados financieros incorporen explícitamente el riesgo de crédito en sus decisiones de inversión. La existencia de dichos activos contribuye a que el sistema financiero funcione de forma fluida y eficiente.

El deterioro de la solvencia soberana repercute de manera adversa en la estabilidad financiera, la instrumentación y credibilidad de las políticas fiscales y monetarias, el funcionamiento de los mercados financieros y los costes de endeudamiento del sector privado. En el contexto actual de crecimiento económico anémico, mercados financieros aún frágiles y bancos centrales sobrepasados en sus funciones, el aumento del riesgo que entrañan las emisiones soberanas es particularmente preocupante. Por consiguiente, las posiciones fiscales de dichos países deben recuperar su sostenibilidad.

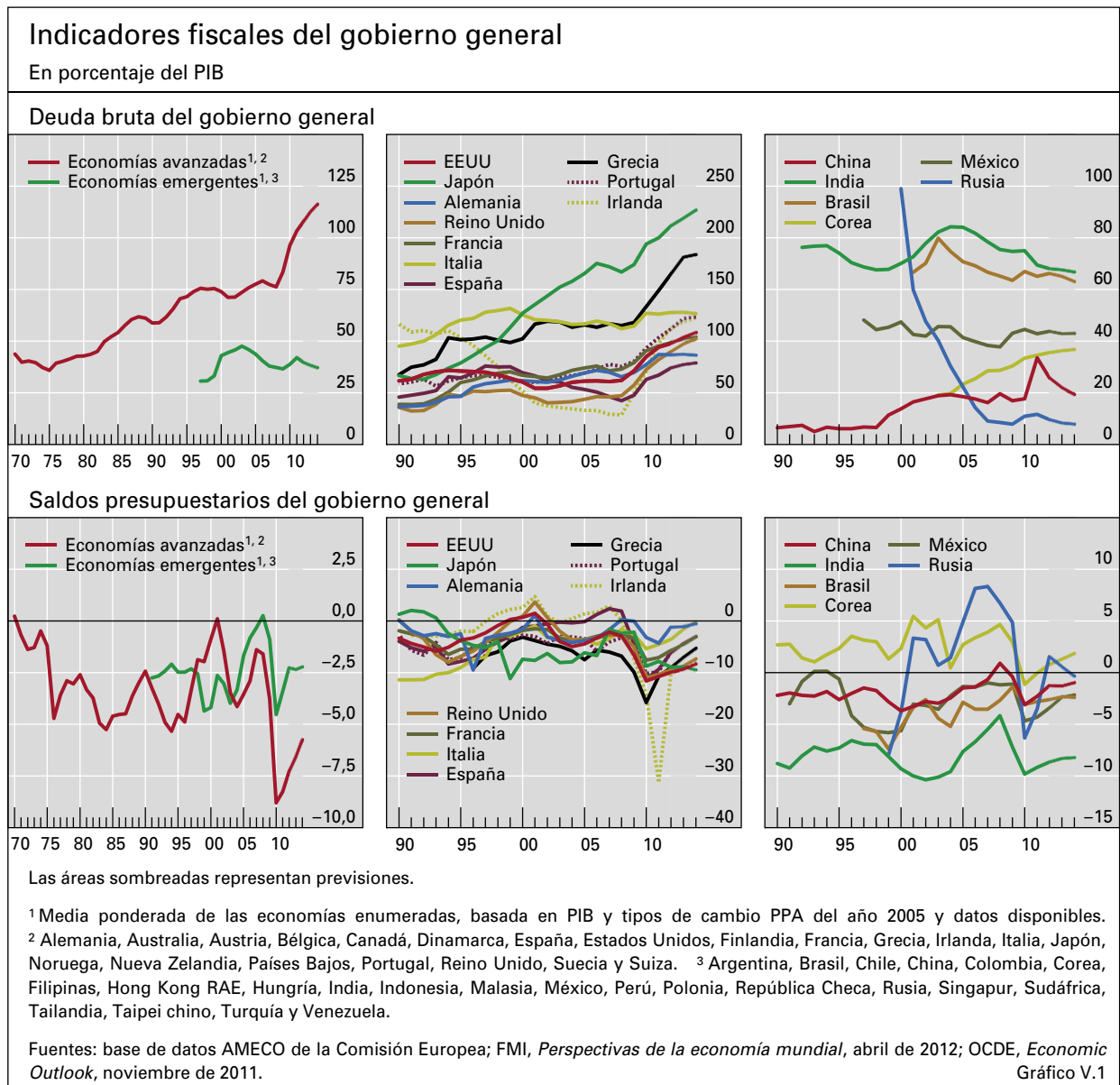
La sección siguiente examina el deterioro de la solvencia crediticia de las emisiones soberanas y sus principales causas, y en secciones posteriores se analizan las consecuencias de ese deterioro y sus implicaciones para el diseño de las políticas económicas.

## Por qué y en qué medida han perdido los países la consideración de emisores de activos sin riesgo

### Evolución de las finanzas públicas

La sostenibilidad de las finanzas públicas en las economías avanzadas ya era motivo de preocupación mucho antes de que se iniciara la reciente crisis financiera. En las economías avanzadas, los niveles explícitos de deuda pública (el cociente entre deuda pública y PIB) no dejaron de aumentar entre mediados de los años 70 y mediados de los 90. Pese a que el endeudamiento se estabilizó en la década siguiente, al combinarse un intenso crecimiento económico mundial con la adopción de medidas de consolidación fiscal en Europa y Estados Unidos, la deuda se mantuvo en niveles muy altos. A raíz de la reciente crisis financiera, los niveles de deuda se dispararon (Gráfico V.1).

Pero los niveles explícitos de deuda pública son solo uno de los muchos factores a tener en cuenta. El panorama fiscal se torna aun más sombrío si se



consideran los aumentos previstos del gasto público en concepto de pensiones y salud debido al envejecimiento de la población<sup>1</sup>. En los países desarrollados se prevé un incremento promedio de estas dos categorías de gasto público de 7,9 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2050<sup>2</sup>.

Además, la situación fiscal de algunas economías avanzadas aparentaba ser mucho mejor debido al auge del crédito y del precio de los activos antes de la crisis. Los gobiernos de algunos países, y muy especialmente los de España e Irlanda, se vieron inducidos a una falsa sensación de seguridad ante un aumento de la recaudación tributaria que resultó propiciada exclusivamente por un auge financiero insostenible<sup>3</sup>. El consiguiente incremento temporal de los ingresos tributarios generados por los sectores financiero e inmobiliario dio a las cuentas públicas un impulso de alcance extraordinario comparado con el que cabe esperar en ciclos normales de expansión económica, lo cual llevó a las autoridades a sobreestimar los saldos estructurales (véase el recuadro)<sup>4</sup>. Esta situación alentó, a su vez, políticas fiscales de corte más expansivo, que se revelaron peligrosas cuando el auge financiero se convirtió en un colapso.

En apariencia, las economías de mercado emergentes (EME) presentan una situación fiscal mucho mejor que las economías avanzadas. En general, los déficits presupuestarios y la deuda pública (en proporción del PIB) de estas economías permanecieron en niveles mucho más bajos (Gráfico V.1) y, en promedio, su relación entre deuda pública y PIB se ha reducido desde 2010.

