

Alternativas a la austeridad fiscal en España

Mark Weisbrot y Juan Montecino

Julio 2010

Contenido

Resumen ejecutivo	1
Introducción	3
Contexto económico	4
La solución japonesa/estadounidense: Compra de nueva deuda por el banco central.....	7
Los riesgos de un incremento en los costos de financiamiento y un crecimiento más lento	10
Escenario de estímulo	13
Conclusión	14
Apéndice: Notas sobre la metodología.....	15
Supuestos para los escenarios de endeudamiento	15
Escenarios de estímulo	17
Bibliografía.....	19

Reconocimientos

Los autores agradecen los útiles comentarios de Dean Baker y John Schmitt y los útiles comentarios y la asistencia en la investigación de David Rosnick y Jake Johnston.

Sobre los autores

Mark Weisbrot es economista y codirector del Centro de Investigación en Economía y Políticas (*Center for Economic and Policy Research*, CEPR) en Washington, D.C., EE.UU. Juan Montecino es investigador asistente en CEPR.

Resumen ejecutivo

En este trabajo se analizan las medidas de austeridad programadas en España, los fundamentos para los recortes en el gasto y los incrementos en los impuestos, los probables resultados para las relaciones deuda/PIB en el futuro y los probables resultados de políticas alternativas.

Se cree ampliamente que los problemas de España se deben al sobre-crecimiento del gasto público. Sin embargo, durante la expansión económica entre 2000 y 2007, la relación deuda/PIB se redujo marcadamente, de 59,3 a 36,2 por ciento del PIB. En el año 2009, los pagos de interés sobre la deuda de España fueron solamente de 1,8 por ciento del PIB, una carga modesta de interés. La deuda neta se ha reducido hasta un 26,5 por ciento del PIB en 2007.

La deuda neta es una mejor medida para la carga de endeudamiento del país que la deuda bruta, ya que el interés que se paga por la deuda en posesión del gobierno es atribuible a éste último y por ende, no representa una carga sobre las finanzas del gobierno. En este trabajo se utilizan ambas medidas ya que las cifras sobre la deuda bruta son las más comúnmente citadas en la prensa.

Por tanto, la causa de los problemas actuales de España con su deuda, así como sus niveles de desempleo y una débil recuperación, no fue un sobre-crecimiento del gobierno sino el colapso de la demanda privada. El país había acumulado una burbuja de gran tamaño en el mercado de viviendas que comenzó a colapsarse en el año 2007, al mismo tiempo que la economía fue impactada por choques externos vinculados a la recesión mundial. Entre los años 2000 y 2006, la construcción aumentó desde un 7,5 por ciento del PIB hasta un punto máximo de 10,8 por ciento. A partir del colapso, la construcción de nuevas viviendas ha caído en más de un 87 por ciento desde su punto máximo.

España también sufrió del colapso de una enorme burbuja en el mercado de valores: el mercado bursátil alcanzó un nivel máximo de 125 por ciento del PIB en noviembre de 2007 y cayó hasta un 54 por ciento del PIB un año más tarde. Se esperaba que el efecto sobre la riqueza de esta enorme caída en el valor de las acciones fuese de gran magnitud, equivalente a una caída en el PIB en el rango de 1,3 a 1,75 por ciento.

El desempleo ha aumentado de 8,5 por ciento a más del 20 por ciento y se estima que alcance el 15,5 por ciento a finales del año 2013.

Como una alternativa a las políticas pro-cíclicas actuales, se consideran dos versiones de la continuación de un estímulo fiscal que asciende a 3,9 por ciento del PIB a lo largo de los próximos dos años, en comparación con el escenario base.

En la primera alternativa, el Banco Central Europeo (BCE) adquiere deuda por un monto equivalente al 4 por ciento del PIB al año durante dos años. Esto se llevaría a cabo a través de un acuerdo en el que se le reembolsarían los pagos de interés sobre esta deuda al gobierno español.

A pesar de que sería improbable que el BCE y las autoridades europeas – en las cuales se incluye al FMI para estas decisiones – implementaran estas políticas, es importante ilustrar esta alternativa ya que muestra la existencia de una opción simple y viable a las políticas actuales que no resulta en una carga insostenible de endeudamiento. En este caso, la relación deuda/PIB aumenta hasta solamente

un 60,5 por ciento del PIB para el año 2020, en comparación con un 64,3 por ciento del PIB en el escenario base que utiliza los pronósticos del gobierno.

Es necesario enfatizar la viabilidad de una propuesta como ésta. La Reserva Federal de EE.UU. ha agregado más de un billón (mil millardos) de dólares a su balance general – más que duplicándolo – a partir del comienzo de la recesión estadounidense. No se ha dado amenaza alguna de inflación como resultado de esta creación de liquidez monetaria. El Banco de Japón ha financiado billones de dólares en deuda desde los años noventa a través de la creación de liquidez monetaria, que como resultado ha generado una diferencia de más de 100 puntos porcentuales (del PIB) entre la deuda bruta y la deuda neta del gobierno; y sin embargo, la inflación se ha mantenido a niveles bajos en Japón durante los últimos 20 años y en algunas ocasiones, hasta ha mostrado tasas negativas. La inflación en los precios al consumidor en Europa es de cerca de uno por ciento en la actualidad.

En la segunda alternativa, se le da continuación a un estímulo del mismo tamaño pero financiado a través de préstamos tradicionales, en vez de la creación de liquidez monetaria por el BCE como se menciona anteriormente. En este escenario, la deuda neta es significativamente más alta, ascendiendo hasta un 68,3 por ciento del PIB para el año 2020. Cabe mencionar, no obstante, que ese nivel de deuda es solamente cuatro puntos porcentuales más alto que en el escenario base del gobierno.

El gobierno actualmente planea recortes al presupuesto e incrementos en los impuestos, los cuales se proyecta que establezcan la relación deuda bruta/PIB a un nivel del 69 por ciento del PIB para el año 2013 (con un nivel de endeudamiento neto de 62,4 por ciento). Sin embargo, existen muchos ejemplos históricos en los que el crecimiento económico resultó haber sido seriamente sobreestimado cuando se implementaron políticas pro-cíclicas. Por ejemplo, Irlanda comenzó a reducir su déficit fiscal a finales del año 2008. En ese entonces, el FMI pronosticaba un crecimiento del 1 por ciento para 2009; el resultado final fue una tasa negativa de crecimiento, de -10 por ciento.

Además, si las políticas pro-cíclicas programadas resultan en un menor crecimiento o causan que la economía retorne a una recesión, esto podría ocasionar que la tasa de interés sobre nuevas emisiones de deuda por parte de España se incremente. En este trabajo se analizan tres escenarios que incorporan un pronóstico de crecimiento más bajo, con tasas de interés de 6, 7 y 8 por ciento para la deuda española. En estos escenarios, la relación deuda bruta/PIB aumenta de 85,5, 90,6 y 96,1 por ciento del PIB, respectivamente, para el año 2020. La deuda neta aumenta de 76,6, 81,7 y 87,2 por ciento del PIB, respectivamente.

Por tanto, existen escenarios plausibles bajo los cuales las políticas pro-cíclicas programadas pueden resultar en niveles mucho más altos de endeudamiento en comparación con lo que sucedería si se continúa con un estímulo fiscal moderado. Incluso desde el punto de vista de evitar una acumulación insostenible de deuda, el riesgo de un estancamiento económico prolongado – en combinación con tasas de interés más altas – pudiera ser mucho mayor que los riesgos asociados con políticas fiscales contra-cíclicas en el presente. Además, las políticas contra-cíclicas alternativas y viables evitarían muchos de los costos sociales y económicos ocasionados por la pérdida de producción y un prolongado periodo de alto desempleo que enfrenta España en la actualidad.

Introducción

En meses recientes, España se ha convertido en el foco de los problemas en torno a la deuda soberana en Europa. Los costos de financiamiento del país, así como el precio de los seguros por impago (*credit default swaps*) de su deuda, han aumentado y la calificación sobre sus bonos soberanos ha sido reducida un nivel, desde AAA hasta AA+, por la agencia de calificación de riesgo Fitch. El 30 de junio, Moody's advirtió que la deuda soberana de España estaba “bajo revisión para una posible reducción”¹.

