

De la heterodoxia monetaria a la heterodoxia fiscal

Sergi Martrat Salvat

Those who cannot learn from history are doomed to repeat it
(George Santayana)

El presente artículo repasa brevemente las actuaciones de los bancos centrales tras la crisis financiera internacional y argumenta que éstos basaron sus decisiones en el estudio de la literatura existente y la experiencia histórica. Ello, en opinión del autor, contrasta con el camino que están tomando los gobiernos europeos, en parte a instancias del FMI, para reconducir las cuentas públicas a un patrón más sostenible. El artículo termina repasando algunos enfoques alternativos para resolver la crisis de la deuda soberana en la zona euro.

La respuesta de los bancos centrales a la crisis: heterodoxia e innovación

La crisis financiera internacional iniciada en 2007 y la consiguiente abrupta caída de la actividad económica provocaron una respuesta sin precedentes de los principales bancos centrales en Occidente. La Reserva Federal (Fed), el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra, etc. recortaron los tipos de interés agresivamente y adoptaron medidas no convencionales de muy diversa índole. Las circunstancias obligaron a las autoridades monetarias a ingeniar nuevas herramientas, a pesar de la dificultad de calibrar correctamente la efectividad de las mismas. La experiencia japonesa y los estudios publicados en la literatura sobre la trampa de la liquidez fueron una buena base sobre la que edificar los nuevos esquemas de política monetaria ⁽¹⁾.

Efectivamente, Japón sirvió de ejemplo para no repetir los mismos errores. En este sentido, Ahearne, Gagnon, et al. (2002) concluían que la principal equivocación en Japón tras la explosión de las burbujas inmobiliarias y bursátiles fue la falta de contundencia y la relativa lentitud de la respuesta de las autoridades. Con relación a la capacidad de la política monetaria de impulsar la actividad incluso con tipos oficiales cerca del 0%, el propio B. Bernanke había sugerido, en su anterior etapa como miembro del FOMC, diferentes opciones de política heterodoxa para el caso que fuera necesario. Así, en un discurso de 2002, argumentaba:

"To stimulate aggregate spending when short-term interest rates have reached zero, the Fed must expand the scale of its asset purchases or, possibly, expand the menu of assets that it buys (...); make(ing) low-interest-rate loans to banks (...); lower(ing) rates further out along the Treasury term structure (...); operate in the markets for agency debt (...); offer fixed-term loans to banks at low or zero interest, with a wide range of private assets deemed eligible as collateral."

A raíz de la crisis financiera, B. Bernanke (ya como presidente de la Fed) acabó liderando éstas y otras iniciativas. La Fed aprobó diferentes programas de préstamo para inyectar liquidez a las instituciones financieras y a los mercados antes de iniciar las compras de activos a gran escala con la creación de nuevas reservas bancarias o, lo que es lo mismo, la creación de nuevo dinero. A título ilustrativo, hoy la web de la Fed describe hasta doce herramientas de política monetaria, nueve de las cuales no existían antes de la crisis ⁽²⁾. El BCE también adoptó medidas no estándares y del todo extraordinarias: introdujo operaciones de financiación a largo plazo y por cantidades ilimitadas, adquirió cédulas hipotecarias (Programa de adquisiciones de bonos garantizados) y títulos de deuda pública de algunos países (Programa para los mercados de valores), etc. En general, y a pesar de algunas diferencias más o menos importantes, en todos los

casos se trató de políticas en las que el banco central utilizó activamente su balance (en términos de tamaño, composición y perfil de riesgo) para afectar directamente los precios de mercado y las condiciones financieras más allá de un tipo de interés de corto plazo ⁽³⁾.

Es prematuro valorar la efectividad completa de las políticas monetarias heterodoxas ya que éstas continúan aplicándose y aún se desconocen las consecuencias derivadas de la implementación de las denominadas estrategias de salida. Asimismo, todavía son una incógnita los efectos colaterales de la heterodoxia: ¿ha contribuido a la gestación de nuevas burbujas de activos (i.e. materias primas)?, ¿qué consecuencias puede llegar a tener la asunción de nuevos riesgos financieros por parte de los bancos centrales? Sin embargo, hoy es difícil argumentar que esta serie de decisiones no tuvieron cierto éxito. Junto a las medidas de política fiscal, apoyaron la estabilidad financiera, la consiguiente recuperación de la actividad económica e impidieron, al menos por el momento, la entrada en deflación. Así, por ejemplo, algunos recientes análisis econométricos han estimado que los programas de compra de títulos de largo plazo de la Fed aumentarán el nivel del PIB en un 3% y añadirán 3 millones de puestos de trabajo en Estados Unidos a mediados de 2012. Otros estudios también sugieren que la heterodoxia monetaria de la Fed y otros bancos centrales tuvo un impacto significativo en las primas de riesgo interbancarias, los precios de la deuda pública, etc. y, por ende, en la actividad económica ⁽⁴⁾.

La política monetaria en los países desarrollados ya no volverá en mucho tiempo a ser la que era antes de la última crisis financiera. Los bancos centrales se vieron forzados a reinterpretar sus marcos de implementación y a operar más allá de sus "zonas de confort". Y lo hicieron de manera contundente, tal y como se había aconsejado para evitar un Japón II. Ello, a pesar de asumir nuevos riesgos financieros y arriesgar así su independencia operativa y sus credenciales antiinflacionistas. Ejemplos de lo anterior son la adquisición de deuda de países periféricos por parte del BCE o el hecho de que la Fed se haya convertido en el primer tenedor mundial de deuda pública estadounidense, justo en un momento en el que existen déficits públicos récord. En definitiva, los bancos centrales han sabido incorporar, a su discurso siempre ortodoxo, las políticas heterodoxas.

Situación actual de las finanzas públicas en los países avanzados

Al igual que las autoridades monetarias, los gobiernos reaccionaron ante la crisis de manera firme y contundente para evitar una depresión económica. Los programas de

estímulo fiscal, junto a la activación de los estabilizadores automáticos, dieron como resultado un empeoramiento sustancial de la salud de las finanzas públicas globales, especialmente, entre los países desarrollados ⁽⁵⁾. Como consecuencia, los niveles de deuda pública sobre el PIB en las economías avanzadas han alcanzado niveles nunca antes observados en tiempos de paz ⁽⁶⁾. Según el FMI, el déficit público alcanzó el 8,8% del PIB en 2009 y el 7,7% en 2010 (1,1% en 2007) en los países avanzados y la deuda pública se situó en el 98,7% del PIB en 2010 (2007: 72,6%) y alcanzará el 107% en 2016. El deterioro de las finanzas públicas de los países desarrollados llega en un momento inoportuno debido a las exigencias adicionales, en términos de gasto público, que el envejecimiento poblacional supone de cara a los próximos años. El sistema de salud y los programas sociales en general presionarán al alza el gasto público y dificultarán, por tanto, los necesarios ajustes. Basta mencionar la siguiente cita del *Fiscal Monitor* del FMI de abril de 2011:

"... rising spending on health care is the main risk to fiscal sustainability, with an impact on long-run debt ratios that, absent reforms, will dwarf that of the financial crisis".