No obstante, la situación fiscal subyacente de las EME podría no ser en todos los casos tan sólida como aparenta. Según se observa en el Gráfico V.1, sus posiciones fiscales muestran una considerable dispersión. Las EME tienen menor capacidad para atender el servicio de su deuda que las economías avanzadas debido a varios factores, entre otros su historial de suspensión de pagos y una menor capacidad recaudatoria. Al igual que sus homólogos de las economías avanzadas, los gobiernos de numerosas economías de mercado emergentes se enfrentan a fuertes aumentos del gasto público en pensiones y en salud (un promedio de 7,0 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2050) debido al envejecimiento de la población<sup>5</sup>. Además, las finanzas públicas de algunas EME ofrecen una imagen excesivamente favorable debido al auge del crédito y del precio de los activos (véase el Capítulo III).

<sup>1</sup> Véanse S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The future of public debt: prospects and implications», *BIS Working Papers*, n° 300, marzo de 2010, y FMI, *Global Financial Stability Report*, abril de 2012, capítulo 4.

<sup>2</sup> Media ponderada basada en el PIB y en los tipos de cambio PPA de 2005 de las economías avanzadas enumeradas en la nota 2 al pie del Gráfico V.1 cuando existan estimaciones en FMI, Departamento de Finanzas Públicas, *The challenge of public pension reform in advanced and emerging economies*, diciembre de 2011, y en FMI, Departamento de Finanzas Públicas, *Macro-fiscal implications of health care reform in advanced and emerging economies*, diciembre de 2010.

<sup>3</sup> Véase J. Suárez, «The Spanish crisis: background and policy challenges», *CEPR Discussion Papers*, n° 7909, julio de 2010.

<sup>4</sup> Véase también BPI, *81° Informe Anual*, junio de 2011, Capítulo II.

<sup>5</sup> Media ponderada basada en el PIB y los tipos de cambio PPA de 2005 para las economías emergentes enumeradas en la nota 3 al pie del Gráfico V.1 en los casos en que hay estimaciones disponibles en FMI, Departamento de Finanzas Públicas, 2011, op. cit., y FMI, Departamento de Finanzas Públicas, 2010, op. cit.

## Ciclo financiero, producto potencial y saldos presupuestarios ajustados por el ciclo

El calibrado de las políticas macroeconómicas se basa en las estimaciones del producto potencial o sostenible, que permiten a las autoridades distinguir entre fluctuaciones cíclicas y tendencias a más largo plazo. La diferencia entre el producto efectivo y el potencial se conoce con el nombre de «brecha de producto». No obstante, el producto potencial no puede observarse directamente. Este recuadro explica cómo puede utilizarse la información sobre el ciclo financiero para obtener este tipo de estimaciones y su aplicación para medir los saldos presupuestarios estructurales.

Para estimar el producto potencial y las correspondientes brechas de producto se han utilizado distintas metodologías. El planteamiento más común consiste en derivar, a partir del producto efectivo, la tendencia de largo plazo, a través de procedimientos puramente estadísticos aplicados a las series temporales del producto efectivo (p. ej., el filtro Hodrick-Prescott, HP). Se trata de un planteamiento sencillo, pero que no se apoya en información adicional sobre las relaciones económicas. Otros enfoques se basan más en modelos y presentan diferencias significativas en cuanto a la información económica que contienen. El tipo de información más habitual tiene que ver con la relación entre la «holgura» de la capacidad productiva y la inflación (curva de Phillips): la idea básica es que la inflación varía en función de la magnitud de la brecha de producto. Otros métodos comunes van más allá e incluyen también información sobre la función de producción de la economía.

Un rasgo distintivo de los enfoques actuales es que no incorporan información sobre el ciclo financiero. Sin embargo, existen buenas razones para pensar que las condiciones de los mercados financieros pueden tener hondas repercusiones sobre el producto, en especial durante periodos en los que el crédito y los precios de los activos sobrepasan los niveles sostenibles, generando desequilibrios financieros. Una evolución así, por ejemplo, podría ir acompañada de unos patrones de inversión y consumo que, con el tiempo, producirían asignaciones muy inadecuadas del producto y el *stock* de capital. Estos auges insostenibles, aunque a corto plazo parezcan benignos, pueden socavar a largo plazo el producto sostenible. A medida que avanzan, el producto sobrepasa cada vez más los niveles sostenibles.

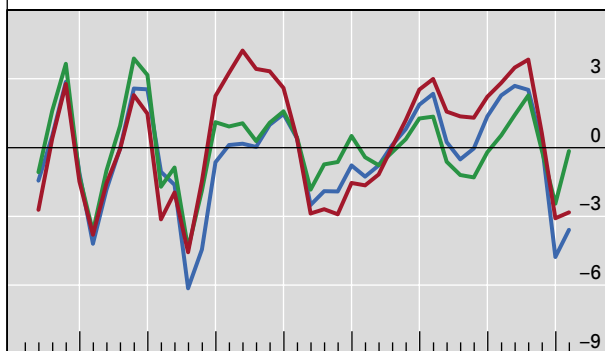
Para abordar esta cuestión, ampliamos el método estadístico más utilizado para calcular el producto potencial (el filtro HP), de modo que incluya información sobre el ciclo financiero. Para facilitar la exposición, solo tenemos en cuenta la información procedente de agregados crediticios<sup>®</sup>. Más concretamente, utilizamos como aproximación general a las condiciones financieras la tasa de variación del crédito al sector privado ajustado por la inflación con relación a su media muestral. Paulatinamente, vamos incrementando la ponderación de esta variable, a medida que la relación entre crédito y PIB supera los niveles históricos normales, lo que indica una evolución insostenible o la acumulación de desequilibrios financieros.

A efectos ilustrativos, el Gráfico V.A.1 compara las brechas del producto basadas en el crédito para Estados Unidos y España con las brechas obtenidas mediante la aplicación del filtro HP estándar y las calculadas por la OCDE con el enfoque de la función de producción. El Gráfico V.A.1 indica que las estimaciones de la brecha de producto basadas en el crédito apuntan a un nivel de producto potencial

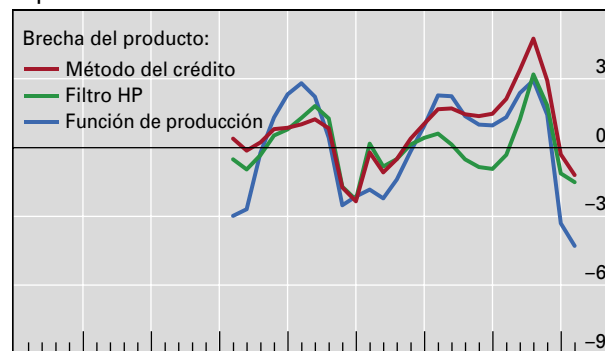
### Distintas estimaciones de la brecha del producto

En puntos porcentuales

Estados Unidos



España



Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, noviembre de 2011; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico V.A.1

muy inferior durante los auges de crédito insostenibles que precedieron a las recientes crisis financieras en ambos países. En cambio, los distintos métodos ofrecen resultados muy similares para los periodos en los que el crédito fluctuó dentro de intervalos más estrechos, desempeñando por tanto un papel menos determinante. Es el caso, por ejemplo, de lo ocurrido en los años 70 en Estados Unidos, un periodo de regulación más estricta de los mercados financieros.