Como respuesta a la presión de los mercados financieros, y para cumplir con los requisitos para obtener asistencia de la Unión Europea (UE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), en caso dicha asistencia sea necesaria, el gobierno ha implementado un plan de austeridad que incluye recortes en el gasto público por 15.300 millones de euros, o cerca del 1,4 por ciento del PIB, durante los próximos dos años. El gobierno también planea un aumento en la recaudación fiscal de 17.900 millones de euros, o cerca del 1,6 por ciento del PIB, para un ajuste fiscal total de cerca de 2,9 por ciento del PIB. También se está preparando para implementar reformas al mercado laboral que facilitarían el despido de empleados y reducirían los paquetes de indemnización². Sin embargo, incluso entre analistas simpatizantes a un ajuste fiscal, se ha reconocido que estas acciones contribuirían a desacelerar aún más una economía que apenas se recupera de la recesión, con una tasa de desempleo de más del 20 por ciento, como se muestra en el **Gráfico 1**. De hecho, la decisión de Moody's de revisar la calificación sobre la deuda soberana de España se reportó como “atribuible a las débiles perspectivas de crecimiento de su frágil economía”³. Éste y varios otros informes de prensa ponen en duda si la austeridad fiscal dictada para España pudiera en efecto resultar en tasas de interés más altas sobre la deuda de ese país, hasta el punto de que estas medidas reduzcan el crecimiento económico.

En su mayoría, la discusión actual asume que España debe implementar políticas de ajuste fiscal y reformas al mercado laboral para poder así salir de la crisis actual y restaurar el crecimiento económico. Se asume que el gobierno no puede recurrir a una política fiscal expansiva y que el Banco Central Europeo (BCE) no puede asistir al país en la implementación de una política monetaria expansiva (en forma de un alivio cuantitativo – *quantitative easing*). También existe una percepción general que atribuye los problemas de España a un gasto público excesivo y al consecuente crecimiento del déficit y de la deuda pública.

Además, en la medida que el euro sea una moneda sobrevaluada para España – dado que sus niveles de productividad son inferiores a los de Alemania o Francia y han caído aún más en años recientes – el ajuste fiscal actual ofrece la posibilidad de una “devaluación interna”. Esto se logra a través de una reducción en los salarios a medida que la economía se contrae como resultado de políticas pro cíclicas. La recuperación económica basada en una devaluación interna frecuentemente ha resultado ser difícil o imposible por varias razones⁴.

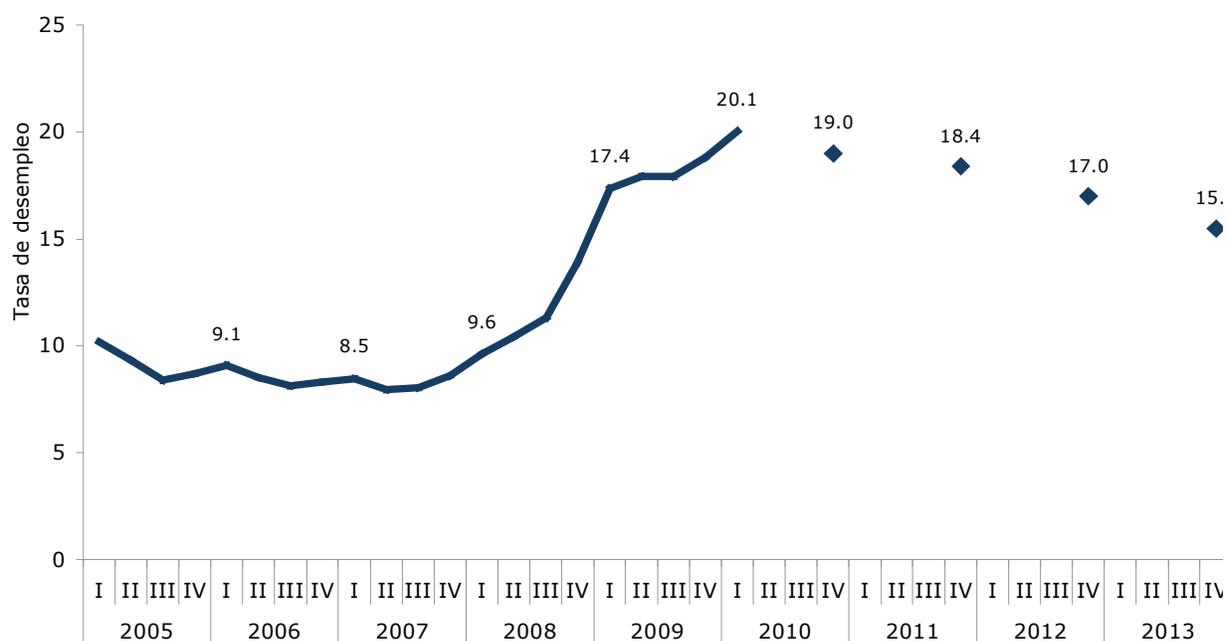
¹ Agence France-Presse (2010a) (traducción del original en inglés).

² Agence France-Presse (2010b) (traducción del original en inglés).

³ Agence France-Presse (2010a) (traducción del original en inglés).

⁴ Para una discusión sobre las dificultades de lograr una recuperación a través de la devaluación interna véase, por ejemplo, Weisbrot y Ray (2010). Para una explicación exhaustiva de la rigidez nominal salarial a la baja véase Dickey et al (2007).

GRÁFICO 1
Tasa de desempleo, observada y proyectada, 2005-2013



Fuentes: Eurostat y Ministerio de Economía y Hacienda.

Notas: En este gráfico se muestra la medida nacional de desempleo. La tasa de desempleo armonizada de la UE es actualmente un tanto inferior, situada en 19,2 por ciento para el primer trimestre de 2010.

En este informe se analizan algunos de los detalles sobre la deuda española, los orígenes de la situación actual y las proyecciones bajo un número de posibles escenarios. También se comparan las políticas pro cíclicas actuales con varias alternativas. En el trabajo se encuentra que las evaluaciones más comúnmente aceptadas sobre los problemas de España, así como las soluciones, son cuestionables, y que hay alternativas viables que podrían ser menos riesgosas y resultar en mayores niveles de empleo y producción.

Contexto económico

El **Cuadro 1** muestra el crecimiento de la relación deuda/PIB para España, el saldo presupuestario del gobierno central y el crecimiento del PIB desde el año 2000. El cuadro muestra un crecimiento económico robusto (con un promedio de 3,6 por ciento anual en términos reales) entre 2000 y 2007. Durante ese periodo, la relación deuda/PIB disminuyó marcadamente, desde 59,3 hasta 36,2 por ciento del PIB. El saldo presupuestario del gobierno pasó de pequeños déficits a superávits durante los últimos tres años de la expansión económica (2005-2007), con superávits de alrededor del dos por ciento del PIB en 2006 y 2007. Cabe mencionar también que los pagos de interés sobre la deuda española fueron de solamente 1,8 por ciento del PIB para el año 2009, lo que equivale a una carga de interés modesta.

El Cuadro 1 también muestra la deuda neta de España, la cual disminuyó hasta un 26,5 por ciento del PIB en 2007. La deuda neta es una mejor medida de la carga de endeudamiento del país que la

deuda bruta, ya que el interés pagado sobre la deuda en posesión del gobierno es devengado por éste último y por ende, no representa una carga para las finanzas públicas. En el presente informe se utilizarán ambas medidas dado que las cifras sobre la deuda bruta son las más comúnmente citadas en la prensa.

