

Es hora de pagar la fiesta

Carlo Cottarelli

CON UNA intervención de enorme magnitud que no conoce precedentes, los gobiernos de Estados Unidos y otras economías avanzadas procuran restablecer el crecimiento económico y sanear el sector financiero. Pero el impacto de la crisis en las finanzas públicas es sustancial: se prevé que en las economías avanzadas el aumento de la deuda pública como porcentaje del PIB será el más grande y generalizado desde la segunda guerra mundial. Dicho aumento se produce en un contexto preexistente de mayores presiones a largo plazo provenientes del gasto en pensiones y atención de la salud debido al envejecimiento de la población.

Poco han podido hacer los gobiernos excepto intervenir para salvar el sistema financiero del colapso y dar estímulo fiscal para contrarrestar la fuerte contracción de la demanda del sector privado. Y es dable imaginar un escenario en el que los mayores costos de intereses y el menor crecimiento económico terminen elevando aún más la razón deuda/PIB, lo que llevaría a los inversionistas a dudar de la sostenibilidad de las finanzas públicas en todo el mundo. Hasta ahora esto no ha sucedido y la percepción de una probable cesación de pagos sigue siendo baja. Pero como la confianza de los inversionistas en la solvencia del Estado ha sido clave para impedir el derrumbe total del sistema financiero y económico, preservarla es de primordial importancia. La percepción de posibles problemas de solvencia fiscal elevaría las tasas de interés al exigir los tenedores de deuda una prima de riesgo más alta, lo que también socavaría la eficacia de las medidas de estímulo fiscal.

¿Cómo deberían entonces responder los gobiernos ante una crisis que está creando muchas más demandas sobre el erario público? En este artículo se presentan las observaciones cuantitativas de un estudio reciente del Departamento de Finanzas Públicas del FMI sobre los costos directos e indirectos de la crisis

financiera, en el que se analizan: la magnitud de las intervenciones en el sector financiero, los costos indirectos no discrecionales —como los provocados por el impacto de la desaceleración económica y el colapso del precio de los activos en los ingresos fiscales—, y los costos indirectos del estímulo fiscal discrecional, orientado a reactivar el crecimiento económico. También se examina la crisis en un contexto más amplio: 1) comparándola con episodios previos de sustancial acumulación de deuda y contracción en algunas de las economías más grandes y 2) cotejando los costos de esta crisis con los retos preexistentes, mucho más graves, que a largo plazo plantea el envejecimiento poblacional. Por último, se esboza una posible estrategia para que la política fiscal pueda fomentar el retorno a un crecimiento económico normal sin afectar la solvencia del sector público, y se señalan algunos aspectos fundamentales en los que el FMI puede cumplir un papel constructivo.

El uso de la política fiscal a mediano plazo para superar la crisis

De compras en la RAE de Hong Kong.



Crecientes costos directos y pasivos contingentes

Ante la escala y naturaleza inéditas de la crisis financiera, las autoridades han recurrido a toda su inventiva para sostener las instituciones y mercados financieros en dificultades. Las intervenciones han consistido esencialmente en inyecciones de capital, compra de activos o préstamos directos o garantías del Estado o del banco central. En la mayoría de los casos, las operaciones emprendidas directamente por los gobiernos han determinado un aumento de la deuda pública bruta, aunque sin necesariamente modificar el patrimonio neto o el déficit global si se toma en cuenta la correspondiente adquisición de activos a su valor real de mercado, sin ningún componente de subvención.

El costo bruto combinado de las inyecciones de capital y compras de activos más los préstamos directos asciende en promedio a 5 puntos porcentuales del PIB en el caso de las economías avanzadas del G-20 (véase el recuadro). No obstante, a lo largo del tiempo el impacto fiscal neto dependerá de la tasa de recuperación por la venta de los activos adquiridos. Según indica la experiencia de crisis bancarias anteriores, esa tasa varía ampliamente y solo llega a ser significativa una vez que se ha reanudado y afianzado el crecimiento económico.

Más allá del impacto inmediato de esas operaciones, los nuevos pasivos contingentes derivados de las líneas de crédito del banco central y las garantías de depósitos bancarios son mucho mayores. La mayoría de los países han elevado los límites de garantía de depósitos, y varios han garantizado préstamos interbancarios y otros instrumentos, en algunos casos por montos equivalentes a múltiplos del PIB. Si bien el costo final neto sería limitado en un escenario favorable, debe tenerse en cuenta que los resultados podrían ser mucho peores si la crisis económica y financiera se prolonga.