Los déficits primarios seguirán siendo muy elevados incluso después de que se consigan cerrar los *output gaps* y aunque se abandonen completamente los estímulos públicos y otras medidas temporales. La razón es que gran parte de los déficits públicos en las economías avanzadas sigue teniendo un carácter estructural, debido entre otros motivos, a tres factores: (i) antes de la crisis, los saldos primarios en algunos países ya eran deficitarios; (ii) la existencia de factores no relacionados con la crisis que han presionado al alza el gasto público; (iii) la pérdida de ingresos derivada de la caída del output potencial y de la menor dinámica en las actividades financieras e inmobiliarias.

Buena parte de los países, con las importantes excepciones de Estados Unidos y Japón, han comenzado ya a aplicar medidas para reconducir las cuentas públicas ⁽⁷⁾.

Sin embargo, todavía queda mucho recorrido para retornar la deuda pública a una senda sostenible. De hecho, el objetivo de los procesos de consolidación fiscal no debería limitarse a conseguir estabilizar las ratios de deuda pública. En particular, sería deseable ir más allá y volver a situar el endeudamiento público en torno a los niveles existentes antes de la crisis o incluso por debajo en algunos casos. Varias razones justifican lo anterior. En primer lugar, mientras que algunos países han vivido en el pasado con niveles de deuda pública muy elevados durante diversos años, nunca antes en tiempos de paz habían sido tantas las economías que tenían las cuentas en tal mala situación. El exceso de

oferta de deuda pública podría poner presión alcista en los tipos de interés reales a nivel global y reducir el crecimiento económico potencial. Algunos estudios han demostrado que unos niveles de endeudamiento público demasiado elevados pueden afectar negativamente en el crecimiento del PIB. Por ejemplo, Rogoff y Reinhart (2010) encuentran que los niveles de endeudamiento del sector público parecen tener poco impacto en el crecimiento del PIB hasta que la deuda excede el 90% del PIB. Cuando eso ocurre, sin embargo, el crecimiento se reduce de media más de la mitad respecto a una situación en la que la deuda es inferior al 30% del PIB. Ello sugeriría que las economías avanzadas crecerán menos en el futuro dado que la mayoría excederá pronto esta franja del 90% del PIB o ya la han superado. En segundo lugar, cabe esperar que el coste de servir la deuda pública aumente en los próximos años, primero porque la deuda será mayor y, segundo, porque los tipos de interés es probable que se sitúen en niveles más elevados que los mínimos históricos actuales. El FMI estima que los pagos netos de intereses como porcentaje del PIB prácticamente se doblarán para las economías avanzadas del G20, del 1,9% del PIB de 2007 al 3,5% en 2014. Por último, unos niveles de deuda pública altos reducen tanto el tamaño como la efectividad de cualquier respuesta fiscal futura a un shock adverso. Una economía endeudada será más volátil en la medida en que la política fiscal no pueda jugar su papel de estabilizador.

Todos estos motivos justifican la adopción de importantes programas de ajuste fiscal desde un punto de vista histórico. Por ejemplo, según estimaciones del FMI, para conseguir que la deuda sobre el PIB se sitúe en niveles del 60% para el conjunto de países avanzados del G20 en 2030, es necesario reducir el déficit primario estructural en

torno a 8,6 puntos porcentuales del PIB entre 2010 y 2020 y mantenerlo en los niveles de 2020 durante diez años más. Los países que más ajuste de su saldo público primario estructural deben hacer son, por este orden, Japón, Irlanda, Estados Unidos, Grecia y Reino Unido (cuadro 1).

Tabla 1

Ajustes fiscales ilustrativos para conseguir el objetivo de deuda en 2030 (en % del PIB).

	Saldo primario estructural en 2010 ⁽¹⁾	Saldo primario estructural en 2020-30 ⁽²⁾	Ajuste requerido entre 2010 y 2020
Japón	-6,7	6,6	13,3
Irlanda	-6,1	6,3	12,4
Estados Unidos	-6,2	5,1	11,3
Grecia	-3,1	7,4	10,5
Reino Unido	-5,9	3,4	9,3
España	-6,3	1,9	8,2
Eslovaquia	-6,1	0,9	7,0
Portugal	-3,1	3,3	6,4
Economías avanzadas del G20	-4,5	4,1	8,6

⁽¹⁾ Excluye las medidas de apoyo al sector financiero en Estados Unidos. Los saldos primarios están definidos en porcentaje del PIB nominal.

⁽²⁾ Los saldos primarios, se asume que mejoran gradualmente entre 2011 y 2020; posteriormente, se mantienen constantes hasta 2030. La última columna muestra la mejora del saldo primario estructural necesaria para estabilizar la deuda a los niveles de 2012 (si la ratio respectiva de deuda pública/ PIB es menor al 60%) o llevar la ratio de deuda al 60% en 2030. Para el caso de Japón, el ejercicio está realizado sobre su deuda neta y se asume un objetivo de deuda/ PIB del 80%. El ejercicio asume por simplicidad que el diferencial entre el tipo de interés y el crecimiento económico es 0 hasta 2015, y 1 p.p. posteriormente, para todos los países.

Fuente: FMI (2011).