CUADRO 1

España: Indicadores económicos seleccionados (como porcentaje del PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Deuda bruta/PIB	59,3	55,5	52,5	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,7	53,2
Deuda neta/PIB	...	...	...	...	...	34,7	30,5	26,5	30,3	45,8
Pagos de interés	3,2	3,0	2,7	2,4	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,8
Saldo del gob. general	-1,0	-0,6	-0,5	-0,2	-0,3	1,0	2,0	1,9	-4,1	-11,2
Saldo primario del gob. general	2,2	2,4	2,2	2,1	1,7	2,8	3,7	3,5	-2,5	-9,4
Crecimiento PIB real (variación en %)	5,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,6

Fuentes: FMI (2010) y Eurostat

Estos datos – la notable reducción en la relación deuda/PIB y los superávits en el presupuesto del gobierno central antes de 2008 – van en contra de la idea general de que los problemas de España son resultado del sobre-crecimiento del gobierno. Más bien, el país había acumulado una burbuja de tamaño importante en el mercado inmobiliario que comenzó a colapsarse en 2007, al mismo tiempo que la economía fue impactada por choques externos vinculados a la recesión mundial. Entre los años 2000 y 2006, la construcción aumentó del 7,5 por ciento del PIB a un punto máximo de 10,8 por ciento⁵. La construcción de nuevas viviendas ha disminuido en más del 87 por ciento desde su punto máximo⁶.

En muchas maneras, esta trayectoria es muy similar a lo que sucedió en Estados Unidos: el tamaño de las burbujas inmobiliarias en ambos países garantizó una recesión cuando dichas burbujas inevitablemente reventaron⁷. Así como en Estados Unidos entre los años 2000 y 2002, España también sufrió del colapso de lo que parece ser una enorme burbuja en el mercado de valores: el mercado bursátil alcanzó un punto máximo de 125 por ciento del PIB en noviembre de 2007 y cayó hasta un 54 por ciento del PIB un año más tarde. Se esperaría que el efecto sobre la riqueza de esta enorme caída en el valor de las acciones bursátiles fuera bastante importante, en el rango de 1,3 a 1,75 por ciento del PIB⁸.

De esta manera, los problemas presupuestarios de España, así como el desempleo y la débil recuperación de ese país, son resultado de la misma causa: el colapso de la demanda privada. Bajo estas circunstancias, la política más eficiente implicaría que el sector público compensara la falta de demanda privada hasta que la inversión privada y el consumo, y posiblemente las exportaciones netas, puedan sostener un crecimiento normal. Recortar el gasto público e incrementar los impuestos bajo estas circunstancias son acciones pro cíclicas y se puede esperar que dichas acciones debiliten la recuperación o que hasta posiblemente reviertan a la economía a un estado de recesión.

⁵ Eurostat, Cuentas Nacionales por 6 divisiones.

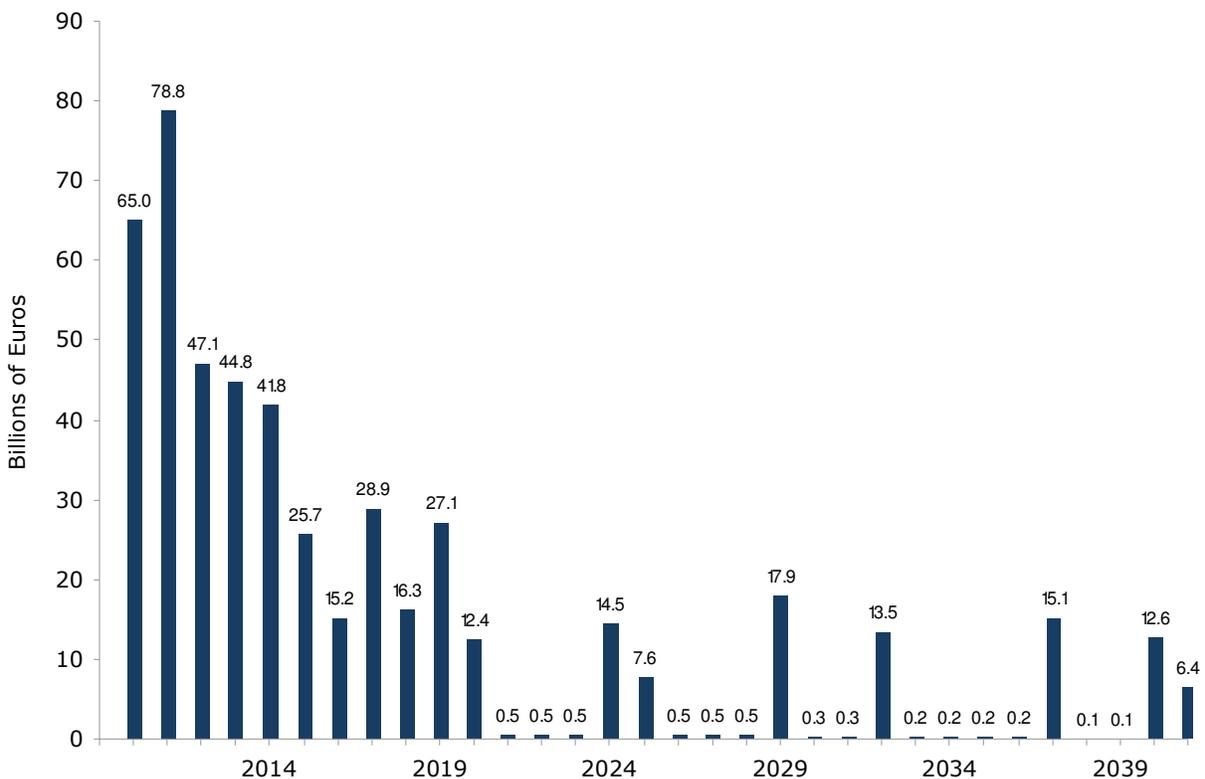
⁶ Instituto Nacional de Estadística, Estadísticas de la Construcción.

⁷ Véase Baker (2009).

⁸ Esto asume una caída en el consumo de entre 3 y 4 por ciento por la pérdida de riqueza vinculada a la posesión de valores y toma en cuenta que cerca del 61,5 por ciento de los valores bursátiles en España estaba en manos de residentes nacionales.

Cabe mencionar que el monto de la deuda del gobierno español que tendrá que ser refinanciada este año (a junio) es solamente de 65.000 millones de euros y alcanza un máximo de 78.800 millones de euros en 2011. A partir de ese año, las necesidades de refinanciamiento caen marcadamente. Esto se muestra en el **Gráfico 2**. En comparación al fondo europeo de \$750.000 millones que las autoridades europeas, en conjunto con el FMI, han destinado para el apoyo financiero a los países de la Eurozona, los 65.000 millones de euros para este año representan una cantidad relativamente minúscula. Esto significa que si las autoridades europeas quisieran evitar la posibilidad de un incremento en el riesgo de la deuda española debido al incremento en la tasas de interés en un futuro inmediato – como sucede en los escenarios discutidos más adelante – lo podrían lograr fácilmente con los recursos ya existentes y asignados.

GRÁFICO 2
Letras y bonos en circulación, 2010-2041 (en miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España

Notas: Este gráfico muestra el monto de la deuda pública española que requiere ser pagado o refinanciado cada año.

La solución japonesa/estadounidense: Compra de nueva deuda por el banco central

La solución más obvia es mantener el gasto deficitario en los niveles actuales o posiblemente incrementar dicho gasto para así estimular la economía. El argumento en contra de esta estrategia es que esta acción pudiera resultar en niveles insostenibles de deuda. Sin embargo, existe otra solución. Lo que importa cuando se trata de la sostenibilidad de la deuda es la carga neta de interés sobre la deuda. Por ejemplo, Japón tiene una deuda bruta de alrededor del 227,1 por ciento del PIB. Pero la carga neta de interés del país es menos del dos por ciento del PIB. Esto se debe en parte a bajas tasas de interés, pero también al hecho de que su deuda neta es mucho menor a la deuda bruta – cerca del 121,6 por ciento del PIB⁹. Es decir que a lo largo de los años el banco central japonés ha adquirido billones (miles de millardos) en deuda pública, creando liquidez monetaria en el proceso, previniendo así que este endeudamiento y esta política fiscal expansiva resulten en una carga adicional en pagos de interés.