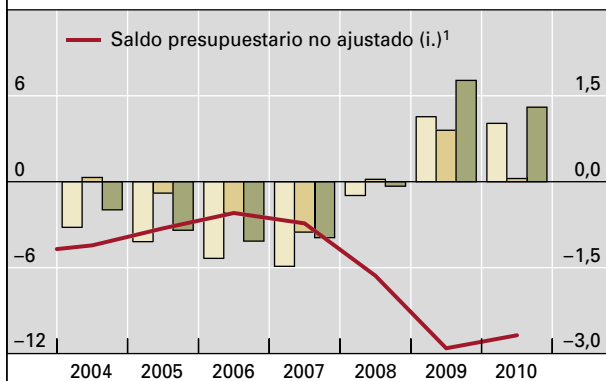
A fin de evaluar la trascendencia económica de las diferencias entre las estimaciones de la brecha de producto, utilizamos las estimaciones para ajustar por el ciclo los saldos presupuestarios de los gobiernos. Para calcular estas posiciones estructurales se requieren estimaciones de la elasticidad de varias categorías de impuestos y gastos públicos en relación con la brecha de producto. Para ello, utilizamos los cálculos de la OCDE<sup>2</sup>. Nótese que no realizamos un ajuste por los efectos adicionales que puedan tener los auges de los precios de los activos sobre los ingresos públicos. Así pues, las diferencias entre las posiciones fiscales ajustadas por el ciclo reflejan únicamente las existentes en las estimaciones de la brecha de producto.

El Gráfico V.A.2 muestra los saldos presupuestarios sin ajustar de Estados Unidos y España, junto con las correcciones cíclicas implícitas en las distintas estimaciones de la brecha de producto. En este contexto, una diferencia de más de medio punto porcentual suele considerarse económicamente significativa. El gráfico pone de manifiesto que las diferencias entre las estimaciones basadas en el crédito y las demás suelen ser de esta magnitud. Asimismo, las posiciones ajustadas por el ciclo basadas en el crédito son inferiores durante auges del crédito insostenibles, lo que corrobora la opinión de que estos auges mejoran de manera ficticia las cuentas públicas, como han confirmado acontecimientos posteriores.

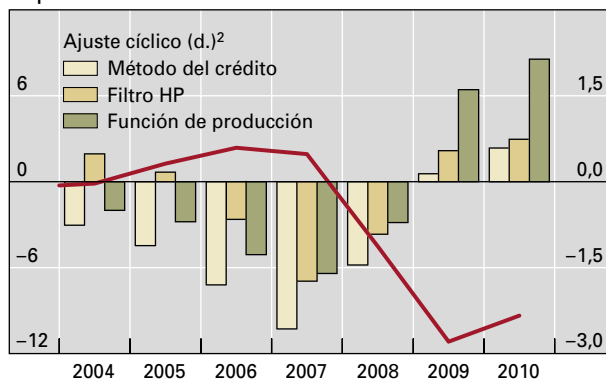
<sup>1</sup> Un análisis más detallado incluiría también información sobre los precios de los activos, en especial sobre los precios inmobiliarios (p. ej. Capítulo 3 y Drehmann, M., C. Borio y K. Tsatsaronis (2011), "Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, de próxima publicación. Más información técnica sobre la obtención de las estimaciones en C. Borio, P. Disyatat y M. Juselius, "Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle", *BIS Working Papers*, de próxima publicación. <sup>2</sup> N. Girouard, y C. André, (2005): «Measuring Cyclically Adjusted Budget Balances for OECD Countries», *OECD Economics Department Working Papers*, n° 434.

## Saldos presupuestarios y ajustes cíclicos

### Estados Unidos



### España



<sup>1</sup> En porcentaje del PIB. <sup>2</sup> Corrección cíclica del saldo presupuestario no ajustado implícita en las distintas estimaciones de la brecha del producto. En puntos porcentuales.

Fuentes: OCDE, *Economic Outlook*, noviembre de 2011; cálculos del BPI.

Gráfico V.A.2

Un indicador de sostenibilidad fiscal, la brecha fiscal, mide la variación de los saldos fiscales primarios ajustados por el ciclo que se necesitaría para que la relación entre la deuda pública y el PIB retornara a un nivel sostenible en un determinado horizonte temporal<sup>6</sup>. Si bien hay opiniones divergentes sobre el

<sup>6</sup> Se trata de un indicador aproximado imperfecto, ya que la sostenibilidad fiscal también depende de factores que no quedan reflejados en la brecha fiscal.

nivel óptimo de esa relación, los datos empíricos muestran, aunque solo como orientación básica, que el crecimiento se ve perjudicado si supera el 85%<sup>7</sup>. De ser correcto, y considerando la experiencia reciente, esto indicaría que la deuda pública debería ser muy inferior al 85% del PIB para crear cierto margen de maniobra para aplicar una política fiscal anticíclica y permitir que la deuda pública aumente durante una recesión.

A título ilustrativo, y considerando dicho margen de maniobra, se podría tomar como parámetro de referencia a largo plazo una relación de 50%, por ejemplo, que se alcanzaría en 2050. Partiendo de esta cifra como orientación básica, y considerando los aumentos previstos del gasto público en pensiones y en salud, en la mayoría de economías avanzadas sería necesario que el saldo primario ajustado por el ciclo mejorara de inmediato en un 3% del PIB o más, en comparación con los niveles proyectados para 2012<sup>8</sup>, con base en estimaciones de la OCDE (Cuadro V.1)<sup>9</sup>. En 2012 este indicador de la brecha fiscal es particularmente elevado —superior al 8% del PIB— para los casos de Estados Unidos, Irlanda, Japón y el Reino Unido. La brecha fiscal de Canadá, Francia y los Países Bajos no es mucho menor, oscilando entre el 5,4% y el 6,3% del PIB. En Grecia, Italia y Portugal la brecha fiscal es más reducida, situándose entre el 2,6% y el 3,3% del PIB, principalmente debido a que, como resultado de las recientes medidas de consolidación fiscal, para 2012 se prevé un mayor superávit primario ajustado por el ciclo. Suecia es el único país de la muestra donde, de acuerdo con este indicador, no es necesario un ajuste. Las amplias brechas fiscales de muchas economías avanzadas muestran que se requieren fuertes ajustes presupuestarios para recuperar la estabilidad fiscal.

La vulnerabilidad de las posiciones fiscales depende de las tendencias fiscales y macroeconómicas de largo plazo, pero también de la distribución de las carteras de títulos de deuda pública (Gráfico V.2). Si no cambian los demás factores, una mayor proporción de inversión nacional en deuda pública, como en Brasil y Japón, puede permitir mantener de manera temporal un mayor nivel de deuda como proporción del PIB, porque es menos probable que una fuga de capitales del exterior tenga repercusiones graves, y porque los pagos de intereses representan una carga menor sobre la renta nacional. Asimismo, una mayor participación de inversores oficiales del exterior, para una proporción dada de inversión extranjera en deuda pública, como en Estados Unidos, puede suponer costes de endeudamiento público más estables, ya que es menos probable que los inversores oficiales extranjeros reaccionen ante noticias macroeconómicas de corto plazo o ante un incremento brusco de la aversión mundial al riesgo.

