

Estrategias de salida tras la cumbre del G-20

Clara Crespo *

Tema: Tras la intervención de gran magnitud de la política fiscal y monetaria para suavizar la recesión económica, se plantea la pregunta de cómo retirar estas políticas de demanda en el tiempo y forma adecuados.

Resumen: El mejor *policy mix* requiere una contracción fiscal previa a la monetaria para permitir que siga habiendo tipos de interés bajos que promuevan el crecimiento. Por ello, los países del G-20 han acordado planificar sus retiradas fiscales desde finales de 2009, aunque todavía no sea el momento para ponerlas en práctica. Es fundamental que dichas estrategias de salida sean creíbles para apoyar la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas. Otros temas quedan sobre la mesa sin resolver, especialmente la cuestión del reequilibrio de la demanda durante la próxima década entre China y EEUU.

Análisis:

Introducción

La crisis económica mundial que se venía larvando desde mitad de 2007 y estalló con la caída de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 ha desatado una intervención pública de gran magnitud. Los principales bancos centrales han reducido a mínimos históricos los tipos de interés y prácticamente han sustituido a las instituciones financieras en la labor de intermediación en el mercado monetario poniendo en práctica una expansión cuantitativa. Los gobiernos han incrementado el gasto público, alcanzando elevados niveles de déficit y deuda pública, han dedicado recursos públicos a salvar de la quiebra a muchas empresas y han provisto de garantías al sistema financiero para evitar su hundimiento.

La crisis, unida a la llegada al poder del presidente Obama, ha impulsado una respuesta política decidida en el seno del G-20. Este grupo se ha reunido tres veces en un año a nivel de jefes de Estado y de Gobierno, las tres desde que estalló la crisis (noviembre de 2008, abril de 2009 y septiembre de 2009). El 24 y 25 de septiembre de 2009 se reunió en Pittsburgh y decidió superponer su próxima reunión a la del G-8 en Canadá el año que viene, de forma que el G-20 se consolida como el principal órgano de cooperación económica mundial, sustituyendo al G-8.

La reunión del G-20 tenía una amplia agenda informal que cubría desde la remuneración de los directivos del sector financiero a la financiación de la lucha contra el cambio climático, pasando por la reforma del FMI y la inconclusa Ronda Doha de liberalización comercial. A estos temas se han añadido las estrategias de salida; es decir, la coordinación del momento y la forma de retirar el estímulo monetario y fiscal a sus

* Técnico comercial y economista del Estado

economías. El consenso actual subraya que ahora es el momento de diseñar dicha estrategia, aunque no sea el momento de comenzar a aplicarla.

En este ARI se profundiza en lo que podrían constituir las estrategias de salida, cuál será el *policy mix* adecuado, cuándo se deben aplicar y qué deben incluir. Es un tema que no tiene respuestas cerradas y que se basa en hipótesis de lo que puede ir sucediendo con cada decisión de política económica, decisiones que se tomarán en función de la marcha de la economía.

La estrategia de salida

La estrategia de salida es un concepto de dimensión variable según el país o la institución que tenga el micrófono. Para EEUU, incluye la retirada del impulso fiscal pero también el reequilibrio de la demanda mundial (que pasa por un mayor gasto chino y revaluación del yuan). En Europa, se enfatiza la coordinación de la retirada monetaria con la fiscal, o lo que se conoce como el *policy mix* correcto y los efectos externos de las decisiones de política económica que se tomen en un país sobre los demás. Incluso dentro de Europa hay diferencias importantes: los nórdicos ponen el acento en la retirada fiscal, porque es sabido que los incrementos de gasto que se aprueban en una época extraordinaria tienden a asentarse incluso después de que pase el momento de urgencia y luego son muy difíciles de revertir. Mientras, para el resto, incluida España, la estrategia de salida debe incluir una estrategia de crecimiento a largo plazo para que la retirada fiscal no provoque que caigamos en un crecimiento tipo "L". A todos ellos les preocupa la forma y el momento de la retirada monetaria, pero se da por sentado que los bancos centrales actuarán independientemente, por lo que parece poco realista tratar de incluirlos en un plan conjunto.

En aras de una mayor claridad, podemos asumir que las estrategias de salida incluyen, sin lugar a dudas, la política monetaria y la política fiscal, y que en el centro de la cuestión está el tema de cuál será el momento de retirada de cada una y cuál debe ser la combinación óptima de contracción fiscal y monetaria. Además, aspectos como la retirada del apoyo al sistema financiero, el reequilibrio de la demanda mundial y los realineamientos de las monedas asiáticas, el modelo de crecimiento a largo plazo en Europa y las reformas estructurales están también encima de la mesa.