El Banco de Reserva Federal de Estados Unidos también ha sumado durante la recesión actual más de un billón de dólares¹⁰ a su balance general. La mayor parte se ha utilizado en la adquisición de títulos con garantía hipotecaria emitidos por *Fannie Mae* y *Freddie Mac* y tan solo una fracción fue utilizada para la compra de nueva deuda emitida por el Tesoro. Sin embargo, no se hubiera añadido un mayor riesgo inflacionario u otros efectos adversos si toda esta creación de liquidez monetaria – de más del 8 por ciento del PIB de EE.UU. – se hubiese utilizado para la compra de bonos del Tesoro. La inflación estadounidense, medida según el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en territorio negativo durante el año 2009 y se ubica actualmente en un ritmo de 2 por ciento a lo largo de este año. El IPC de Japón se ha incrementado en tan solo un 5,1 por ciento en total durante los últimos 20 años, a pesar de la monetización de billones de dólares en deuda.

La inflación subyacente de España fue negativa en abril de este año y apenas positive en mayo, de manera que existe una mayor amenaza de deflación para la economía – la cual, entre otros factores, causaría el incremento de la relación deuda/PIB del país – que de un incremento en la inflación. Por tanto, una política de financiamiento de nueva deuda por el banco central es razonable para España como una medida de implementar una política fiscal contra-cíclica sin acumular una carga de deuda posiblemente insostenible. El problema radica en que España no posee un banco central que pudiera adquirir la deuda del país a través de la creación de liquidez monetaria. Por tanto, esto tendría que llevarse a cabo a través del Banco Central Europeo. En un escenario como éste, el Banco Central Europeo compraría una porción de la nueva deuda emitida por el gobierno español y se comprometería a reembolsar el interés sobre dicha deuda al gobierno español – como ha sucedido en el caso de la Reserva Federal de EE.UU. y el Banco de Japón en el proceso de financiamiento descrito anteriormente. De esta manera, el BCE estaría implementando la misma política que el banco central español pudiera implementar si España tuviese su propia moneda, al igual que los bancos centrales de EE.UU. y Japón han hecho. Esto equivaldría a un aumento en la carga de endeudamiento bruto, pero no del endeudamiento neto, para el monto de deuda que fuese financiado de esta manera.

⁹ Véase IMF (2010a).

¹⁰ *Congressional Budget Office* (2010), p. 109.

Las dos últimas filas del **Cuadro 2** muestran lo que sucede con la deuda neta de España si el Banco Central Europeo adquiriera la deuda del país por un monto equivalente al 4 por ciento del PIB de España, al año, durante los próximos dos años. Se asume que el gobierno no aumenta los impuestos o recorta el gasto durante este periodo. Esto permitiría un estímulo fiscal de alrededor del 3,9 por ciento del PIB durante dos años con el abandono de los recortes en el gasto y los incrementos impositivos planeados, mencionados anteriormente.

Como puede observarse en el Cuadro 2, la relación deuda/PIB aumenta de 45,8 por ciento del PIB en 2009 a 60,5 por ciento en 2020. Esto representa una carga sostenible de deuda. Para la deuda bruta, esta relación muestra un incremento de 53,2 a 75,7 por ciento del PIB. Incluso con esta medida, estos niveles no son demasiado altos. El promedio para la Unión Europea actualmente es de alrededor de 79 por ciento. (Véase también el **Gráfico 3**).

CUADRO 2

España: Proyecciones para la deuda pública bajo diferentes escenarios (como porcentaje del PIB)

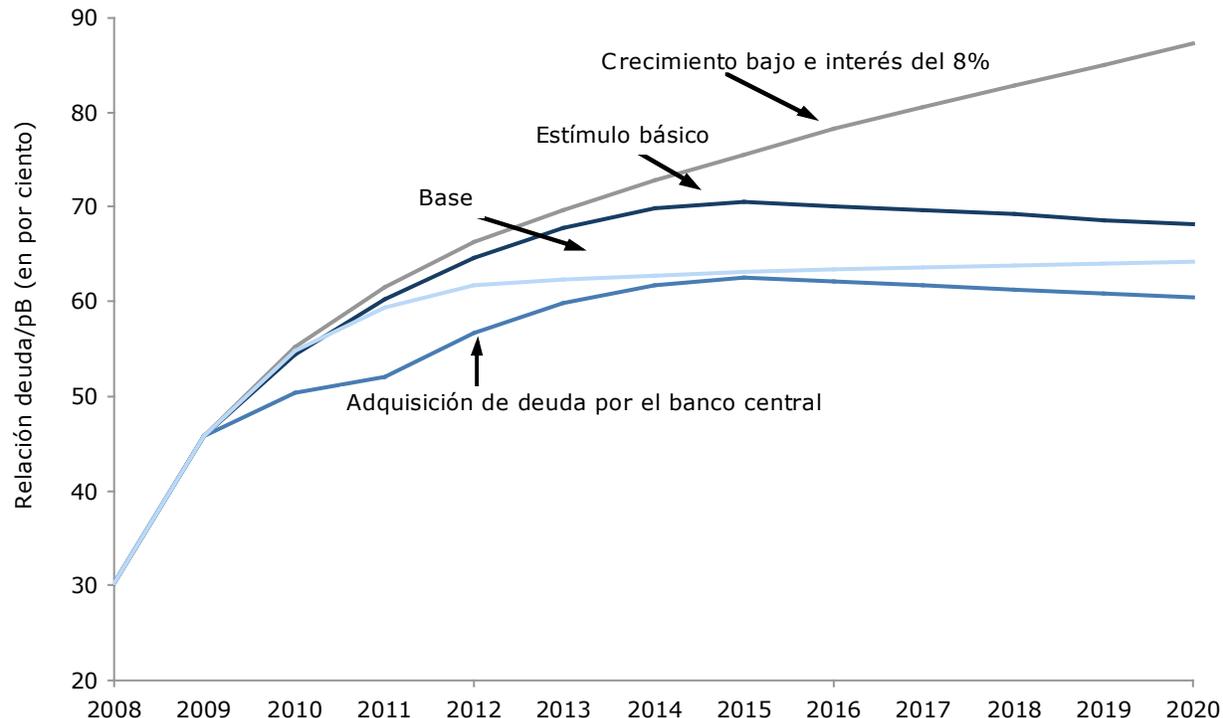
	Deuda	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(a) Escenario base del gob.	Bruta	39,7	53,2	62,0	66,6	68,7	69,0	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2
	Neta	30,3	45,8	54,7	59,5	61,8	62,4	62,8	63,1	63,3	63,6	63,8	64,1	64,3
(b) Crecimiento bajo	Bruta	39,7	53,2	62,6	68,5	72,3	74,4	75,7	76,6	77,2	77,4	77,3	76,9	76,4
	Neta	30,3	45,8	54,9	60,5	64,0	65,8	67,0	67,8	68,3	68,5	68,4	68,0	67,6
(c) Interés del 6%	Bruta	39,7	53,2	62,7	69,1	73,5	76,3	78,5	80,4	81,9	83,2	84,2	84,9	85,5
	Neta	30,3	45,8	55,0	61,0	65,2	67,7	69,8	71,5	73,0	74,2	75,2	75,9	76,6
(d) Interés del 7%	Bruta	39,7	53,2	62,8	69,3	74,1	77,3	80,0	82,3	84,5	86,3	87,9	89,3	90,6
	Neta	30,3	45,8	55,1	61,3	65,8	68,7	71,3	73,5	75,5	77,4	79,0	80,3	81,7
(e) Interés del 8%	Bruta	39,7	53,2	62,9	69,6	74,7	78,3	81,5	84,4	87,1	89,6	91,9	94,0	96,1
	Neta	30,3	45,8	55,1	61,6	66,4	69,8	72,8	75,6	78,2	80,7	83,0	85,1	87,2
(f) Estímulo básico	Bruta	39,7	53,2	61,8	67,8	72,4	75,5	77,4	78,1	77,6	77,1	76,6	76,1	75,7
	Neta	30,3	45,8	54,3	60,2	64,7	67,9	69,8	70,5	70,1	69,6	69,2	68,7	68,3
(g) Compra por el BCE ¹	Bruta	39,7	53,2	61,8	67,8	72,4	75,5	77,4	78,1	77,6	77,1	76,6	76,1	75,7
	Neta	30,3	45,8	50,3	52,2	56,6	59,8	61,8	62,5	62,1	61,7	61,3	60,9	60,5

Fuente: Cálculos del autor.