<sup>7</sup> Véase S. Cecchetti, M. Mohanty y F. Zampolli, «The real effects of debt», *BIS Working Papers*, n° 352, septiembre de 2011.

<sup>8</sup> Sobre la base de proyecciones realizadas en 2011.

<sup>9</sup> Véanse OCDE, «Fiscal consolidation: How much is needed to reduce debt to a prudent level?», *OECD Economics Department Policy Notes*, n° 11, abril de 2012, y R. Merola y D. Sutherland, «Fiscal consolidation: Part 3. Long-run projections and fiscal gap calculations», *OECD Economics Department Working Papers*, n° 934, enero de 2012, incluidos los detalles de los supuestos en que se basan las proyecciones.

## Evolución de las brechas fiscales

En puntos porcentuales

	Brecha fiscal <sup>1</sup>		Contribución a las variaciones en las brechas, 2007–2012 <sup>2</sup>		
	2007 <sup>3</sup>	2012	Variación del saldo primario subyacente	Variación de la deuda	Variación del interés sobre deuda
Japón	7,4	12,2	2,6	1,7	0,4
Nueva Zelanda	3,2	9,6	5,5	0,8	0,1
Estados Unidos	3,8	9,4	5,0	1,2	-0,5
Luxemburgo	9,3	9,3	0,0	0,0	0,0
Irlanda	3,1	8,6	2,3	2,3	1,0
Reino Unido	6,5	8,5	1,9	1,2	-1,1
Países Bajos	5,4	6,3	1,0	0,3	-0,4
Bélgica	4,6	6,0	1,5	0,3	-0,4
Finlandia	3,8	5,7	1,4	0,4	0,1
Canadá	3,5	5,5	2,5	0,4	-0,9
Francia	4,8	5,4	0,3	0,9	-0,5
Eslovaquia	4,9	5,2	-0,8	0,7	0,4
Alemania	4,1	4,8	1,2	-0,1	-0,4
Polonia	1,9	4,7	1,7	0,6	0,5
Austria	3,5	4,6	0,9	0,5	-0,3
República Checa	5,0	4,6	-1,2	0,7	0,1
Corea	4,3	4,3	0,0	0,0	0,0
España	3,1	4,2	0,7	0,7	-0,3
Hungría	6,6	3,5	-3,1	0,1	-0,1
Grecia	7,8	3,3	-6,3	1,4	0,4
Australia	2,4	3,2	0,5	0,5	-0,2
Portugal	4,2	3,0	-1,9	0,5	0,2
Italia	3,7	2,6	-1,0	0,1	-0,3
Suiza	2,2	2,2	0,0	0,0	0,0
Dinamarca	1,7	2,0	0,1	0,1	0,1
Suecia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

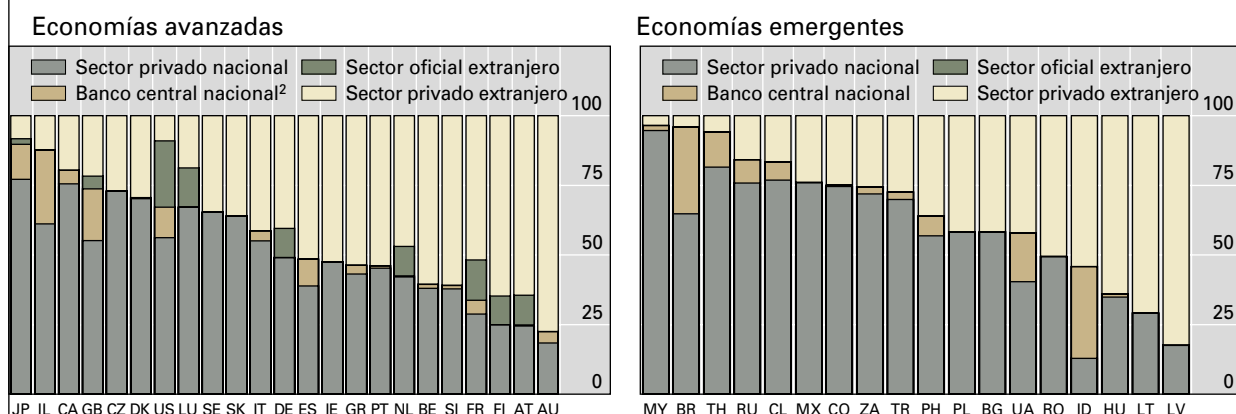
<sup>1</sup> Incremento inmediato del saldo primario subyacente (en porcentaje del PIB) necesario para que los pasivos financieros brutos alcancen el 50% del PIB en 2050; incluye costes de salud y de cuidado a largo plazo, así como los aumentos previstos en el gasto por pensiones. <sup>2</sup> La contribución de las variaciones se calcula como la diferencia respecto de las brechas fiscales en una simulación base, en la que se supone que el gasto en pensiones, salud y cuidado a largo plazo se mantiene como una proporción constante del PIB. Una contribución negativa implica que la posición fiscal subyacente mejoró o que la tasa de interés de la deuda pública cayó entre 2007 y la proyección de 2012. <sup>3</sup> La brecha fiscal implícita tiene en cuenta el efecto sobre la brecha fiscal de 2012 de la posición fiscal subyacente, los niveles de deuda y las tasas de interés en 2007.

Fuentes: OCDE, «Fiscal Consolidation: how much is needed to reduce the debt to a prudent level?», *OCDE Economics Department Policy Note*, n° 11, abril de 2012. Cuadro V.1

Las posiciones de inversión internacional netas también pueden influir en la estabilidad fiscal. Los países más afectados por la crisis de deuda soberana de la zona del euro presentan una posición neta de inversión internacional muy negativa en relación con su PIB. Al final de 2011, la posición de Portugal era la más negativa (-108% del PIB), seguida de Irlanda (-95%), España (-86%) y Grecia (-73%). En cambio, el fuerte signo positivo de la posición neta de inversión internacional de Japón (51%) contribuye a reducir la vulnerabilidad de su situación fiscal, pese a que la deuda pública de ese país representaba el 212% del PIB en 2011.

## Tenencias de deuda pública<sup>1</sup>

En porcentaje del total en circulación



AT = Austria; AU = Australia; BE = Bélgica; BG = Bulgaria; BR = Brasil; CA = Canadá; CL = Chile; CO = Colombia; CZ = República Checa; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; HU = Hungría; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IL = Israel; IT = Italia; JP = Japón; LT = Lituania; LU = Luxemburgo; LV = Letonia; MX = México; MY = Malasia; NL = Países Bajos; PH = Filipinas; PL = Polonia; PT = Portugal; RO = Rumania; RU = Rusia; SE = Suecia; SI = Eslovenia; SK = Eslovaquia; TH = Tailandia; TR = Turquía; UA = Ucrania; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Datos T4 2011 para Estados Unidos y el Reino Unido; T3 2011 para Brasil y España; T2 2011 para Australia, Francia, Israel y Japón; T1 2011 para Alemania; T2 2011 para el resto de economías emergentes; y T4 2010 para el resto de economías avanzadas. Se refiere a la deuda bruta del Gobierno general, excepto para Australia (títulos de deuda pública del *Commonwealth*, incluidas letras del Tesoro), Canadá (bonos y títulos a corto plazo del Gobierno de Canadá), Francia (títulos de deuda negociable), Israel (deuda pública negociable), Japón (bonos del Gobierno central; también incluye Japan Post Bank, participada al 100% por J.P. Holdings, íntegramente participada a su vez por el Gobierno), España (deuda negociable del Gobierno central), Reino Unido (*gilts* del Gobierno central) y Estados Unidos (títulos del Tesoro, incluida deuda no negociable). <sup>2</sup> No incluye el BCE.