Estímulo fiscal

Para enfrentar la desaceleración económica, muchos países han anunciado paquetes de estímulo fiscal, en algunos casos por cifras verdaderamente impresionantes. No obstante, los montos globales que los gobiernos declaran en su afán de mostrar que están brindando ayuda pueden diferir, a veces sustancialmente, del monto real de las medidas, dado que algunas de estas quizá ya habrían estado incluidas en los presupuestos para el año siguiente. Si se corrigen los datos para reflejar tales diferencias, el estímulo fiscal

¿Quiénes componen el G-20?

El G-20 está integrado por los ministros de Hacienda y gobernadores de bancos centrales de 19 países: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, India, Indonesia, Italia, Japón, México, el Reino Unido, Rusia, Sudáfrica y Turquía, además de la Unión Europea, representada por la presidencia rotativa del Consejo y el Banco Central Europeo. También participan el Director Gerente del FMI y el Presidente del Banco Mundial, además de los presidentes del Comité Monetario y Financiero Internacional y del Comité para el Desarrollo del FMI y el Banco Mundial. En conjunto, los países miembros representan alrededor del 90% del producto nacional bruto del mundo, el 80% del comercio mundial (incluido el comercio intrarregional de la UE) y dos tercios de la población mundial.

resulta algo menor, aunque igualmente significativo. Por ejemplo, en 2009 representa en promedio 1½ puntos porcentuales del PIB en los países del G-20.

Hasta ahora, casi dos tercios del estímulo fiscal corresponden a medidas de gasto, especialmente en infraestructura. Muchos países también han anunciado planes para proteger a los grupos vulnerables (entre ellos: mayores beneficios por desempleo, transferencias en efectivo para los pobres y ayuda a niños y jubilados), algunos han incrementado el respaldo para las pequeñas y medianas empresas y otros han dado apoyo a sectores específicos, como la industria automotriz.

Por el lado de los ingresos, las medidas están dirigidas principalmente a los hogares a través de rebajas en el impuesto sobre la renta de las personas y los impuestos indirectos. Casi todas las medidas por el lado del gasto caducarán después de un cierto período, aunque algunos programas tenderán a generar costos recurrentes, como los de mantenimiento de los nuevos proyectos de infraestructura. En cambio, la mayoría de las medidas relativas al ingreso son permanentes; algunas pocas resultan reversibles, como ciertas rebajas impositivas actuales que se compensarán con aumentos de impuestos dentro de algunos años.

Otras consecuencias fiscales de la crisis

El desplome mundial del crecimiento económico a causa de la crisis financiera también trae consecuencias adversas para los ingresos públicos por el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Si la actividad económica se recupera relativamente pronto, la caída de los ingresos fiscales no debería generar mayor preocupación. Pero si la desaceleración se transforma en una recesión prolongada, el impacto en la sostenibilidad de las finanzas públicas sería mucho más grave.

Además, el colapso de los precios de las acciones y las viviendas y de las utilidades del sector financiero ha provocado una fuerte caída de los ingresos tributarios por concepto de ganancias de capital y renta de las empresas. Por otra parte, el derrumbe de los precios de las materias primas atribuible a la desaceleración del crecimiento económico mundial supone una abrupta disminución de los ingresos para los países productores de esos bienes.

Deuda creciente

En las economías avanzadas habrá un drástico aumento de la deuda pública debido a la crisis económica.

(Variación del saldo fiscal y de la deuda pública en el G-20¹; porcentaje del PIB, diferencia respecto del período anterior)

	2008 (A)	2009 (B)	2008-09 (A+B)
Saldo fiscal			
Economías avanzadas del G-20	-2,3	-3,8	-6,1
Economías emergentes del G-20	-0,3	-3,2	-3,4
G-20	-1,5	-3,6	-5,1
Deuda pública			
Economías avanzadas del G-20	4,4	10,0	14,4
Economías emergentes del G-20	-2,0	1,9	-0,1
G-20	2,0	7,0	9,0

Fuente: Actualización de *Perspectivas de la economía mundial* de enero de 2009, que toma en cuenta la versión final del paquete de estímulo de Estados Unidos y las medidas recientes de respaldo financiero adoptadas en el Reino Unido.