Notas: Véase el Apéndice para una explicación de los supuestos para cada escenario.

¹En este escenario el Banco Central Europeo adquiere deuda del gobierno español por dos años.

Refiérase al texto para mayores detalles.

GRÁFICO 3**España: Proyecciones para la deuda neta bajo diferentes escenarios (como porcentaje del PIB)**

Fuente: Cálculos del autor.

Ésta sería la alternativa más razonable a los recortes presupuestarios e incremento en los impuestos que actualmente se planean. Le permitiría a la economía continuar el estímulo del año 2009, e incrementar el crecimiento, sin tener que preocuparse por un aumento importante en la carga neta de endeudamiento del país.

Cabe mencionar que, dado que el desempleo es bastante alto y que se espera continúe a estos altos niveles durante muchos años por venir (véase el Gráfico 1), una opción para el gobierno quizás sea la de implementar un programa público de empleo de mayor tamaño para crear trabajos directamente. Esto se podría lograr con la implementación de los incrementos en los impuestos ya programados y con la expansión del gasto del gobierno en obras públicas. Los niveles apropiados de gasto podrían fijarse, junto con los incrementos impositivos programados, de manera que coincidan con las mismas relaciones deuda/PIB discutidas anteriormente.

Dado que España ha adoptado el euro, el país no podría seguir esta estrategia sin la ayuda de las autoridades europeas, incluyendo la del Banco Central Europeo. El BCE está trabajando actualmente con la Comisión Europea y el FMI para determinar cuáles serán las políticas que se requerirán de España para obtener la asistencia, en caso se necesite, de estas tres autoridades. Todas éstas apoyan el uso de las políticas pro-cíclicas y austeras con las que el gobierno español se ha comprometido.

Sin embargo, es importante enfatizar que existe una alternativa bastante viable que reduciría de inmediato el desempleo y le permitiría a la economía española acelerar su recuperación sin suponer

el riesgo de una carga insostenible de deuda. Los riesgos para el sistema monetario europeo serían leves. El monto de deuda española que el BCE tendría que adquirir sería pequeño en relación a la economía de la eurozona, menos de un 0,5 por ciento del PIB de la eurozona. La inflación en la eurozona es de alrededor de 1 por ciento, muy por debajo de la meta del BCE de 2 por ciento. Además, hay economistas que han planteado la pregunta sobre si un 2 por ciento es ya de por sí una meta muy conservadora¹¹. La cuestión de cómo el BCE podría llevar a cabo esta acción bajo sus reglas actuales, o si dichas reglas necesitan ser enmendadas, es secundaria. El punto principal es que España puede evitar las pérdidas económicas, ambas actuales y programadas, causadas por una política pro-cíclica, así como los riesgos de otra recesión, con las políticas fiscales y monetarias apropiadas.

Los riesgos de un incremento en los costos de financiamiento y un crecimiento más lento

La primera fila del Cuadro 2 muestra el escenario base para la relación deuda/PIB de España según las proyecciones basadas en los supuestos del gobierno de España¹². Este escenario incluye los recortes presupuestarios e incrementos en los impuestos programados que son necesarios para cumplir con meta para el déficit presupuestario del 3 por ciento del PIB en 2013. Bajo este escenario, la deuda neta de España aumentada desde un 45,8 por ciento del PIB en 2009 hasta un 64,3 por ciento en 2020. La deuda bruta aumenta desde un 53,2 por ciento del PIB en 2009 hasta un 69,2 por ciento del PIB en 2020. Éste no es necesariamente un nivel insosteniblemente alto de deuda, siempre y cuando las tasas de interés no sean muy altas. Por ejemplo, en la actualidad España paga en promedio cerca del 3,5 por ciento en interés sobre su deuda. A ese ritmo, la carga de interés con una deuda neta del 64,3 por ciento del PIB sería de alrededor del 2,3 por ciento del PIB, lo cual es modesto.

Sin embargo, en un número de países en donde se han implementado políticas pro-cíclicas, la economía ha crecido a un ritmo mucho más lento – o se ha contraído a un ritmo más acelerado – que lo anticipado. Por ejemplo, en diciembre de 2008 el FMI proyectaba que la economía de Letonia sufriría una contracción del 5 por ciento en 2009¹³. En la realidad, el resultado fue una contracción del 18 por ciento. En un caso menos extremo, Irlanda comenzó a reducir su déficit fiscal a finales de 2008. En ese entonces, el FMI pronosticaba un crecimiento del 1 por ciento para 2009; el resultado final fue de menos 10 por ciento. Existen varios otros ejemplos de pronósticos sumamente optimistas realizados en casos cuando se implementaron políticas pro-cíclicas¹⁴. También existen riesgos de un ajuste fiscal prematuro a medida que la economía se recupera de una recesión y de choques del tipo de los que España ha experimentado, como se ha observado en el caso de la experiencia de Japón en los años noventa¹⁵.

¹¹ Véase Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010).

¹² Véase el Apéndice para mayores detalles.

¹³ Véase FMI (2008a).

¹⁴ Por ejemplo, las proyecciones del FMI para el crecimiento argentino durante la recesión de 1998-2002 fueron extremadamente sobreestimadas. Véase Rosnick y Weisbrot (2007).

¹⁵ Para una comparación de la recesión y situación actual en España con la experiencia japonesa de los años noventa, véase Braun y Díaz-Giménez (2010).

No es sorpresa que el crecimiento económico fuera peor a lo anticipado bajo políticas macroeconómicas pro-cíclicas. Cuando éstas son implementadas, los gobiernos básicamente dependen de choques externos favorables – como por ejemplo, una mejora en las exportaciones netas – para sacar a la economía de una recesión. Si esto no sucede, es posible que se dé una espiral a la baja.

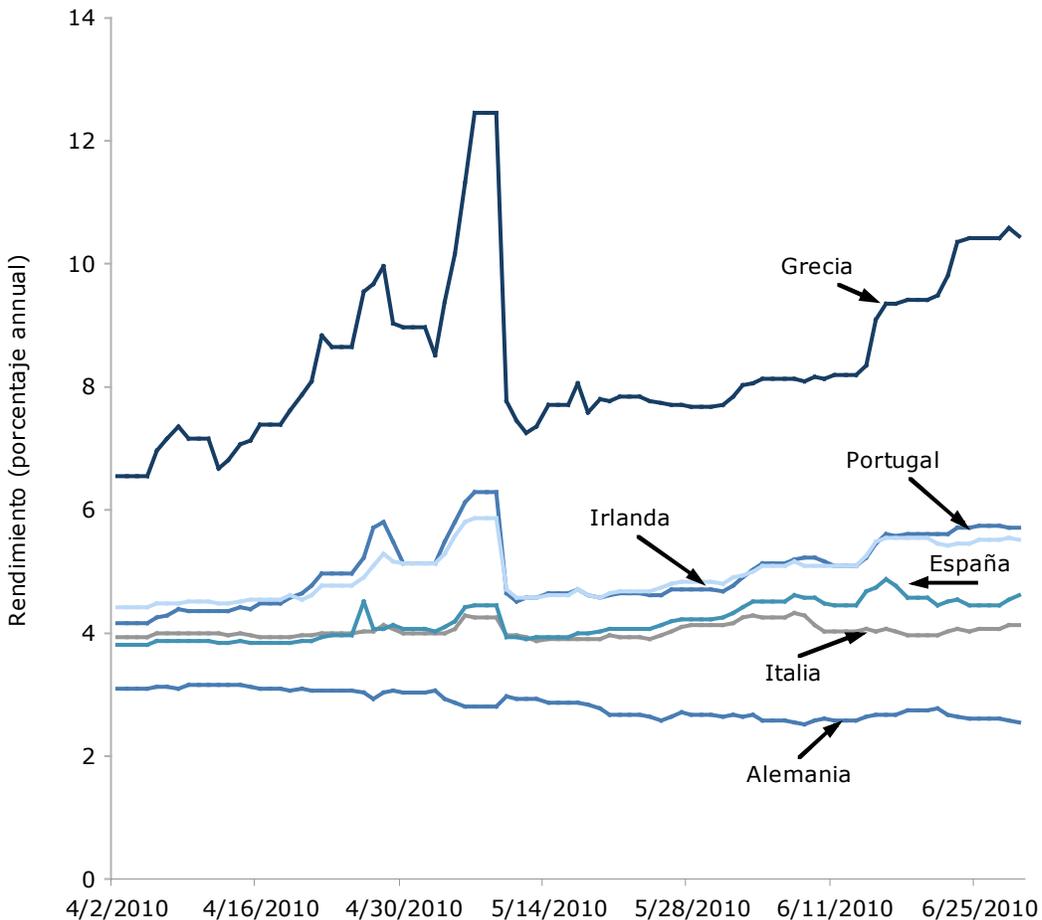
En la fila (b) del Cuadro 2, se considera un escenario en el cual el crecimiento es un tanto más bajo de lo pronosticado para el escenario base. Las proyecciones para el escenario base suponen un crecimiento del PIB real de -0,3, 1,3 y 2,5 por ciento de 2010 a 2012, y de 2,7 por ciento para el periodo 2013-2020. Nuestro escenario de “bajo crecimiento” supone un crecimiento de -1,5, -1, -0,6 y -0,3 por ciento para los años de 2010 a 2013, seguido por una convergencia lineal hasta un 2,7 por ciento en 2020¹⁶.