Fuentes: FMI, *Monitor Fiscal*, abril de 2012, y *Perspectivas de la economía mundial*, abril de 2012; OCDE, *Economic Outlook*, noviembre de 2011; Banco Mundial, *Quarterly External Debt Statistics*; cálculos del BPI. Gráfico V.2

### Repercusión de la crisis financiera en las posiciones fiscales

La crisis financiera causó un profundo deterioro de las finanzas públicas en las economías avanzadas, siendo el endeudamiento público mayor ahora que en 2007 en prácticamente todo el mundo desarrollado (Gráfico V.1). Y aunque en las EME la deuda pública no aumentó en la misma medida, tampoco estas economías escaparon a ese deterioro.

Cabe evaluar el efecto marginal de la crisis financiera y de sus secuelas en la sostenibilidad de las finanzas públicas analizando de qué forma han evolucionado las brechas fiscales. En varias de las principales economías avanzadas (por ejemplo, Estados Unidos, Japón y el Reino Unido), la brecha fiscal se amplió mucho ante el incremento de los déficits fiscales y de la deuda como consecuencia de la crisis (Cuadro V.1). En España e Irlanda, a pesar de los planes recientes de consolidación fiscal, también se ha ampliado entre 2007 y 2012. En ambos casos, la ampliación de la brecha fiscal obedeció prácticamente en igual medida al aumento de la deuda pública y de los déficits fiscales primarios ajustados por el ciclo.

Diversos factores explican los elevados déficits fiscales en que incurrieron los gobiernos en respuesta a la crisis. El componente no discrecional de los presupuestos públicos se redujo al mermar los ingresos tributarios y aumentar el gasto de carácter automático. Numerosos gobiernos aprobaron amplios



paquetes de estímulo fiscal para contrarrestar la desaceleración económica e, inmediatamente después de la crisis, muchas autoridades soberanas también proporcionaron apoyo a entidades financieras con sede en sus jurisdicciones mediante programas de compra de activos, inyecciones directas de capital y avales sobre su deuda. En muchos casos se trató de programas de respaldo financiero de gran cuantía, cuyo coste inicial llegó al 55% del PIB<sup>10</sup>. Asimismo, como ya se analizó, en los países donde antes de la crisis se había registrado un auge del crédito y de precios de los activos los ingresos tributarios se redujeron mucho más de lo que resulta normal ante una desaceleración cíclica de la actividad económica.

### *Repercusión del deterioro de la solvencia soberana en el sistema financiero*

La crisis ha encadenado una serie de interacciones adversas entre los riesgos bancario y soberano. La debilidad del sistema financiero ha perjudicado a las finanzas públicas, al tiempo que el deterioro de la percepción de solvencia de los emisores soberanos ha debilitado a las instituciones financieras.

La percepción de un menor grado de solvencia soberana ha afectado al sector financiero por varias vías<sup>11</sup>. Ha deprimido el valor de mercado de los títulos de deuda pública en poder de los bancos y ha reducido la disponibilidad de activos de garantía de alta calidad, lo cual ha repercutido negativamente en las condiciones de financiación para los bancos (como se analiza en la sección siguiente y en el Capítulo VI). Asimismo, al percibirse una menor capacidad de los emisores soberanos para proporcionar respaldo al sistema financiero, los costes de endeudamiento de las instituciones financieras han aumentado. Esta consecuencia ha sido más visible en España, Grecia, Italia y Portugal, donde la percepción de un menor apoyo oficial a los bancos durante el último año ha provocado rebajas de las calificaciones que incluyen el efecto de las ayudas públicas («*all in*»)<sup>12</sup>. Por último, al percibirse que las emisiones soberanas han dejado de ser activos sin riesgo, la deuda pública se ha convertido en un sustituto más cercano de la deuda bancaria en las carteras de inversión, con el consiguiente riesgo de que la primera sustituya a la segunda. Aunque este efecto se aplica a la totalidad de los prestatarios privados, afecta más a los bancos debido a sus elevadas necesidades de financiación.

Los precios de mercado reflejan claramente el mayor riesgo creado por esas interacciones adversas. Los diferenciales de CDS bancarios y soberanos muestran una correlación considerablemente mayor desde comienzos de 2010 no solo dentro del mismo país, sino también en muchos casos entre distintos países. Por ejemplo, el coeficiente de correlación entre las variaciones diarias de los diferenciales franceses entre los CDS de bancos y de deuda soberana aumentó de 0,38 en 2008–09 a 0,79 en 2010–11. En el mismo periodo, los coeficientes de correlación de los diferenciales de CDS bancarios y soberanos

<sup>10</sup> Véase C. Borio, B. Vale y G. von Peter, «Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?», *BIS Working Paper*, n° 311, junio de 2010.

<sup>11</sup> Véase un análisis adicional en Comité sobre el Sistema Financiero Global, «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *CGFS Publications*, n° 43, julio de 2011.

<sup>12</sup> Véase N. Tarashev, «Diferentes causas de las recientes rebajas de calificación crediticia de los bancos», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2011.

también aumentaron en Alemania (de 0,33 a 0,66), España (de 0,38 a 0,71), Italia (de 0,53 a 0,78) y el Reino Unido (de 0,34 a 0,71).