La evidencia empírica confirma que los procesos de ajuste fiscal tienden a tener un efecto contractivo modesto a corto plazo⁽⁸⁾. La magnitud depende del ritmo y de cómo se aplican los ajustes. Si se actúa demasiado rápido, la economía podría estancarse o contraerse, dinamitando tanto la posición fiscal misma como el apoyo político y social a

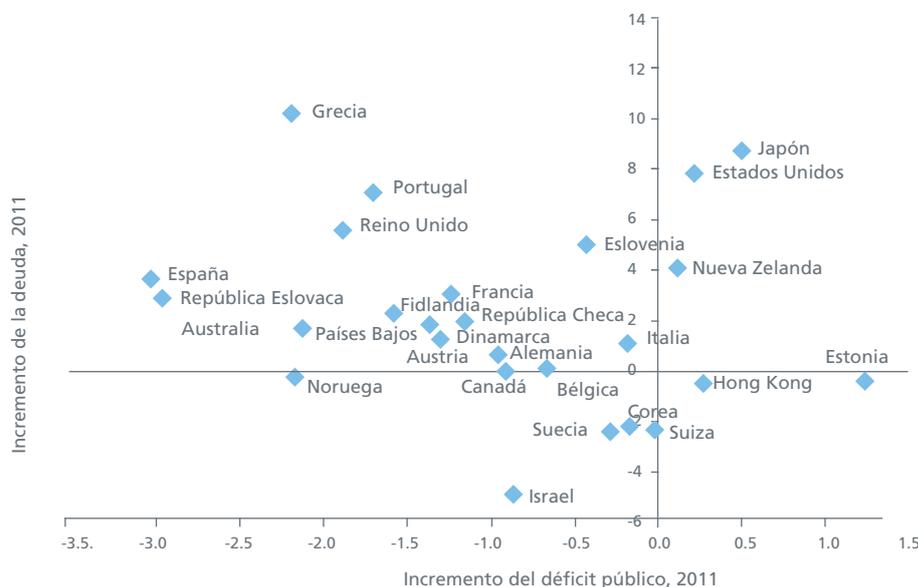


Gráfico 1

Cambios en la deuda y el déficit públicos entre 2011 vs 2010.

Fuente: FMI (2011).

las medidas restrictivas. Si, por el contrario, se actúa demasiado lentamente, los progresos podrían ser insuficientes. No existe unanimidad al respecto. Sin ir más lejos, mientras que el presidente del BCE, J.C. Trichet, argumentaba en julio de 2010 *"Now is the time to restore fiscal sustainability"*, el de la Fed, B. Bernanke, defendía casi un año más tarde *"A sharp fiscal consolidation focused on the very near term could be self-defeating if it were to undercut the still-fragile recovery"* ⁽⁹⁾. A continuación, se analiza la literatura y la experiencia histórica de episodios de consolidación fiscal con el fin de tratar de responder a esta controversia.

La experiencia histórica de los procesos de consolidación fiscal

En un estudio de 2007, la OCDE reconocía la existencia de 85 episodios de consolidación fiscal desde 1978 que resultaron en mejoras destacadas de los saldos públicos primarios estructurales. La mayor parte de estos episodios fueron de corta duración (mediana: 2 años) y con una mejora moderada del saldo estructural (mediana: mejora del 2,8% del PIB). Hubo, sin embargo, algunos casos en los que el esfuerzo fue muy superior, con mejoras de más del 8% del PIB, así como unos pocos episodios que duraron entre seis y ocho años. A la luz de estas cifras, parece claro que el esfuerzo fiscal que hoy deben realizar la mayor parte de países es histórico en términos de volumen total. Además, si la intensidad anual de los ajustes es hoy parecida a la media histórica, el episodio actual se alargará muchos años. Y aún más tiempo si se intenta mantener el equilibrio entre reducir los déficits y evitar una restricción fiscal abrupta que dañe la recuperación ⁽¹⁰⁾. En este contexto, uno de los principales riesgos de la necesaria consolidación fiscal procede de la fatiga que pueda surgir en las autoridades y

sociedades occidentales con el paso de los años para mantener y/o tomar más medidas restrictivas.

Habitualmente, la literatura argumenta que los efectos negativos sobre el crecimiento económico de una consolidación fiscal dependen de cómo se diseñe. En particular, los episodios basados principalmente en recortes del gasto tienen un menor efecto contractivo sobre la actividad económica que los ajustes basados en subidas de impuestos ⁽¹¹⁾. Sin embargo, una razón clave para esta diferencia es que los bancos centrales tienden a proveer de menor estímulo monetario en este segundo caso, especialmente, cuando se aplican aumentos de impuestos que afectan la inflación (por ejemplo, el IVA). Y con una política monetaria más restrictiva, la probabilidad de sostener los esfuerzos de consolidación fiscal se reduce. Lo anterior puede ser apropiado para casos como Estados Unidos, Reino Unido, Japón o las principales economías de la zona euro, pero no para los países pequeños de la zona euro, cuya política impositiva apenas afecta a la política del BCE.

La historia muestra que normalmente los gobiernos combinaron recortes del gasto con políticas de aumento de ingresos, especialmente, en los casos en que la consolidación fiscal necesaria era más elevada.

Ello puede reflejar la dificultad que existe en reducir los desequilibrios fiscales sólo a través de recortes del gasto público. Al mismo tiempo, sugiere que la coyuntura económica puede ser clave para conseguir los objetivos propuestos ya que los aumentos de impuestos son siempre más fáciles de implementar en un entorno de expansión económica que cuando la actividad languidece y el paro sube. De hecho, el crecimiento económico robusto es una contribución importante para reducir las ratios de deuda pública. Por ello, las reformas estructurales que contribu-

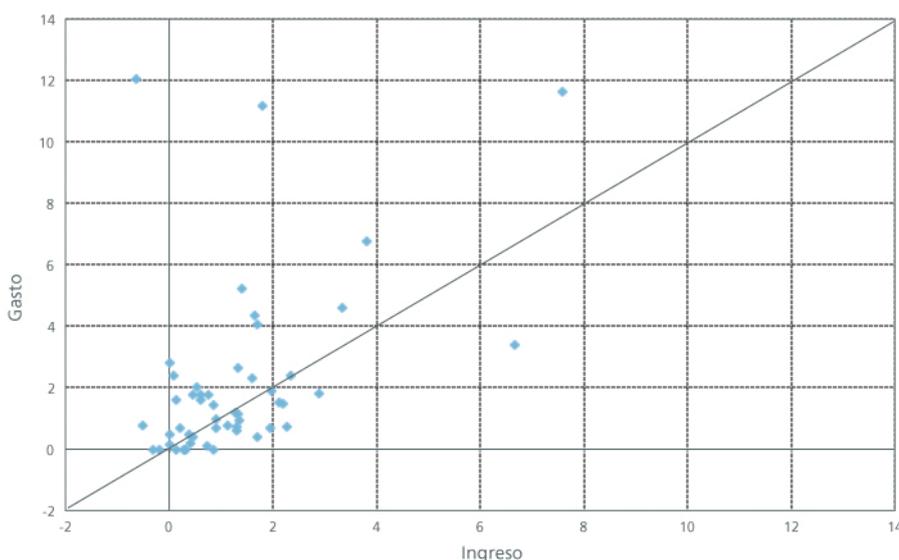


Gráfico 2

Diseño de los procesos de consolidación fiscal juntando años correlativos (en % del PIB).