Como puede observarse en el cuadro, la relación deuda bruta/PIB aumenta de 53,2 por ciento del PIB en 2009 a 76,4 por ciento del PIB en 2020. La deuda neta aumenta de 45,8 por ciento del PIB a 67,6 por ciento del PIB.

Esto aún no representa un nivel terriblemente alto de endeudamiento, particularmente si se utilizan las cifras del endeudamiento neto. Sin embargo, existe la posibilidad de que, a medida que la recuperación económica se demora, los tenedores de bonos requieran una prima mayor de riesgo para los bonos del gobierno español. El **Gráfico 4** muestra lo que sucedió en mayo cuando los mercados financieros empezaron a preocuparse por la posibilidad de un impago o restructuración en Grecia y en las otras economías frágiles de la eurozona. Como puede apreciarse, el rendimiento de los bonos a 10 años se disparó hasta un 12,4 por ciento para Grecia y hasta un 6,29 por ciento para Portugal.

¹⁶ Véase el Apéndice para mayores detalles.

GRÁFICO 4
Rendimiento de los bonos de referencia del gobierno a 10 años



Fuente: Bloomberg (2010)

Es por eso que analizamos las proyecciones de deuda para España bajo los supuestos de tasas de interés más altas: de seis, siete y ocho por ciento. Como se muestra en las filas de la (c) a la (e) del Cuadro 2, estas tasas de interés más altas, en combinación con un crecimiento más bajo, tienen el potencial de causar un aumento en la deuda neta de España en 2020 hasta un 76,6 por ciento, 81,7 por ciento y 87,2 por ciento del PIB, respectivamente. En el caso de la deuda bruta, estas cifras son 85,5, 90,6 y 96,1 por ciento, respectivamente.

Existen muchos otros resultados posibles. Pero el punto más importante ilustrado por estas proyecciones es que uno de los mayores riesgos para la solvencia de España en el futuro es una combinación de un lapso en el crecimiento – producido por una política fiscal pro-cíclica – y de costos de financiamiento en aumento. El crecimiento lento o negativo y los costos de financiamiento en aumento pueden fortalecerse mutuamente y producir una espiral viciosa. Por tanto, aunque tienen la intención de reducir la carga de endeudamiento del país y el riesgo de una futura insolvencia, las políticas pro-cíclicas tienen el potencial de últimamente tener el efecto opuesto.

Escenario de estímulo

Reconociendo que es muy improbable que las autoridades europeas utilicen medidas de alivio cuantitativo (*quantitative easing*) para contribuir a un estímulo fiscal en España – como sucede en el primer escenario presentado en este trabajo – vale la pena analizar la posibilidad de que el gobierno implemente un estímulo fiscal propio, adquiriendo préstamos según sea necesario en los mercados financieros internacionales.

Este escenario se muestra en la fila (f) del Cuadro 2. En dicho escenario, el estímulo fiscal se mantiene en efecto hasta el año 2011 y se retira gradualmente a partir de entonces. El gasto total del gobierno como porcentaje del PIB es uno por ciento más alto que en el escenario base en 2010 y 1,3 por ciento más alto en 2011. El ingreso fiscal también es 1,7 por ciento del PIB más bajo durante los dos años, ya que se posponen los incrementos impositivos programados en el escenario base. En este escenario, a partir del año 2011 el déficit primario se reduce gradualmente hasta un 0,1 por ciento en 2016 y se mantiene constante a este nivel en los años siguientes¹⁷. Bajo este escenario la deuda neta de España se incrementa de 45,8 por ciento del PIB en 2009 a 68,3 por ciento en 2020. Como puede apreciarse en el cuadro, esto es solamente cuatro puntos porcentuales más alto que en el escenario base, en el que el déficit presupuestario se reduce a tres por ciento del PIB en 2013. También es significativamente más bajo que en los escenarios con un crecimiento más bajo y en combinación con tasas de interés más altas. Dado que este estímulo es financiado con préstamos, la misma relación existe para las cifras de la deuda bruta: en este escenario la deuda bruta se incrementa de 53,2 por ciento del PIB en 2009 a 75,7 por ciento en 2020. En comparación, la deuda bruta aumenta a 69,2 por ciento del PIB en el escenario base y a 85,5, 90,6 y 96,1 por ciento del PIB en 2020 para los escenarios con tasas de interés del seis, siete y ocho por ciento.

Por tanto, es plausible, bajo supuestos razonables sobre los multiplicadores y las elasticidades del ingreso fiscal¹⁸, que el programa de austeridad actual no resulte en una relación deuda/PIB significativamente más baja para el año 2020 que bajo un programa en el que se continúe con un estímulo durante los próximos dos años. Además, bajo los escenarios en que el ajuste fiscal resulta en cierta combinación de crecimiento más bajo y tasas de interés más altas, la consiguiente relación deuda/PIB pudiera ser considerablemente más alta que bajo un programa de estímulo.

¹⁷ Véase el Apéndice para mayores detalles.

¹⁸ Véase el Apéndice.

Conclusión

Es comúnmente aceptado que el programa de austeridad fiscal actual en España resultará en una reducción del crecimiento y del empleo a corto plazo. Sin embargo, se argumenta que el ajuste fiscal programado es necesario para prevenir que la deuda de España se acelere a niveles insostenibles.

En este trabajo se muestra que existen escenarios viables bajo los cuales las políticas pro-cíclicas programadas pueden resultar en niveles mucho más altos de deuda que los que resultarían de la continuación de un estímulo fiscal moderado. Incluso desde el punto de vista de evitar una acumulación insostenible de deuda, el riesgo de un estancamiento económico prolongado, en combinación con tasas de interés más altas, podría ser mucho más alto que los riesgos asociados con políticas fiscales contra-cíclicas en la actualidad. Es más, las políticas contra-cíclicas evitaría muchos de los costos sociales y económicos de pérdidas en la producción y de un prolongado periodo de alto desempleo que España enfrenta actualmente.

Además, sostenemos que los niveles bastante bajos de inflación en España y la eurozona harían posible que el Banco Central Europeo financiase políticas contra-cíclicas en España a través de la adquisición de nueva deuda, como se ha hecho recientemente en Estados Unidos y por muchos años en Japón. Esto permitiría una rápida recuperación económica sin ninguna carga adicional de endeudamiento neto.