¹Gobierno general si hay datos disponibles; de lo contrario, el agregado fiscal más amplio consignado en *Perspectivas de la economía mundial* del FMI con la actualización indicada arriba. El cuadro muestra promedios ponderados en función del PIB valorado según la paridad del poder adquisitivo.

La caída de los precios de los activos también conlleva pérdidas sustanciales para la capitalización de los sistemas públicos y privados de pensiones, lo que podría dar lugar a presiones para que el Estado compense a los beneficiarios perjudicados por la crisis.

Cómo pagar el costo

En vista de esos costos, es evidente que las finanzas públicas se verán seriamente afectadas por la crisis más allá del corto plazo (véase el cuadro). De hecho, las proyecciones utilizadas en este análisis, basadas en el crecimiento previsto por el FMI en enero de 2009, serían peores si este es corregido nuevamente a la baja.

- Se prevé que los saldos fiscales de las economías avanzadas del G-20 empeorarán en 6 puntos porcentuales del PIB en 2008–09 con respecto a 2007. La mitad de ese deterioro refleja el estímulo fiscal y el respaldo al sector financiero, y el resto corresponde a los estabilizadores automáticos y a la pérdida de ingresos por otros efectos no discrecionales. Para las economías emergentes del G-20, el deterioro será algo más moderado, lo que refleja el menor impacto de la crisis en su producto y quizá también el hecho de que muchos de esos países tienen menos margen para dar estímulo fiscal. De todos modos, la crisis sigue extendiéndose y algunas economías emergentes recién ahora comienzan a sentirla.

- Se proyecta que el aumento de la razón deuda/PIB será de 14½ puntos porcentuales del PIB en las economías avanzadas del G-20, correspondiendo la mitad de esa cifra a los paquetes de apoyo al sector financiero. También en este caso el impacto será menor para las economías emergentes del G-20. No obstante, el incremento de la deuda esperado para 2009 marca un cambio de la tendencia descendente registrada desde 2002.

Históricamente, quizá no tan excepcional

La crisis ha generado el aumento más fuerte y generalizado de la razón deuda/PIB de las economías avanzadas desde la segunda guerra mundial. No obstante, en el pasado se registraron incrementos aún mayores, especialmente entre las dos guerras mundiales; durante la Gran Depresión la relación deuda/PIB también creció en forma generalizada, aunque el proceso fue más gradual y obedeció principalmente a la prolongada recesión. Una comparación con casos anteriores de sustancial acumulación y reducción de la deuda en algunas de las economías más grandes (véase el gráfico) quizá permita contemplar el aumento actual con un grado razonable de optimismo.

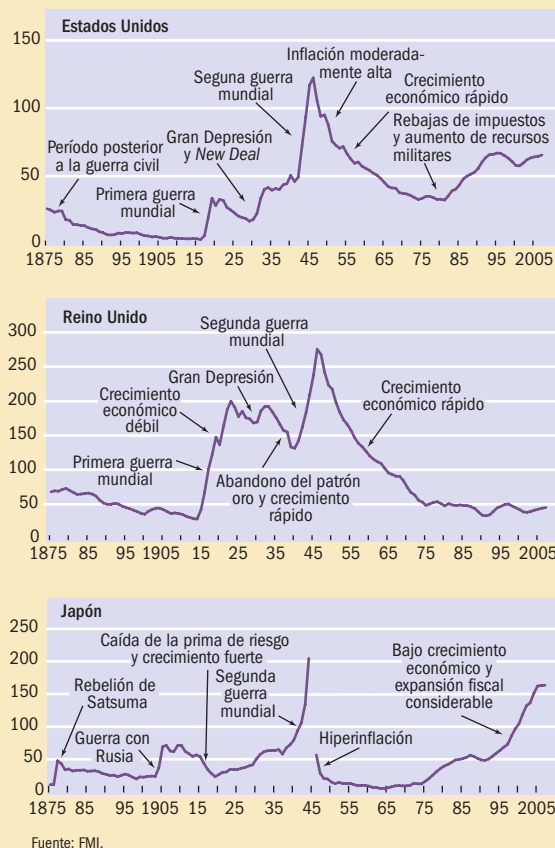
- En ocasiones anteriores, algunas de las economías más grandes del mundo acumularon deudas muy elevadas —superiores al 100% del PIB— y en varios casos lograron reducir las sin demasiadas perturbaciones económicas o sociales.