#### *Reacciones ante el deterioro de la solidez fiscal de los emisores soberanos*

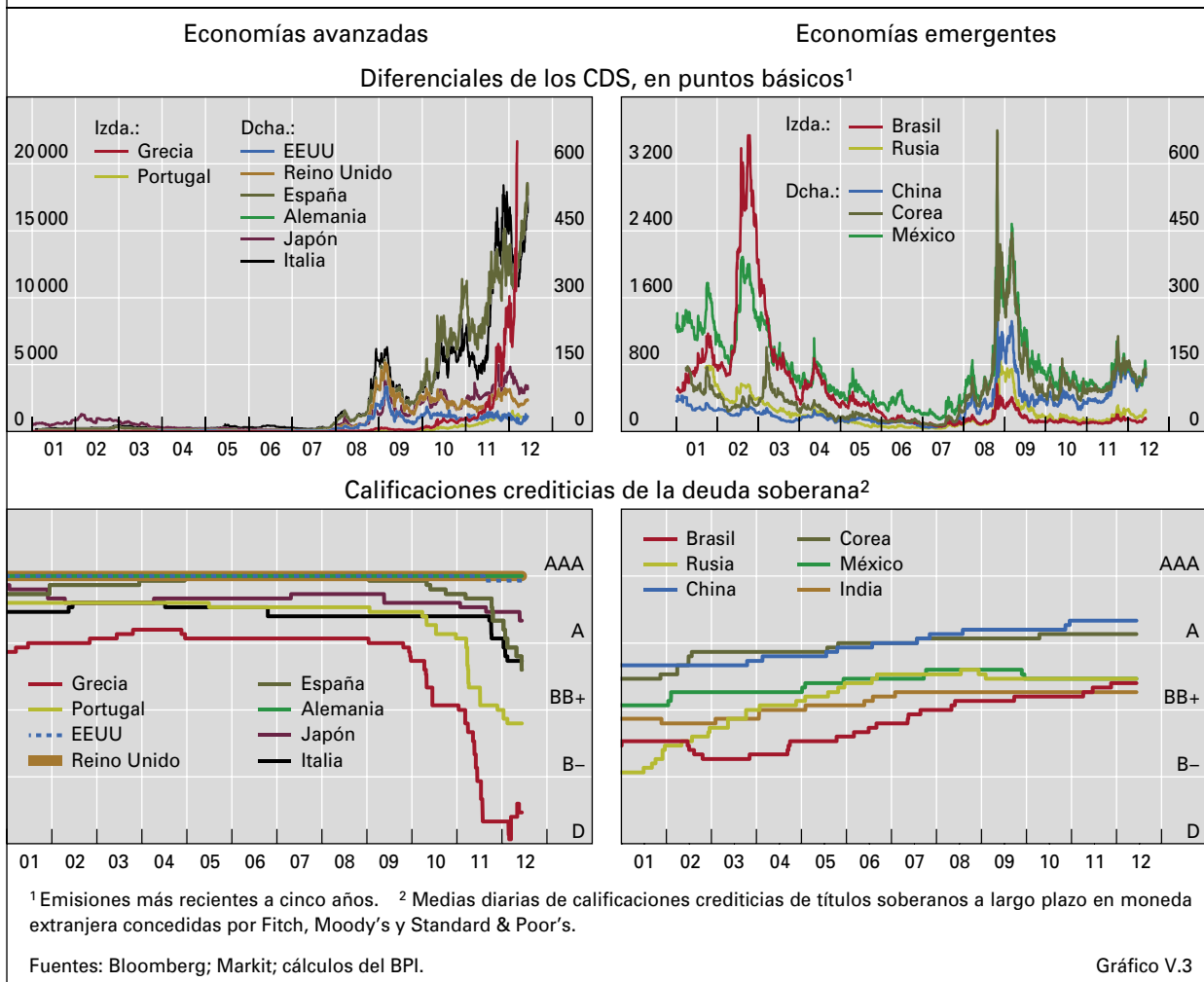
En los dos últimos años, el coste de endeudarse a largo plazo de los países ha aumentado considerablemente en muchas economías avanzadas, aunque no para todas. La preocupación por la solvencia de los emisores soberanos ha afectado especialmente a algunos países de la zona del euro. En Grecia, Irlanda y Portugal el rendimiento de la deuda pública a diez años registró un fuerte incremento en 2010. En Grecia y Portugal se disparó en 2011 y a final de año alcanzaba el 35,0% y 13,4%, respectivamente. Tras haber quedado prácticamente excluidos de los mercados, los gobiernos de estos tres países solicitaron apoyo oficial. El coste de endeudarse a largo plazo de España e Italia, cuya deuda pública rondaba conjuntamente los 2,7 billones de euros en 2011, ascendía al 6,6% y el 5,9%, respectivamente, al final de mayo de 2012. En cambio, para esa misma fecha el rendimiento de la deuda pública a diez años de Alemania, Estados Unidos y Japón había bajado al 1,2%, 1,6% y 0,8%, respectivamente, al buscar los inversores seguridad en esos títulos.

Como reflejan los precios de los derivados de crédito, el aumento del riesgo de crédito soberano fue aún más generalizado. Los diferenciales de los CDS de deuda soberana de muchas economías avanzadas alcanzaron niveles sin precedentes hacia finales de 2011 y, pese a reducirse algo a principios de 2012, siguen siendo muy altos (Gráfico V.3, panel superior izquierdo). Estos diferenciales aumentaron incluso en mercados de deuda que se beneficiaron del repliegue hacia inversiones seguras y de una reducción de los costes de endeudamiento.

El deterioro de la percepción de solvencia de las economías avanzadas también indujo a una rebaja generalizada de las calificaciones crediticias (Gráfico V.3, panel inferior izquierdo). Incluso Estados Unidos, el emisor de la moneda de reserva internacional más utilizada en el mundo, sufrió una rebaja de la calificación crediticia de su deuda soberana por parte de Standard & Poor's en agosto de 2011, ante la imposibilidad del comité bicameral para la reducción del déficit del Congreso de Estados Unidos de alcanzar un acuerdo sobre una estrategia firme a medio plazo para reducir la deuda pública. Como en el caso de los precios de mercado, la rebaja de la calificación puede haber obedecido no solo al deterioro de las finanzas públicas inducido por la crisis, sino también a una revisión del riesgo soberano, que llevó a asignar un mayor grado de riesgo a escenarios que antes de la crisis se estimaban sostenibles.

La actitud de los mercados y de las agencias de calificación ante las EME ha sido más positiva. Los diferenciales de los CDS de la deuda soberana de las principales EME se mantuvieron relativamente estables en los dos últimos años y, pese a aumentar en el segundo semestre de 2011, se situaban muy por debajo de sus máximos de 2008–09 (Gráfico V.3, panel superior derecho). Asimismo, en el último decenio las calificaciones de riesgo de las EME han mostrado una tendencia ascendente, conducente a cierta convergencia con las calificaciones de economías avanzadas (Gráfico V.3, panel inferior derecho).

## Diferenciales de CDS soberanos y calificaciones de la deuda



Sin embargo, el panorama no se presenta uniforme. Algunas economías emergentes de menor tamaño se han visto afectadas por una revisión a la baja de su calificación en los últimos años. Para otras, las calificaciones crediticias y los costes de endeudamiento prácticamente no han variado pese a su rápido crecimiento económico. Por último, para muchos países asiáticos emergentes las calificaciones crediticias son ahora inferiores a las de antes de la crisis financiera asiática de 1997.

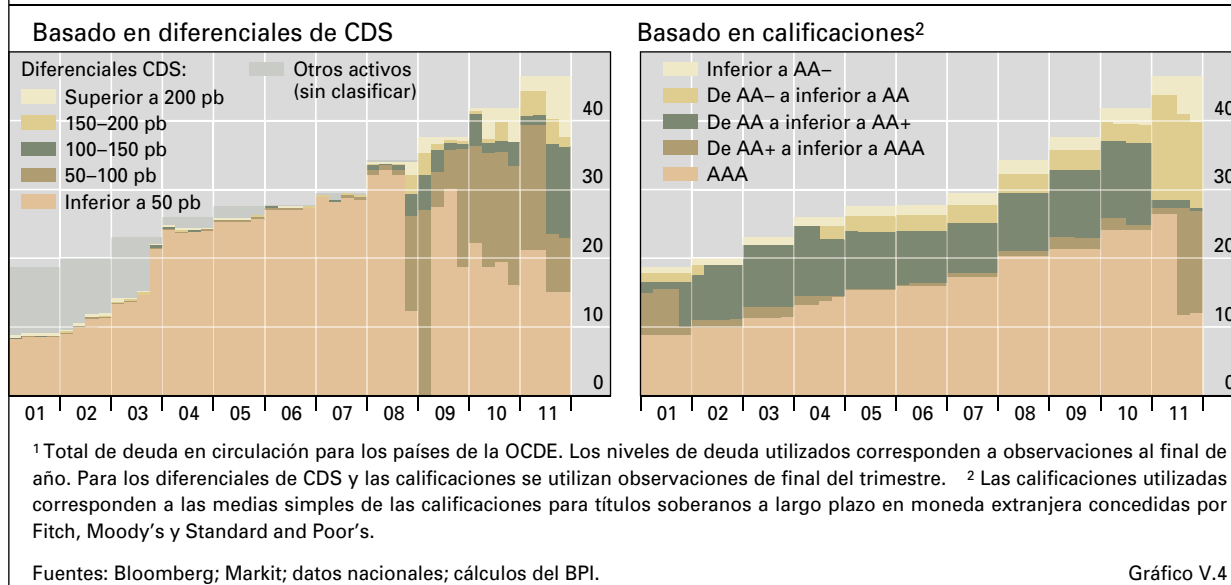
### Efectos de la pérdida del carácter sin riesgo de la deuda pública