Apéndice: Notas sobre la metodología

Las proyecciones de deuda en este trabajo distinguen entre “deuda pasada”, la cual representa la deuda adquirida previo a 2010, y “nueva deuda”, equivalente a la deuda que es refinanciada cada año y cualquier deuda adicional adquirida como consecuencia del déficit primario. Esto permite realizar un análisis más realista de los impactos de varios escenarios con diferentes tasas de interés ya que los posibles aumentos en el endeudamiento solamente afectan la deuda recién adquirida. En particular, la relación deuda total/PIB, d_t^T , es definida por las siguientes tres ecuaciones:

$$(1) \quad d_t^O = d_{t-1}^O \left[\frac{(1+i_t^O)}{(1+g_t)} \right] - m_t (1+i_t^O)$$

$$(2) \quad d_t^N = d_{t-1}^N \left[\frac{(1+i_t^N)}{(1+g_t)} \right] + m_t (1+i_t^N) - p_t$$

$$(3) \quad d_t^T = d_t^O + d_t^N$$

En estas ecuaciones, d_t^O y d_t^N representan, respectivamente, deuda pasada y nueva, como porcentaje del PIB, en el año t ; i_t^O y i_t^N representan las tasas de interés sobre deuda pasada y nueva, respectivamente; m_t es la suma de deuda pasada como porcentaje del PIB a vencer en cada periodo t ; g_t es la tasa de crecimiento del PIB y p_t es el saldo primario como porcentaje del PIB.

El balance de “deuda pasada”, d_t^O , decrece cada año por el monto a vencer, m_t . Al mismo tiempo, d_t^O se reduce por la tasa de crecimiento del PIB nominal y se incrementa con la tasa de interés sobre la deuda pasada. La “deuda nueva” aumenta cada año por el monto que necesita ser refinanciado (m_t), por el déficit primario del gobierno y por los pagos de interés. Finalmente, la deuda total en cada año equivale a la suma de deuda pasada y deuda nueva.

Supuestos para los escenarios de endeudamiento

A continuación se describen brevemente los supuestos utilizados en cada escenario de la evolución de la deuda.

Escenario base

En el escenario base (a), el gobierno logra cumplir con las metas presupuestarias especificadas en su plan de austeridad de mayo, mostrado en el **Cuadro A1**. El escenario base también utiliza los pronósticos de crecimiento del PIB del gobierno para el periodo 2010-2013. El crecimiento del PIB real a partir de entonces se mantiene en 2,7 por ciento. Ése es el crecimiento que el gobierno pronostica para 2013; es un tanto más alto del promedio durante los últimos 20 años (2,47 por ciento).

CUADRO A1**Escenario base (variación porcentual y porcentaje del PIB)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	0,9	2,3	3,6	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Crecimiento real	-3,6	-0,3	1,3	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Saldo presupuestario	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Saldo primario	-9,4	-7,1	-3,4	-1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	62,0	66,6	68,7	69,0	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2	69,2
Deuda neta	45,8	54,7	59,5	61,8	62,4	62,8	63,1	63,3	63,6	63,8	64,1	64,3

Fuente: Cálculos del autor.

Escenarios de menor crecimiento

Los próximos cuatro escenarios están fundados en el escenario base al asumir que el gobierno logra implementar con éxito su plan de austeridad pero, como consecuencia, se experimenta un crecimiento más bajo. En vez de utilizar los pronósticos del gobierno para el crecimiento del PIB, en este escenario se asume que el crecimiento del PIB real es de -1,5 por ciento en 2010, -1 en 2011, -0,6 en 2012 y -0,3 en 2013. A partir de 2013 el crecimiento converge linealmente a una tasa de 2,7 por ciento para el año 2020.

(a) Menor crecimiento

El escenario de menor crecimiento (a) utiliza las cifras de menor crecimiento tratadas anteriormente. La tasa de interés se fija en un 4 por ciento para el total del balance de deuda.

CUADRO A2**Escenario de menor crecimiento (variación porcentual y porcentaje del PIB)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	-0,3	0,0	0,5	1,0	2,0	2,7	3,1	3,5	4,0	4,4	4,5
Crecimiento real	-3,6	-1,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,4	0,9	1,3	1,7	2,2	2,6	2,7
Saldo primario	-9,4	-7,1	-3,4	-1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	62,6	68,5	72,3	74,4	75,7	76,6	77,2	77,4	77,3	76,9	76,4
Deuda neta	45,8	54,9	60,5	64,0	65,8	67,0	67,8	68,3	68,5	68,4	68,0	67,6

Fuente: Cálculos del autor.

(b) Menor crecimiento: Tasa de interés de 6%

El escenario con una tasa de interés del 6 por ciento (b) utiliza los mismos supuestos del escenario anterior, con la diferencia que asume que los acreedores exigen una tasa de interés del seis por ciento para mantener sus tenencias de deuda pública española. En otras palabras, la tasa de interés anual sobre deuda nueva es de seis por ciento. La tasa de interés sobre la deuda pasada se mantiene al cuatro por ciento.

CUADRO A3**Escenario con tasa de interés de seis por ciento (variación porcentual y porcentaje del PIB)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	-0,3	0,0	0,5	1,0	2,0	2,7	3,1	3,5	4,0	4,4	4,5
Crecimiento real	-3,6	-1,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,4	0,9	1,3	1,7	2,2	2,6	2,7
Saldo primario	-9,4	-7,1	-3,4	-1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	62,7	69,1	73,5	76,3	78,5	80,4	81,9	83,2	84,2	84,9	85,5
Deuda neta	45,8	55,0	61,0	65,2	67,7	69,8	71,5	73,0	74,2	75,2	75,9	76,6

Fuente: Cálculos del autor

(c) Menor crecimiento: Tasa de interés de 7%

Este escenario es el mismo que los escenarios (a) y (b) a excepción del supuesto de una tasa anual de interés del siete por ciento sobre deuda nueva.

CUADRO A4**Escenario con tasa de interés de siete por ciento (variación porcentual y porcentaje del PIB)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	-0,3	0,0	0,5	1,0	2,0	2,7	3,1	3,5	4,0	4,4	4,5
Crecimiento real	-3,6	-1,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,4	0,9	1,3	1,7	2,2	2,6	2,7
Saldo primario	-9,4	-7,1	-3,4	-1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	62,8	69,3	74,1	77,3	80,0	82,3	84,5	86,3	87,9	89,3	90,6
Deuda neta	45,8	55,1	61,3	65,8	68,7	71,3	73,5	75,5	77,4	79,0	80,3	81,7

Fuente: Cálculos del autor.

(d) Menor crecimiento: Tasa de interés de 8%

Este escenario es el mismo que los escenarios (a) y (b) a excepción del supuesto de una tasa anual de interés del ocho por ciento sobre deuda nueva.

CUADRO A5**Escenario con tasa de interés de ocho por ciento (variación porcentual y porcentaje del PIB)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	-0,3	0,0	0,5	1,0	2,0	2,7	3,1	3,5	4,0	4,4	4,5
Crecimiento real	-3,6	-1,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,4	0,9	1,3	1,7	2,2	2,6	2,7
Saldo primario	-9,4	-7,1	-3,4	-1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	62,9	69,6	74,7	78,3	81,5	84,4	87,1	89,6	91,9	94,0	96,1
Deuda neta	45,8	55,1	61,6	66,4	69,8	72,8	75,6	78,2	80,7	83,0	85,1	87,2

Fuente: Cálculos del autor.

Escenarios de estímulo

Los próximos dos escenarios consideran lo que sucedería si el gobierno de España pospusiera el ajuste fiscal y en vez mantuviera en efecto el estímulo fiscal de 2009 durante los años 2010 y 2011. Específicamente, el gasto total del gobierno se mantiene constante al nivel de 2009 de 485.000 millones de euros, o 46,1 por ciento del PIB de 2009. También se asume que el gobierno no implementa los incrementos en los impuestos que tiene programados actualmente, los cuales ascienden a unos 17.900 millones de euros a lo largo de 2010 y 2011.

(a) Escenario de estímulo básico

Se consideran los efectos de estos cambios en el gasto del gobierno y en la tributación sobre el PIB

utilizando un multiplicador del gasto de 1,2 y uno de 0,4 para el ingreso fiscal, para un horizonte de dos años¹⁹. Como puede apreciarse en el **Cuadro A6**, a continuación, el crecimiento del PIB real equivale a 1,1 por ciento en 2010 y 1,7 por ciento en 2011, y el PIB sobrepasa los niveles alcanzados en 2008 para el año 2011. El crecimiento del PIB real luego converge a su tasa de crecimiento a largo plazo de 2,7 por ciento para el año 2014 y se mantiene constante a partir de entonces.