Fuente: Devries, Guajardo et al. (2011).

yan a aumentar el potencial de crecimiento vía mejora de la productividad y/o reducciones de la tasa natural de desempleo deberían también formar parte de toda estrategia de salida fiscal. En la actualidad este tipo de reformas son más necesarias que nunca, dadas las previsiones de crecimientos del PIB moderados en los países avanzados, aumentos del coste del servicio de la deuda, práctica ausencia de ingresos vía privatizaciones, etc. Como se verá más adelante, dentro de la zona euro, la imposibilidad de crecer vía devaluación de la divisa aumenta todavía más la necesidad de aprobar reformas estructurales que contribuyan a mejorar la competitividad de las economías de esta región.

Existen otras medidas que los gobiernos han tomado históricamente para apoyar los procesos de consolidación fiscal y que podrían ser útiles también en esta ocasión. Entre éstas, destaca la adopción de reglas y el fortalecimiento de las instituciones fiscales. La experiencia de México o Chile muestra que la aprobación de una ley de responsabilidad fiscal, el establecimiento de reglas numéricas de equilibrio presupuestario para cuando las condiciones económicas se normalizan, la creación de consejos fiscales con la tarea de vigilar el desarrollo de las cuentas públicas, el aumento de la transparencia fiscal, etc. son opciones válidas. La adopción de objetivos de gasto público también ha tendido a ser asociada con mayores éxitos en términos de consolidación presupuestaria.

La actual crisis de la deuda soberana en la zona euro

La zona euro en su conjunto muestra unas cifras de déficit y deuda públicos mucho mejores que otras grandes economías desarrolladas. Ello esconde, sin embargo, unas posiciones fiscales muy distintas entre los países de la región. Algunos, como Irlanda o Grecia se encuentran entre los que más ajuste del saldo público deben hacer en los próximos años para reconducir los ratios de deuda soberana a un patrón sostenible (véase tabla 1). Los mercados financieros así lo han reconocido forzando, primero a Grecia y después a Irlanda y Portugal, a acudir a la ayuda financiera externa y a iniciar severos programas de consolidación fiscal, aún cuando la recuperación económica no se había iniciado ⁽¹²⁾.

Los inversores no han mostrado el mismo grado de ansiedad por la salud de las finanzas públicas de Estados Unidos, Japón o Reino Unido, economías que necesitan realizar planes de consolidación fiscal tan o más importantes. En parte, ello puede deberse al hecho de que el dólar es la divisa de reserva global, que Estados Unidos tiene los mercados de deuda más profundos y más líquidos del mundo o, en el caso de Japón, a que se trata de un país acreedor neto que financia su deuda domésticamente. Sin embar-

go, existen dos razones fundamentales ligadas a la propia existencia de la unión monetaria que justifican la preocupación previa por las cuentas públicas de los países de la zona euro.

En primer lugar, los países miembros de una unión monetaria no tienen la capacidad de devaluar su divisa para recuperar competitividad y una senda de crecimiento positiva en un tiempo relativamente corto. Esto dificulta, y mucho, el éxito de los procesos de consolidación fiscal. Lambertini y Tavares (2003) demuestran que una depreciación media del 1% en los dos años antes del inicio del ajuste fiscal aumenta la probabilidad de éxito y persistencia del mismo en un 1%. De hecho, en las últimas tres décadas, los programas de austeridad exitosos en países de la OCDE se han visto habitualmente precedidos por una importante depreciación de la moneda. Algunos ejemplos de lo anterior son Irlanda (1983-84 y 1987-89 con depreciaciones del 15% y 16% respectivamente de la antigua libra irlandesa frente al marco alemán), Dinamarca (1983-86, en torno al 15%), o Suecia (1983-87 y 1994-96, 38% y 27%). En este contexto, los países de la Unión Monetaria Europea (UME) se encuentran en una posición peor para corregir sus déficits públicos que otras economías con un banco central y moneda propios.

En segundo lugar, al ceder la soberanía monetaria al BCE, los países de la zona euro han perdido el control sobre la divisa en la que su deuda está denominada. Esta situación les asemeja a las economías emergentes (excepto en la medida que el BCE financia su sistema bancario), que tienen que emitir en moneda extranjera y que pueden verse abocadas a la suspensión de pagos ante una crisis de liquidez (*sudden stop*) ⁽¹³⁾. Lo mismo ocurre hoy en la zona euro: una vez se produce una huida de capitales de un país miembro, los tipos de interés repuntan, convirtiendo la crisis de liquidez en una de solvencia y justificando así la previa huida de dinero. Tal y como la propia Europa experimentó en la primera mitad de los años noventa, los mercados pueden forzar un mal equilibrio a través de estas profecías que se autocumplen. En esa época, el resultado final fue la devaluación de varias monedas frente al marco alemán, hasta que los ataques al franco francés forzaron la ampliación de las bandas de fluctuación de +/-2,5% al +/-15%. Hoy, los inversores pueden llevar a un país a la quiebra. En este contexto, lo relevante no es sólo el nivel del déficit y la deuda públicos, sino el conjunto de la deuda externa. Importa, y mucho, a quién se debe la deuda: si se debe a residentes la situación es menos preocupante, ya que en una situación extrema podría imponerse nuevos impuestos (i.e. sobre el mismo servicio de la deuda pública). Lo anterior resulta mucho más complicado si la deuda se debe a no residentes.

A semejanza también de las economías emergentes, un país miembro de una unión monetaria puede tener grandes dificultades para utilizar la política fiscal como herramienta de estabilización económica. En una crisis, el gobierno de turno puede verse forzado a aplicar una política fiscal restrictiva para evitar la huida de capitales. La incapacidad para dejar actuar los estabilizadores automáticos en un bache económico constituye una flaqueza institucional grave de la UME, puesto que es uno de los logros sociales más importantes del mundo desarrollado. Cualquier diseño de la nueva gobernanza económica debe tener en cuenta que la base social y política a favor de la unión monetaria difícilmente se puede mantener a largo plazo si esta unión provoca la destrucción de los estabilizadores automáticos.