- El crecimiento económico rápido y sostenido fue un factor principal en la mayoría de los casos de reducción exitosa de la razón deuda/PIB en el último par de siglos. Por ejemplo, el rápido crecimiento económico que siguió a la segunda guerra mundial permitió a Estados Unidos reducir esa relación de 121% en 1946 a 50% en 1965. En cambio, en el Reino Unido, que aplicó políticas fiscales demasiado prudentes y mantuvo su adhesión al patrón oro, el lento crecimiento económico de los años veinte y durante la Gran Depresión elevó la proporción deuda/PIB de 130% en 1919 a 178% en 1933.

Cimas y valles

Históricamente, las guerras han elevado la deuda pública.

(Deuda pública, porcentaje del PIB)



No obstante, es preciso considerar el panorama actual con la debida cautela y hacer hincapié en la necesidad de preservar la solvencia fiscal.

- No siempre las principales economías avanzadas han reducido su deuda sin sufrir problemas. Hubo hiperinflación tras las grandes guerras y en situaciones de inestabilidad política interna, y una inflación moderada también contribuyó a reducir el valor real de la deuda, especialmente hasta los años cincuenta. También hubo casos de cesación parcial de pagos al caer fuertemente la economía durante el período de entreguerras, como sucedió en Italia a fines de los años veinte, y la eliminación de la “cláusula de oro” en los contratos de deuda en 1933 impidió que la razón deuda pública/PIB de Estados Unidos aumentara 25 puntos porcentuales cuando este país abandonó el patrón oro.

- También cabe tener en cuenta dos importantes diferencias con otros episodios históricos. Primero, en períodos de guerra el financiamiento interno de la deuda se vio facilitado por un amplio control estatal de la economía, incluidos los controles de capital, mientras que los ciudadanos también pueden haber sentido el deber moral de respaldar el esfuerzo bélico. Segundo, la crisis actual presenta características verdaderamente nuevas, como los pasivos contingentes vinculados a los avales de las obligaciones del sector financiero en una escala nunca antes observada.

Una crisis mayor: El envejecimiento poblacional

Otra diferencia entre la actual acumulación de deuda y episodios similares del pasado estriba en los desafíos fiscales preexistentes que hoy plantean los sistemas de pensiones y de salud.

Actualmente, la mayoría de las economías avanzadas y varias economías emergentes cuentan con sistemas altamente desarrollados (y costosos), pero no fue así en los episodios previos a la segunda guerra mundial. Uno de los mayores logros del gobierno de Franklin Delano Roosevelt ante la Gran Depresión fue la creación del sistema de seguridad social en 1935, con aumentos inmediatos en las contribuciones y postergación de las pensiones.

La mayoría de las economías avanzadas y varias economías emergentes enfrentan hoy importantes presiones fiscales a largo plazo generadas por el impacto del envejecimiento poblacional en los costos de los sistemas de pensiones y de salud: en la mayoría de los países del G-20 respecto de los cuales se dispone de datos, el gasto en esos rubros crecerá más de 3 puntos porcentuales del PIB entre 2005 y 2050. De hecho, esas presiones son mucho más severas que las provocadas por la crisis financiera, cuya carga, calculada según su valor presente neto, equivale a menos del 5% del impacto del envejecimiento. Sin embargo, como el problema del envejecimiento poblacional avanza lentamente en comparación con las consecuencias más urgentes y visibles de la crisis financiera, existe el peligro de que se lo olvide temporalmente y se posponga su resolución hasta un momento en que esta resultará más costosa.

Una estrategia para la recuperación

Aunque una recuperación económica exitosa de la crisis financiera exige tanto devolver solidez al sistema financiero como dar un estímulo sustancial a corto plazo en los países que puedan afrontarlo, los países deben clarificar pronto su estrategia para garantizar la solvencia fiscal.

Las autoridades deberán balancear dos riesgos contrapuestos:

- **El riesgo de una depresión y un estancamiento prolongados:** aquí los costos económicos y fiscales de la inacción podrían ser aún mayores que los de la acción; si la situación económica y financiera se deteriorara más, podría requerirse dar más respaldo al sector financiero, como una prioridad fundamental, pero posiblemente también reforzar la demanda agregada.