El deterioro de la solvencia soberana tiene importantes efectos no deseados. En concreto, socava la estabilidad financiera y la credibilidad de las políticas macroeconómicas e incrementa los costes de endeudamiento para el sector privado.

El hecho de que las emisiones soberanas pierdan su carácter de activos sin riesgo incide negativamente en la estabilidad financiera. Los gobiernos cuya deuda acarrea riesgo no pueden proporcionar al sistema financiero un

## Perfil de riesgo de crédito del conjunto de deuda del gobierno general<sup>1</sup>

En billones de dólares de EEUU



respaldo fiable, que es el fundamento último de la estabilidad. Asimismo, los intermediarios financieros y los agentes privados con aversión al riesgo se ven privados de activos de inversión que constituyen una valiosa alternativa para preservar su capital y generar estabilidad en tiempos de tensión, pudiendo utilizarse incluso como garantías. De hecho, el perfil de riesgo de crédito de la deuda pública se ha deteriorado significativamente a escala mundial, tal como queda reflejado tanto en los diferenciales de CDS (Gráfico V.4, panel izquierdo) como en las calificaciones crediticias (panel derecho). Como resultado, el conjunto de valores de deuda pública «seguros» en el mundo se ha achicado, al tiempo que, ante el repliegue hacia la seguridad, la demanda de estos títulos ha aumentado, originando una fuerte escasez de activos seguros en el sistema financiero mundial.

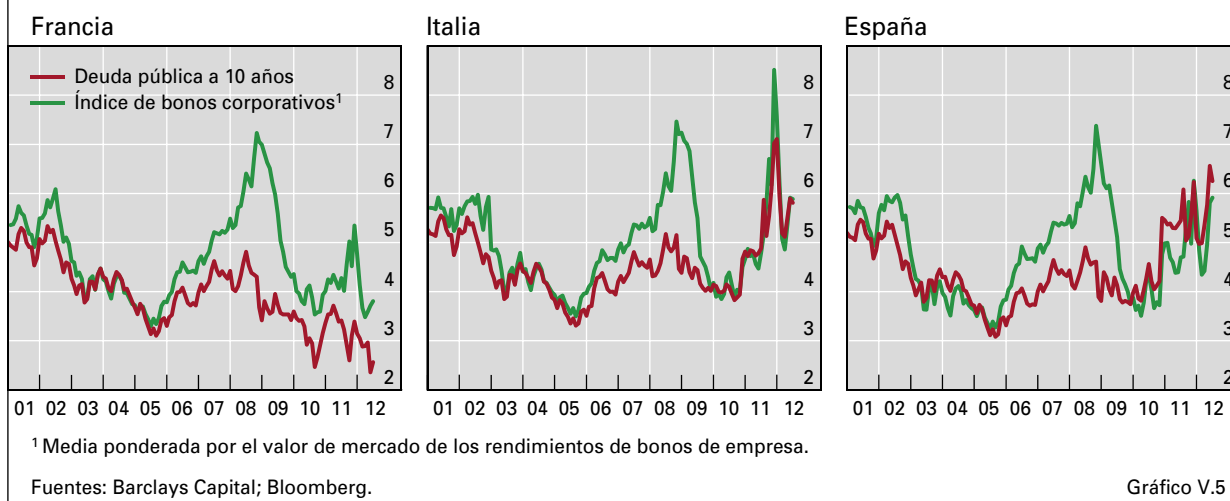
El mayor grado de riesgo de la deuda soberana debilita la estabilidad macroeconómica también a través de su efecto sobre las políticas fiscales y monetarias. Reduce el margen para aplicar políticas fiscales de estabilización anticíclicas y puede minar la credibilidad de la política monetaria al suscitar inquietud sobre el condicionamiento que impone la situación fiscal y sobre la monetización de la deuda pública<sup>13</sup>. A su vez, esto podría romper el anclaje de las expectativas de inflación y desestabilizar el cuadro macroeconómico.

Por último, el deterioro de la percepción de solvencia de un prestatario soberano eleva los costes de financiación para casi todos los prestatarios del sector privado dentro de su jurisdicción. Las tasas de interés de los bonos públicos establecen de hecho un límite inferior a los costes de endeudamiento

<sup>13</sup> Véase también BPI, «Threat of fiscal dominance?», *BIS Papers* n° 65, mayo de 2012.

## Rendimientos de la deuda pública y de los bonos corporativos

En porcentaje



de la mayoría de estos prestatarios<sup>14</sup>, al tiempo que muestran alta correlación con dichos costes (Gráfico V.5), sobre todo durante las crisis<sup>15</sup>.

### Cómo lograr que la deuda pública vuelva a ser una inversión sin riesgo

Los gobiernos de numerosas economías avanzadas tendrán que mejorar sensiblemente sus resultados fiscales para encauzar sus finanzas hacia una trayectoria sostenible y para infundir renovada confianza en su situación fiscal. Esta es una condición *sine qua non* para recuperar un crecimiento sostenible y exigirá realizar un ejercicio de consolidación fiscal eficaz y quebrar el círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

En varias economías avanzadas ya se ha iniciado el proceso de consolidación fiscal (véase el Capítulo II), pero aún queda mucho por hacer. Según estimaciones de la OCDE, en las economías avanzadas los déficits fiscales primarios ajustados por el ciclo cayeron, en promedio, al 4,1% del PIB en 2011, y se espera que se reduzcan al 3,1% en 2012 y al 2,1% en 2013. En promedio, en 2011 estos déficits también han sido menores en las economías emergentes, pero se espera que apenas disminuyan ligeramente en los próximos dos años<sup>16</sup>. Sin embargo, muchos de los países que aplicaron medidas para reducir el déficit no alcanzaron la meta fijada para el déficit total como proporción del PIB debido a que el crecimiento económico fue menor que el esperado al tiempo que el déficit superó las previsiones.

<sup>14</sup> Entre las pocas excepciones se incluyen normalmente las grandes empresas multinacionales cuyos ingresos y operaciones están diversificados a escala internacional.

<sup>15</sup> Véase G. Corsetti, K. Kuester, A. Meier y J. Mueller, «Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability», *IMF Working Papers* n° 12/33, enero de 2012.

<sup>16</sup> Véase FMI, *Monitor Fiscal*, abril de 2012.