Desde el inicio de la crisis de deuda soberana, las autoridades europeas se han visto obligadas a articular reformas del marco de actuación en la UME. Aunque escapa al objetivo de este artículo realizar una descripción detallada de las mismas, sí cabe destacar algunos de los principales avances realizados: un fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, una nueva estructura de vigilancia macroeconómica (Semestre Europeo) y fórmulas para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona euro y suministrar asistencia a los estados miembros que atravesasen graves problemas financieros. En este último punto, la reunión de julio de los primeros ministros de la región supuso un paso importante al dotar de mayor flexibilidad a la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (EFSF en sus siglas en inglés)⁽¹⁴⁾. Todas estas reformas han aumentado el grado de vigilancia, la presión y las sanciones. Sin embargo, no suponen ningún incremento *de jure* del grado de gobernanza supranacional: no existe ningún presupuesto centralizado a nivel europeo, no hay transferencias fis-

cales permanentes, no se prevé la emisión de un euro-bono común, no hay pérdida de *jure* de la autonomía fiscal a nivel estatal, etc. El propio Mecanismo de Estabilidad Financiera (MEF), que se prevé sustituya al EFSF a mediados de 2013, es un acuerdo intergubernamental bajo el control de los ministros de Finanzas de los países miembros del área euro. En esencia, por tanto, las reformas sobre la gobernanza económica refuerzan la estructura que existía desde el inicio de la UME y no representan todavía un paso real hacia una mayor unión. Sin un avance más real en la gobernanza económica de la zona euro, países como España o Italia seguirán vulnerables a ataques especulativos de los mercados financieros y con ello seguirá en riesgo la estabilidad económica y financiera de la región.

Grecia, Irlanda y Portugal, por este orden, se han visto obligados a acceder a la ayuda internacional. A cambio, se les ha exigido llevar a cabo estrictos programas de ajuste económico y fiscal. En línea con anteriores programas de ayuda financiera del FMI, al estar en duda la sostenibilidad de la deuda, se ha primado la adopción de posturas fiscales más restrictivas con el fin de asegurar un rápido retorno de la confianza, dejando en segundo plano su posible impacto sobre el ciclo económico. La apuesta del FMI y de las autoridades europeas es que una contracción fiscal fuerte y estructural, focalizada en el gasto, promoverá el crecimiento al mejorar la confianza entre los consumidores y los inversores, reduciendo la prima de riesgo-país. Por ejemplo, en Irlanda, el programa exige medidas de ajuste del orden de algo más del 9% del PIB hasta 2014. Si a éstas, se le añaden las tomadas desde el verano de 2008 (otro 9% del PIB aproximadamente), se observa que el esfuerzo es histórico: en torno al 18% del PIB y durante más de 6 años. Como se aprecia en el gráfico 4, de 173 procesos de consolidación fiscal en países de la OCDE

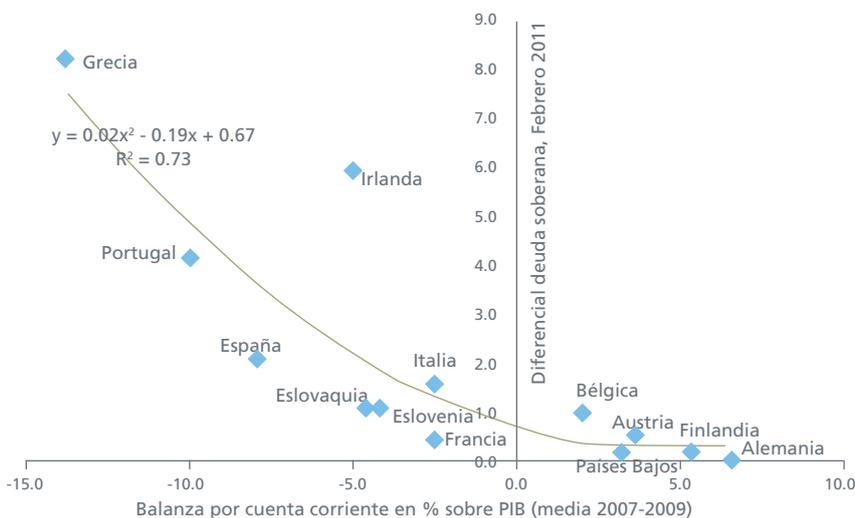


Gráfico 3

Diferencial deuda soberana vs. Balanza por cuenta corriente

Fuente: Daniel Gros (2011a).

desde 1978, sólo un caso fue de magnitud y duración parecidas a las que se exigen hoy a Irlanda.

Este escenario podría llegar a tener sentido si el sector privado no estuviera endeudado y apalancado, el sector financiero se encontrara en una situación saludable, la demanda externa fuera boyante y el tipo de cambio se depreciara en términos reales abruptamente. Sin embargo, todo lo anterior es muy improbable hoy en día tanto para Irlanda, como para Grecia o Portugal. Por ello, las previsiones de crecimiento económico establecidas en los diferentes *memorandum of understanding* se aventuran demasiado optimistas, poniendo en riesgo el cumplimiento de los objetivos de reducción de los déficits públicos marcados. En este punto, vuelve a repetirse la historia: un estudio de 2003 de la Oficina de Evaluación Independiente del FMI (OEI) concluía que los programas del Fondo tendían a ser demasiado optimistas con relación a las perspectivas de avance del PIB y que la diferencia entre el crecimiento del PIB observado y el previsto en el programa era la variable más significativa para explicar los desvíos fiscales respecto los objetivos marcados. En el mismo sentido, la misma OEI aseguraba en otro informe que "...cuando hay preocupaciones válidas en torno a la sostenibilidad de la deuda (...), no es razonable prever que los flujos de capital cambien voluntariamente de sentido" ⁽¹⁵⁾.

En este contexto, lejos de relajarse, las primas de riesgo-país de Grecia, Irlanda y Portugal no han parado de aumentar desde que se les otorgara la ayuda internacional. Incluso para el caso de Grecia ya se ha tenido que articular una propuesta de reestructuración "voluntaria" de la deuda pública cuyos resultados son una incógnita a día de hoy. A continuación se repasan y aportan algunas alternativas distintas a la vía actual.

Propuestas alternativas para el caso de la zona euro

Si llega a producirse el escenario ideal planteado por el FMI y las autoridades europeas, los países con grandes desequilibrios fiscales llevarán a cabo los ajustes fiscales necesarios y conseguirán devolver la deuda pública sobre el PIB a una senda sostenible en un tiempo muy corto. Desgraciadamente, por las razones esgrimidas anteriormente, es un escenario muy ambicioso desde un punto de vista histórico y, por tanto, muy poco probable. Especialmente, en países miembros de un área monetaria como la zona euro. Ir por esta vía tiene mucho riesgo de provocar una recaída de la actividad. Las reformas estructurales pueden impulsar el crecimiento a largo plazo, pero no compensan el impacto negativo de corto y medio plazo que las medidas de austeridad ejercen. Ello dificulta enormemente el plan de consolidación fiscal y exigirá reiteradamente renegociar y reformular los programas de ayuda financiera, con el consiguiente desgaste doméstico, del país que hace el ajuste, y externo, de los países que le ayudan.