- **El riesgo de una pérdida de confianza en la solvencia del Estado:** es necesario seguir muy de cerca los indicadores de percepción de vulnerabilidad fiscal, como las tasas reales de interés, las expectativas de inflación, los diferenciales de bonos y de las primas por incumplimiento crediticio y los plazos de vencimiento de la deuda.

El equilibrio entre estos dos riesgos dependerá de las circunstancias propias de cada país. Los países difieren ampliamente en su capacidad de dar más estímulo: los niveles de deuda proyectados y los indicadores de vulnerabilidad fiscal serán relevantes al momento de optar por las políticas más convenientes.

No obstante, esa disyuntiva podrá abordarse mejor si los gobiernos clarifican de manera creíble su estrategia para garantizar la solvencia fiscal, estrategia que deberá basarse en cuatro pilares.

Primero, en lo posible los paquetes de estímulo fiscal deberían consistir en medidas temporales, para evitar que el déficit aumente permanentemente. Aunque el estímulo probablemente tenga que ser prolongado —porque también es probable que lo

sea la caída de la demanda del sector privado— no debería ser permanente.

Segundo, las políticas deben forjarse dentro de marcos fiscales a mediano plazo que contemplen la consolidación fiscal, una vez que mejore la situación económica. Un marco a mediano plazo (respaldado por leyes de responsabilidad fiscal, reglas fiscales o consejos fiscales independientes) anclaría las políticas de ingreso y gasto. Pero como el panorama económico es sumamente incierto, los marcos fiscales deben brindar flexibilidad suficiente para dar más respaldo fiscal, de ser necesario.

Tercero, los gobiernos deben implementar reformas estructurales para fortalecer las perspectivas de crecimiento, factor clave en la reducción de la carga de la deuda lograda en la mayoría de los episodios de consolidación fiscal exitosa. En el plano fiscal, esto supone reformas para reducir el gasto improductivo, preservando, al mismo tiempo los programas que generen un crecimiento de alta calidad y una alta tasa de rentabilidad social. Las reformas impositivas deben mejorar los incentivos para el trabajo y la inversión, y también reducir el sesgo a favor del financiamiento mediante deuda frente al financiamiento mediante emisión de acciones, presente en la mayoría de los sistemas tributarios.

Cuarto, se necesita un plan claro para reformar las prestaciones de pensiones y salud a fin de atender las presiones a largo plazo que acarrea el envejecimiento poblacional. El monto y la velocidad del ajuste dependerán de cada país. Pero si se aplazan las reformas, luego deberán adoptarse medidas dolorosas y de mayor alcance. La magnitud de estos retos podría ofrecer una oportunidad en el contexto actual: medidas como el aumento de la edad de jubilación podrían contribuir en mucho a calmar la preocupación de los mercados acerca de la solvencia fiscal.

También surgen oportunidades

Estas recetas no son nuevas —algunas forman parte del asesoramiento que el FMI brinda en materia de políticas desde hace tiempo—, pero la actual debilidad de las finanzas públicas hace más necesaria su aplicación.

Realizar grandes reformas fiscales cuando la economía está gravemente debilitada plantea un reto difícil desde la perspectiva de la economía política, pero también se presentan oportunidades. A veces las crisis han sido la chispa que impulsó la adopción de reformas políticamente complejas, y el contexto actual puede ofrecer margen para aplicar el método del *big bang*, donde el estímulo inmediato para respaldar la economía podría combinarse con la adopción de reformas duraderas en materia de prestaciones.

Junto con otras instituciones financieras internacionales, el FMI puede cumplir un papel importante y constructivo en la promoción de reformas fiscales como parte de esa estrategia. Integrado por países de todo el mundo, el FMI está en una situación única para colaborar con ellos mediante asesoramiento y asistencia técnica en momentos en que la crisis actual los afecta a todos, aunque en grado diferente. La reforma de las prestaciones, los marcos fiscales a mediano plazo, la declaración de información fiscal y las reglas fiscales son algunos de los temas fundamentales a los que habrá de dedicar su labor en los años venideros. ■

Carlo Cottarelli es Director del Departamento de Finanzas Públicas del FMI.