Los mercados financieros pueden facilitar, aunque también entorpecer, la recuperación de la sostenibilidad fiscal. Si por un lado la disciplina de mercado puede crear incentivos para la consolidación fiscal, por otro los mercados financieros pueden exhibir una excesiva tolerancia ante los problemas fiscales durante demasiado tiempo, y reaccionar demasiado tarde. Para emprender la consolidación fiscal, por tanto, las autoridades económicas no deben esperar a que los mercados emitan señales indicativas de esos problemas.

Los gobiernos deberían poner en práctica de inmediato reformas de los sistemas de pensiones y de salud, a fin de reducir sus pasivos contingentes a largo plazo e infundir confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En muchas economías avanzadas se requieren fuertes ajustes de los presupuestos públicos y profundas reformas del sector público para recuperar la sostenibilidad fiscal. El calendario específico de las medidas y su intensidad dependerán necesariamente de las circunstancias propias de cada país. Pero si la consolidación fiscal se retrasa, la confianza podría verse debilitada, con el consiguiente mayor coste del endeudamiento. En el caso de algunos países, la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas se ha deteriorado tanto que en estos momentos la única opción viable es emprender de inmediato la consolidación fiscal. En estos casos, estimular la confianza es esencial para revitalizar el crecimiento económico.

En cuanto a la secuencia óptima que se recomienda para las medidas de consolidación fiscal, hay puntos de vista divergentes. Estas diferencias de opinión responden en parte a la incertidumbre sobre el valor efectivo de los multiplicadores fiscales, que puede depender de la situación de la economía y de limitaciones que afecten a la política monetaria. Según estudios recientes, estos multiplicadores pueden ser mayores cuando las brechas del producto son negativas y la política monetaria se ve restringida por el límite inferior cero de las tasas de interés, como ocurre actualmente en las principales economías avanzadas<sup>17</sup>. Aun así, en una recesión originada en problemas de estructura de balances sectoriales, los multiplicadores fiscales pueden ser menores que en recesiones normales. En particular, en una recesión tal, es probable que los agentes sobreendeudados —en este caso principalmente los hogares— destinen una proporción mayor de cada unidad de ingreso adicional a reducir su deuda que a aumentar su gasto discrecional.

Esto también implica que al planificar la consolidación fiscal debería considerarse la posibilidad de utilizar el espacio fiscal disponible para facilitar la recomposición de los balances de los sectores financiero y no financiero, cuando resulte necesario. En los países con problemas para recomponer los balances del sector privado, habría que crear espacio fiscal para resolverlos, sin comprometer por ello el proceso más amplio de consolidación fiscal y de reducción de la deuda (véanse los Capítulos III y VI).

<sup>17</sup> Véanse A. Baum, M. Poplawski-Ribeiro y A. Weber, «Fiscal multipliers and the state of the economy», *IMF Working Papers*, de próxima publicación; J. DeLong y L. Summers, «Fiscal policy in a depressed economy», mimeografía, marzo de 2012; y R. Barrell, D. Holl e I. Hurst, «Fiscal consolidation: Part 2. Fiscal multipliers and fiscal consolidations», *OCDE Economics Department Working Papers*, n° 933, febrero de 2012.

Es importante que las autoridades influyan sobre las expectativas de los agentes económicos y los mercados financieros alentándoles a adoptar una perspectiva que no se limite al corto plazo. Para ello habrán de comunicar con claridad cuál es el probable efecto de las medidas de consolidación fiscal planificadas para diversos horizontes temporales. Los estudios al respecto parecen indicar que la restricción presupuestaria afecta a la actividad económica solo de manera transitoria<sup>18</sup>.

Dotar de mayor flexibilidad a la economía contribuiría a amortiguar los eventuales efectos adversos a corto plazo sobre el PIB y a acelerar el retorno a un crecimiento sostenible a más largo plazo. Las políticas estructurales, incluida la reforma de los mercados de productos y de trabajo, revisten especial importancia, por cuanto pueden facilitar la reasignación de recursos, apuntalar la competitividad e impulsar el crecimiento de la productividad.

A más largo plazo, es preciso que las autoridades económicas tomen medidas para quebrar el círculo vicioso entre el sector financiero y el riesgo soberano. Una medida clave es alentar a los bancos a crear colchones de capital y liquidez —un elemento prioritario en las reformas de la regulación en curso (véase el Capítulo VI)—, lo cual reduciría la probabilidad de que los gobiernos hubieran de acudir de nuevo en su rescate. También es esencial que los gobiernos actúen con especial prudencia en los tiempos de bonanza y creen defensas fiscales adecuadas, para que el Gobierno pueda proporcionar respaldo al sistema financiero en caso necesario sin comprometer su propia solvencia (véase la sección anterior). Por último, las ponderaciones de riesgo de los títulos de deuda pública en manos de los bancos deberían basarse en una evaluación realista del riesgo de crédito soberano, según promueve el método basado en calificaciones internas (IRB) establecido en las normas de Basilea. Hacerlo así desalentaría a los bancos a concentrar excesivamente sus carteras en deuda pública. Contrariamente a los principios que inspiran dicho método, muchos bancos y supervisores han asignado una ponderación de riesgo cero a los bonos públicos nacionales, aumentando así el incentivo para mantener este tipo de activos en sus carteras<sup>19</sup>.

Los países menos afectados por la crisis financiera, entre los que se cuentan muchas economías de mercado emergentes, podrían aprovechar la oportunidad para encauzar sus finanzas públicas hacia una senda sostenible a largo plazo. De esta manera estarían mejor preparados para hacer frente a la presión generada por un futuro aumento del gasto público en pensiones y en salud como resultado del envejecimiento de la población, y dispondrían de más margen de maniobra para aplicar políticas fiscales anticíclicas en el futuro.

<sup>18</sup> Véanse K. Clinton, M. Kumhof, D. Laxton, y S. Mursula, «Budget consolidation: short-term pain and long-term gain», *IMF Working Papers* n° 10/163, julio de 2010; C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir y S. Mursula, «Global Effects of Fiscal Stimulus during the crisis», *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 5, 2010; y FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, capítulo 3, octubre de 2010.

<sup>19</sup> Por ejemplo, una directiva de la UE establece una ponderación de riesgo cero para los bonos públicos de los países miembros denominados y financiados en la moneda nacional. Véase H. Hannoun, «Sovereign risk in bank regulation and supervision: where do we stand?», discurso pronunciado ante la reunión de alto nivel del Instituto para la Estabilidad Financiera, Abu Dhabi, Emiratos Árabes Unidos, 26 de octubre de 2011.

## Resumen

La deuda pública ha ido perdiendo su carácter de activo sin riesgo a un ritmo alarmante. En numerosas economías avanzadas, la situación fiscal ya era insostenible antes de declararse la crisis financiera, y ésta provocó un mayor debilitamiento. El deterioro de las finanzas públicas ha socavado la estabilidad financiera, la credibilidad de las políticas fiscales y monetarias, y el normal funcionamiento de los mercados financieros, al tiempo que ha incrementado los costes de endeudamiento para el sector privado. A fin de restablecer unas posiciones fiscales sostenibles, es preciso aplicar medidas eficaces de consolidación fiscal, promover el crecimiento a largo plazo y quebrar el círculo vicioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.