La apuesta contraria, es decir, no tomar ninguna medida de austeridad hoy y mantener el *status quo* no es una opción válida. La crisis de la deuda soberana en Europa ya ha puesto de manifiesto que la sostenibilidad fiscal es vital para un normal funcionamiento de la UME y una condición necesaria para la estabilidad a largo plazo y el crecimiento. Por tanto, si no se toman medidas, la recesión se alargará e intensificará tarde o temprano.

La apuesta más razonable es establecer un marco coherente con la experiencia histórica, que tenga en cuenta la necesidad de limitar el impacto negativo del plan de austeridad sobre la actividad económica, así como de fomentar el crecimiento a largo plazo a través de reformas

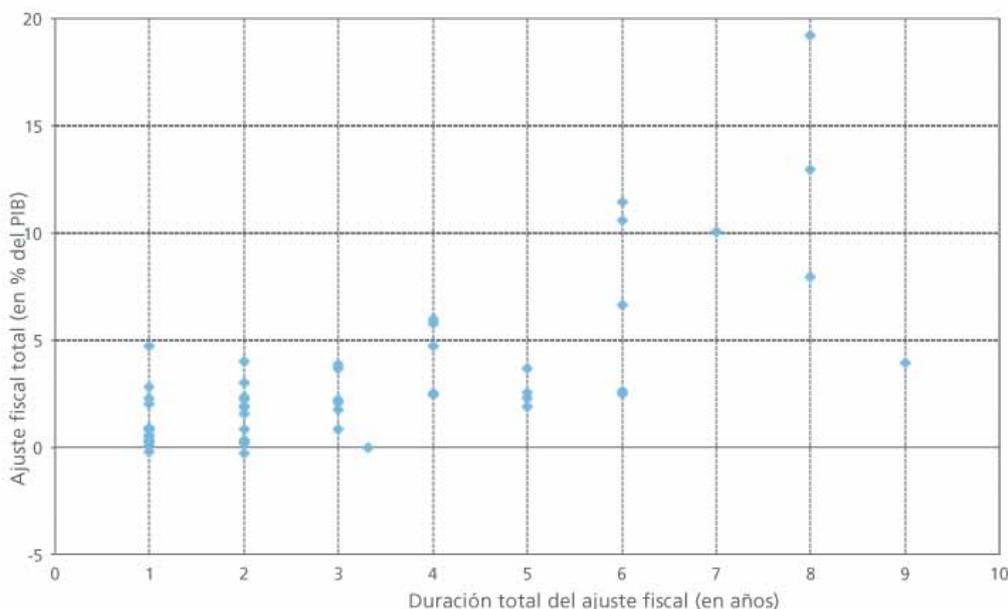


Gráfico 4
Tamaño y duración de procesos de consolidación fiscal

Fuente: Devries, Guajardo et al. (2011).

estructurales. La única forma posible de conseguir lo anterior es repartir las medidas en un tiempo suficientemente largo como para dar una opción al crecimiento ⁽¹⁶⁾. En estas situaciones, las reglas fiscales pueden mejorar la credibilidad y actuar como complemento al ajuste doloroso. El principal riesgo sobre este escenario es la fatiga, tanto por parte de la población como de los políticos. Para limitarlo, debe buscarse el consenso político y social más amplio posible y explicar bien a la población que no se trata de un par de años de sacrificio, sino que el rigor fiscal durará muchos más años. Otro riesgo bajo este escenario es la habitual impaciencia de los mercados financieros, que podrían exigir medidas más rápidas y contundentes. Ante esta situación, puede ser necesario recurrir a la ayuda externa y, en el caso de un país de la magnitud de Italia, reformular los cimientos de la UME.

Para impedir que los mercados continúen atacando la deuda de países sistémicos como Italia, no es suficiente con que el BCE (o en un futuro, el EFSF) adquiera títulos en el mercado secundario. El BCE debe comprometerse a adquirir sin límites las futuras emisiones del EFSF, es decir, debe convertirse en el prestamista de última instancia para el vehículo que puede prestar a los gobiernos ⁽¹⁷⁾. Legalmente, ello parece posible porque el EFSF es una institución privada y el Tratado de Maastricht sólo impide que el BCE compre deuda pública en el mercado primario ⁽¹⁸⁾. Si el BCE quisiera esterilizar estas compras, el tipo de interés del EFSF podría ser variable en función del tipo al que se realice la esterilización. Así, las compras no dañarían la fortaleza financiera del balance del BCE. Esta operación debería ser más fácilmente asumible por el Consejo de Gobierno de la máxima autoridad monetaria europea que la adquisición de deuda de países periféricos que está llevando a cabo en los últimos meses: el EFSF es AAA y si un país llegara a no servir su deuda, el Eurosistema quedaría cubierto por la garantía de todos los países miembros del área euro. Evidentemente, esta posibilidad exige recuperar la colaboración entre el BCE y los gobiernos de los estados miembros. Pero esta condición seguramente es necesaria en cualquier escenario relativamente benigno.

Otra posibilidad, planteada por el propio gobernador del Banco Central de Irlanda (Financial Times, 6 de abril de 2011), es la búsqueda de opciones de ingeniería financiera para restaurar, a través del crecimiento económico, una dinámica favorable de la ratio de deuda soberana. Por ejemplo, ligar el pago de los intereses de la ayuda financiera al comportamiento de la economía (bonos ligados al PIB). Se trata de una opción utilizada por algunos países emergentes anteriormente.

Muchas propuestas sugieren una unión fiscal completa a

través de la emisión de Eurobonos. Esta fórmula no necesariamente es un paso adecuado dadas las diferencias institucionales, culturales y económicas entre los diferentes miembros de la Unión y la falta de voluntad política para avanzar en esta dirección. Para superar estas dificultades, resulta particularmente interesante la propuesta de Eurobonos de Paul de Grauwe (2011), que trata de eliminar el riesgo moral y crear condiciones atractivas para los países con mejor rating.

“Countries would be able to participate in the joint Eurobond issue up to 60% of their GDP, thus creating blue bonds. Anything above 60% would have to be issued in the national bond markets (red bonds). This would create a senior tranche that would enjoy the best possible rating. The junior tranche would face a higher risk premium. This existence of this risk premium would create a powerful incentive for the governments to reduce their debt levels.”