El ingreso fiscal durante los años 2010 y 2011 crece al mismo ritmo que los pronósticos del gobierno de España, pero tomando en cuenta el efecto de un crecimiento en el PIB más alto. Para esto se amplía la escala de los ingresos del gobierno con el supuesto de una elasticidad-ingreso del ingreso fiscal de 1²⁰. El resultado es un déficit primario para el gobierno de 7,7 y 5,2 por ciento del PIB en 2010 y 2011, respectivamente. Se asume que el gobierno reduce gradualmente su déficit primario en los años posteriores. En particular, el saldo primario converge linealmente hasta un superávit de 0,1 por ciento del PIB para el año 2016.

Las tasas de interés en este escenario son las mismas que en el escenario base—cuatro por ciento para ambas, deuda pasada y nueva.

CUADRO A6

Escenario de estímulo básico (variación porcentual y porcentaje del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	2,3	2,7	3,6	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Crecimiento real	-3,6	1,1	1,7	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Saldo primario	-9,4	-7,7	-5,2	-4,3	-3,2	-2,1	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	61,8	67,8	72,4	75,5	77,4	78,1	77,6	77,1	76,6	76,1	75,7
Deuda neta	45,8	54,3	60,2	64,7	67,9	69,8	70,5	70,1	69,6	69,2	68,7	68,3

Fuente: Cálculos del autor.

(b) Escenario con adquisición de deuda por el banco central

En este escenario se utilizan todos los mismos supuestos que en el escenario de estímulo básico tratado anteriormente. La diferencia es que en este caso se asume que las autoridades europeas adquieren deuda del gobierno español por un monto equivalente al cuatro por ciento del PIB en 2010 y 2011. En otras palabras, el balance de nueva deuda en 2010 y 2011 es menor por una suma de cuatro por ciento del PIB en ambos años.

CUADRO A7

Escenario con adquisición de deuda por el banco central (variación porcentual y porcentaje del PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Crecimiento nominal	-3,4	2,3	2,7	3,6	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Crecimiento real	-3,6	1,1	1,7	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Saldo primario	-9,4	-7,7	-5,2	-4,3	-3,2	-2,1	-1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda bruta	53,2	61,8	67,8	72,4	75,5	77,4	78,1	77,6	77,1	76,6	76,1	75,7
Deuda neta	45,8	50,3	52,2	56,6	59,8	61,8	62,5	62,1	61,7	61,3	60,9	60,5

Fuente: Cálculos del autor.

¹⁹ Los cálculos de la OCDE (2001) ubican el multiplicador para la zona del euro en 1,2 para un horizonte de un año. En FMI (2009) se examina esta literatura extensivamente y se reportan valores similares para los multiplicadores del gasto y de tributación en el rango de entre 0,4 y 0,5 para horizontes de dos años.

²⁰ Esta es una elasticidad bastante conservadora para España. En FMI (1999) se estima que la elasticidad general del ingreso con respecto al crecimiento del PIB es de 1,25. La mayoría de países de la eurozona tienen elasticidades del ingreso fiscal de alrededor de 1.

Bibliografía

- Agence France-Presse. 2010a. "Spain Defies Ratings Warnings with Bond Sale." 1 de julio. http://www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5jTCALQ4rddi_irf1dNPn_w03Gu0CQ
- Agence France-Presse. 2010b. "Spanish Govt Approves Labour Market Overhaul." 16 de junio. http://www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5iHH6midIjNdYNf1-_vDsUO-JCBSg
- Baker, Dean. 2007. "2007 Housing Bubble Update: 10 Economic Indicators to Watch." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. http://www.cepr.net/documents/publications/housing_indicators_2007_02.pdf
- Baker, Dean. 2008. "The Housing Bubble and the Financial Crisis." *Real-World Economic Review*, 46. <http://www.paecon.net/PAERreview/issue46/Baker46.pdf>
- Baker, Dean. 2009. "The Housing Crash Recession and the Case for a Third Stimulus." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research. <http://www.cepr.net/documents/publications/housing-crash-recession-2009-03.pdf>
- Banco de España. 2010. "Boletín del Mercado de Deuda Pública." <http://www.bde.es/webbde/es/mercadeuda/mercadeuda.html>
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, y Paolo Mauro. 2010. "Rethinking Macroeconomic Policy." Washington, DC: Fondo Monetario Internacional. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
- Bloomberg. 2010. "Spain Loses AAA Rating at Fitch as Europe Battles Debt Crisis." 29 de mayo. <http://noir.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a5vmlmZJB2s>
- Braun, Anton y Díaz-Giménez. 2010. "Spain, Japan, and the Dangers of Early Fiscal Tightening." Fundación de Estudios de Economía Aplicada. www.fedea.es/pub/papers/2010/dt2010-14.pdf
- Businessweek. 2010. "Spain Defends Labor Reforms as Strike Call Looms." 15 de junio. <http://www.businessweek.com/ap/financialnews/D9GBMJT00.htm>
- Congressional Budget Office. 2010. "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2010 to 2010." Washington, DC. <http://www.cbo.gov/ftpdocs/108xx/doc10871/01-26-Outlook.pdf>
- Dalgaard, Thomas, Christophe André y Pete Richardson. 2001. "Standard Shocks in the OECD Interlink Model." Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, *Economics Department Working Paper No 306*, septiembre. <http://www.oecd.org/dataoecd/55/30/34901307.pdf>
- De Castro, Francisco. 2006. "The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy in Spain." Banco de España, Documento de trabajo No. 0311. <http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/03/Fic/dt0311e.pdf>

Dickey, William T. et al. 2007. "How Wages Change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project." Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 275.

http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr275.pdf

Giorno, Claude, Pete Richardson, Deborah Roseveare y Paul van den Noord. 1995. "Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances." Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, No. 24. <http://www.oecd.org/dataoecd/2/43/33928808.pdf>

Hagermann, Robert. 1999. "The Structural Budget Balance: The IMF's Methodology." FMI, *Working Papers*, No. WP/99/95, July. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp9995.pdf>

FMI. 2008a. "Republic of Latvia: Request for Stand-By Arrangement."

<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22586.0>

FMI. 2008b. World Economic Outlook Database. October.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/weodata/index.aspx>

FMI. 2009a. World Economic Outlook Database. April.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>

FMI. 2009b. World Economic Outlook Database. October.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/weodata/index.aspx>

FMI. 2010a. "Fiscal Monitor: Navigating the Fiscal Challenges Ahead." Fiscal Affairs Department, May. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2010/fm1001.pdf>

FMI. 2010b. World Economic Outlook Database. April.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/index.aspx>

Ministerio de Economía y Hacienda. 2010. "Spain Stability Program Update."

Rosnick, David y Mark Weisbrot. 2007. "¿Pronóstico político? Las desacertadas proyecciones del FMI sobre Argentina y Venezuela." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.

http://www.cepr.net/documents/publications/imf_forecasting_2007_04_spanish_completo.pdf

Reuters. 2010. "Moody's Puts Spain AAA Rating on Review for Cut." 30 de junio.

<http://www.reuters.com/article/idUSN3024242220100630>

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky y Martin Schindler. 2009. "Fiscal Multipliers." *IMF Staff Position Notes*.

Tesoro Público de España. 2010. "Accelerating Fiscal Adjustment and Structural Rebalancing in Spain."

Tesoro Público de España. 2010. "Boletín de Estadísticas."

<http://www.tesoro.es/sp/home/estadistica.asp>

Weisbrot, Mark y Rebecca Ray. 2010. "Latvia's Recession: The Cost of Adjustment With An Internal Devaluation." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.
<http://www.cepr.net/documents/publications/latvia-recession-2010-02.pdf>

Weisbrot, Mark. 2008. "Argentina: La crisis que no es crisis." Washington, DC: Center for Economic and Policy Research.
http://www.cepr.net/documents/publications/argentina_2008_10_spanish.pdf