Otra opción sería cambiar las reglas del juego significativamente en algún punto, tal y como se hiciera en la crisis del Sistema Monetario Europeo en los noventa cuando la amenaza flotó sobre el franco francés. En esta ocasión, ataques a países de la importancia de Italia ya deberían llevar a la creación de Eurobonos entre las principales economías, dejando de lado temporalmente los países que hayan sido rescatados.

Por último, existen también algunas propuestas alternativas que focalizan su atención más allá de la situación de las arcas públicas. Por ejemplo, Daniel Gros (2011c) propone que Irlanda, país con un sector público con mucha deuda externa y un sector privado con muchos activos exteriores, establezca “incentivos” para que los fondos de pensiones y las compañías de seguros domésticos reinviertan sus tenencias de activos financieros extranjeros en deuda pública irlandesa. Según sus cálculos, ello evitaría la necesidad del rescate financiero del FMI y Europa, al tiempo que reduciría la probabilidad de suspensión de pagos del Tesoro irlandés.

En definitiva, Europa debe buscar mecanismos de resolución para la actual y futuras crisis que vayan más allá de los planteamientos actuales. Se tienen que encontrar soluciones alternativas e ingeniosas para impedir una suspensión de pagos desordenada de algún país de la zona euro. Tal situación podría poner en peligro el sistema monetario europeo, la moneda común y crear alteraciones / interrupciones en el sistema de pagos dentro de Europa.

Conclusiones

La actuación tanto de los bancos centrales como de los gobiernos fue fundamental para enfrentar la crisis finan-

ciera global, evitar una depresión y establecer las bases para una recuperación económica. Los bancos centrales demostraron una notable capacidad para analizar situaciones sin precedentes y tomar las decisiones apropiadas en circunstancias extraordinarias. Implementaron medidas no ortodoxas con el objetivo de mejorar el funcionamiento de determinados segmentos de los mercados financieros que son esenciales para la transmisión de la política monetaria. Aprendieron las lecciones de Japón, demostraron una cooperación internacional sin precedentes, aplicaron buena parte de las medidas recomendadas en la literatura e incluso se situó al frente de la Reserva Federal a uno de los académicos más prestigiosos en ese ámbito.

En el terreno fiscal, los retos son mayúsculos. Producto de la crisis y las medidas expansivas, la salud de las cuentas públicas de los países desarrollados se ha vuelto muy frágil. La necesaria consolidación se está realizando a espaldas de la experiencia histórica y, en el caso de la zona euro, sin tener en cuenta las dificultades añadidas de no poder devaluar la moneda. Las lecciones de la experiencia del FMI en procesos similares con economías emergentes

tampoco están sirviendo de ejemplo. Además, el diseño de las ayudas en Europa da demasiada poca importancia al fomento del crecimiento económico como mecanismo para reconducir las cuentas públicas. En este contexto, las probabilidades de éxito de los planes de rescate actuales son reducidas, lo que provocará fricciones constantes entre los países prestatarios de la zona euro y los que requieren de ayuda externa.

Europa debe buscar alternativas imaginativas tal y como hicieron los bancos centrales en su día. La literatura y algunas experiencias de economías emergentes pueden servir a ese fin. Desgraciadamente, la decisión no se encuentra en manos de un organismo independiente como pueda ser un banco central, sino que reside en el ámbito de la política. Eso, en todo caso, no debe servir de excusa. Los políticos pueden valerse de las propuestas que realicen asesores independientes y resolver este tipo de problemas es su responsabilidad. Al fin y al cabo, el nacimiento del euro fue una decisión política y mantenerlo tal y como hoy lo conocemos también lo será.

Pies de página

⁽¹⁾ Véase Krugman (1998), Bernanke (2002 y 2003).

⁽²⁾ Con anterioridad, la postura de la política se definía casi exclusivamente en términos de un tipo de interés oficial. Seis de las herramientas ya no se utilizan gracias a la mejora de las condiciones financieras.

⁽³⁾ La experiencia del BCE muestra que las medidas no estándares de balance pueden permitir que una determinada postura de política monetaria, establecida por el tradicional tipo de interés oficial, no sea demasiado restrictiva aún cuando el tipo rector no esté en el 0%.

⁽⁴⁾ Existe una emergente literatura que fija su atención en los programas de compras de activos de la Fed y otros bancos centrales. Véase Gagnon, Raskin et al. (2010), Hess, Laforde et al. (2011) o Yellen (2011). Recientemente, ante el reducido crecimiento experimentado en Estados Unidos en la primera mitad de 2011, han surgido voces que consideran inefectivas las políticas heterodoxas. Sin embargo, ello puede ser síntoma de la necesidad de hacer más heterodoxia y no de detenerla.

⁽⁵⁾ El tamaño y la composición de los paquetes de apoyo económico varió entre países, pero en general incluyeron aumentos del consumo público, recortes impositivos, nuevos proyectos de infraestructuras y medidas de incentivos a la compra de bienes duraderos y/o inmuebles.

⁽⁶⁾ Tras la II Guerra Mundial, la deuda pública alcanzaba en Estados Unidos el 121% del PIB y el 300% en Reino Unido. La deuda que se acumula en tiempos de guerra es menos preocupante que la que se genera

en tiempos de paz porque tras el conflicto armado el crecimiento económico tiende a ser elevado y el gasto público destinado a la guerra tiende a reducirse.

⁽⁷⁾ La discusión sobre el aumento del límite de la deuda pública en Estados Unidos durante el pasado verano se cerró con un acuerdo entre los dos principales partidos políticos para comenzar a implementar medidas tendentes a la reducción del déficit público. Sin embargo, los recortes están lejos de los aplicados por otros países y la administración Obama incluso ha presentado nuevas medidas de impulso para la creación de empleo.

⁽⁸⁾ A largo plazo, la reducción de la deuda pública tiende a aumentar el crecimiento, porque reduce los tipos de interés reales y la menor carga de intereses permite recortar algunos impuestos.

⁽⁹⁾ Véase Trichet (2010) y Bernanke (2011).

⁽¹⁰⁾ Según Bornhorst, Budina, et al. (2010), un ritmo de consolidación fiscal del orden de un 1% del PIB al año en términos ajustados cíclicamente es consistente con esta premisa.

⁽¹¹⁾ Véase, por ejemplo, Alesina y Perotti (1996).

⁽¹²⁾ Más recientemente, países de mayor tamaño como España e Italia también se han visto forzados a aplicar medidas de política fiscal restrictivas ante el ataque de los mercados.

⁽¹³⁾ "Pecado original" es el término habitualmente utilizado para describir la situación en la que los países emergentes se ven forzados a emitir deuda en moneda extranjera.

⁽¹⁴⁾ Entre otras cosas, se aprobó que el EFSF

podiera adquirir deuda pública en los mercados secundarios y pudiera recapitalizar a bancos incluso en países que no hayan sido rescatados.

⁽¹⁵⁾ Véase FMI (2004).

⁽¹⁶⁾ Véase nota 9.

⁽¹⁷⁾ Recientemente, Gros y Mayer (2011b) han propuesto convertir al EFSF en un banco y darle acceso a las operaciones de financiación del BCE. Se trata de otra opción para otorgar liquidez ilimitada al EFSF y evitar que los mercados fueren un equilibrio indeseado.

⁽¹⁸⁾ "The European Financial Stability Facility is a private company (société anonyme), with 100 % sovereign ownership, incorporated under national (Luxembourgish) law" (<http://eca.europa.eu/portal/pls/portal/docs/1/8214764.PDF>). En todo caso, si el BCE considerara que el EFSF es un organismo público porque sus accionistas son los estados miembros de la zona euro, la máxima autoridad monetaria europea podría comprometerse a adquirir toda la deuda en el mercado secundario. Los efectos serían en la práctica los mismos.

Bibliografía

Ahearne, Alan, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin, y otros (2002), "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experiences in the 1990s," Board of Governors, International Finance Discussion Paper No. 729, junio.

Alesina, Alberto y Roberto Perotti (1996), "Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", NBER Working Paper No. 5730, agosto.

Alon Titan y Eric Swanson (2011), "Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases," FRBSF Economic Letter, abril.

Baldacci, Emanuele; Sanjeev Gupta, y Carlos Mulas-Granados (2010), "Restoring Debt Sustainability After Crisis: Implications for the Fiscal Mix", IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department, octubre.

Bernanke, B. (2002), "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here", Remarks before the National Economists Club, noviembre.

Bernanke, B. (2003), "Some Thoughts on Monetary Policy in Japan", Remarks before the Japan Society of Monetary Economics, mayo.

Bernanke, B. (2011), "The U.S. Economic Outlook", Remarks at the International Monetary Conference, Atlanta, junio.

Borio, Claudio y Piti Disyatat (2009), "Unconventional monetary policies: an appraisal", BIS Working Papers No. 292, noviembre.

Bornhorst, Fabian; Nina Budina, Giovanni Callegari, y otros (2010), "A Status Update on Fiscal Exit Strategies", IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department, diciembre.

Cecchetti, Stephen G.; M S Mohanty, y Fabrizio Zampolli (2010), "The Future of Public Debt: Prospects and Implications", BIS, febrero.

De Grauwe, Paul (2011a), "The Governance of a Fragile Eurozone", University of Leuven and CEPS, abril.

De Grauwe, Paul (2011b), "Only a more active ECB can solve the euro crisis", CEPS Policy Briefs No. 250, agosto.

Devries, Pete; Jaime Guajardo, Daniel Leigh, y Andrea Pescatori (2011), "A New Action-based Dataset of Fiscal Consolidation", IMF Working Paper, Research Department, junio.

FMI (2003), "Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs", Independent Evaluation Office, Evaluation Report.

FMI (2004), "Informe sobre la Evaluación del Papel del FMI en Argentina, 1991-2001", Oficina de Evaluación Independiente, junio.

FMI (2010), "Will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation", World Economic Outlook, octubre.

FMI (2011), "Shifting Gears. Tackling Challenges on the Road to Fiscal Adjustment", Fiscal Monitor, abril.

Gagnon, Joseph; Matthew Raskin, Julie Remache, y Brian Sack (2010), "Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?", Staff Report No. 441, FRBNY, marzo.

Gros, Daniel (2011a), "External versus Domestic Debt in the Euro Crisis", CEPS Policy Briefs, 25 mayo.

Gros, Daniel y Thomas Mayer (2010), "Towards a European Monetary Fund", CEPS Policy Briefs, 17 mayo.

Gros, Daniel (2011b), "Sovereign Debt vs Foreign Debt in the Eurozone", CEPS Commentary, 12 mayo.

Gros, Daniel (2011c), "How to make Ireland solvent", CEPS Commentary, 13 mayo.

Gros, Daniel y Thomas Mayer (2011a), "Debt reduction without (a messy) default", CEPS Commentary, 23 junio.

Gros, Daniel y Thomas Mayer (2011b), "August 2011: What to do when the euro crisis reaches the core?", CEPS Commentary, 11 agosto.

Guichard, Stéphanie; Mike Kennedy, Eckhard Wurzel, y Christophe André (2007), "What Promotes Fiscal Consolidation: OECD Country Experiences", OECD Economics Department Working Papers No. 553, mayo.

Hess Chung, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider, y John C. Williams (2011), "Estimating the Macroeconomic Effects of the Fed's Asset Purchases", FRBSF, Economic Letter, enero.

Honohan, Patrick (2011), "Irish debt repayments should be linked to growth", Financial Times, 6 abril.

Krugman, Paul (1998), "Japan's Trap", <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>, mayo.

Lambertini, Luisa y José Tavares (2003), "Exchange Rates and Fiscal Adjustments: Evidence from the OECD and Implications for EMU", agosto.

Madigan, Brian F. (2009), "Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis", Jackson Hole, agosto.

OCDE (2010), "Preparing Fiscal Consolidation", Economics Department, marzo.

Rogoff, Kenneth S. y Carmen M. Reinhart (2010), "Growth in a Time of Debt", NBER Working Paper No. 15639, enero.

Trichet, Jean-Claude (2010), "Stimulate no more – it is now time for all to tighten", Financial Times, 22 julio.

Williams, John C. (2011), "Economics Insurrection and the Brave New World of Mo-

netary Policy", The Federal Reserve Bank of San Francisco, junio.

Wolf, Martin (2011a), "The Eurozone's journey to defaults", Financial Times, 10 mayo.

Wolf, Martin (2011b), "Managing the Eurozone's fragility", Financial Times, 3 mayo.

Yellen, Janet L. (2011), "The Federal Reserve's Asset Purchase Program", Remarks at The Brimmer Policy Forum, Allied Social Science Associations Annual Meeting, enero.

Sobre el autor

Sergi Martrat Salvat, Director de Economía Internacional y Mercados Financieros, Banc Sabadell.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

© Fundació Privada Institut d'Estudis Financers. Reservados todos los derechos.