El "policy mix" correcto

Quizá el aspecto más interesante de las estrategias de salida es cuál debe ser la combinación de contracción fiscal y monetaria. Si se confirma la recuperación, algunos países podrían planear una contracción fiscal ya para 2011, lo cual requeriría elaborar presupuestos contractivos durante 2010. Pero se alerta contra el riesgo de cometer "los errores de 1937", refiriéndose al año en que la Administración Roosevelt, creyendo que la Gran Depresión estaba vencida, introdujo nuevos impuestos aplicando de hecho una contracción fiscal. El resultado fue un nuevo resbalón del crecimiento. Por ello, los gobiernos no desean comenzar a reducir el gasto público a menos que la recuperación esté bien clara. Pero los retardos temporales a la hora de decidir y aprobar la política fiscal, sumados a los retardos con los que dicha política tiene efecto en la economía a través del multiplicador del gasto no son desdeñables. El desfase temporal entre el momento en que se observe que la actividad económica va por buen camino hasta que la contracción del gasto surta efecto puede provocar que dicho efecto llegue demasiado tarde y que ya haya demasiada presión inflacionista. Esto habrá obligado al banco central a subir los tipos de interés antes de que el gasto público empiece a contraerse.

Si lo primero que sucede es que se suben los tipos de interés, el coste de la deuda pública se disparará y será más difícil todavía que las cuentas públicas vuelvan a una senda sostenible. Además, aumentará el coste de financiarse también para las empresas, con el consiguiente efecto de expulsión de la inversión privada, con lo que la recuperación puede retrasarse. La experiencia histórica muestra que un *policy mix* de “fiscal expansiva-monetaria contractiva” es peor para el crecimiento económico que una situación donde la contracción viene por el lado fiscal, dejando margen a la política monetaria para seguir estimulando los proyectos de inversión. Por ello, lo mejor es que lo primero sea la retirada del gasto público discrecional.

Ahora bien, también la estrategia de “contracción fiscal primero” tiene riesgos. En primer lugar, el riesgo de que, para compensar el efecto recesivo de la consolidación fiscal, los bancos centrales sigan manteniendo los tipos muy bajos durante demasiado tiempo. Como hemos aprendido con la reciente explosión de la burbuja inmobiliaria y financiera, los tipos de interés demasiado bajos también suponen un riesgo importante, incluso aunque no haya inflación en los bienes de consumo, porque pueden provocar una burbuja en otros activos.

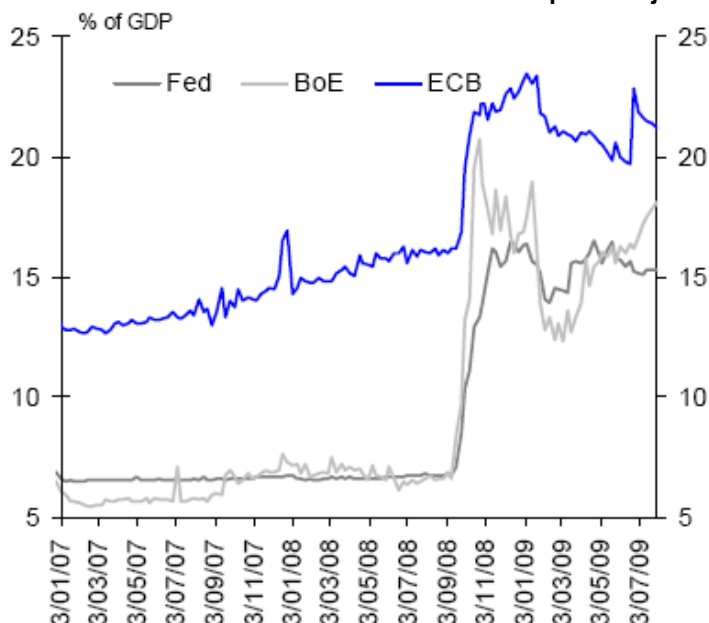
En segundo lugar, existe el riesgo de que la banca no se haya recuperado del endeudamiento y el crédito siga bajo mínimos. En ese caso, la “contracción fiscal primero” estaría dejando todo el papel de impulsar a la economía a un canal, el del crédito, que todavía no funciona bien.

La experiencia histórica muestra que las recuperaciones económicas tras una crisis de origen financiero comienzan cuando el crédito todavía se está contrayendo, por lo que este riesgo habría que relativizarlo. Ahora bien, la recuperación “sin crédito” sí que requiere que, para que el consumo privado pueda ser el motor de la recuperación, al menos el patrimonio de las familias esté saneado.

La retirada monetaria

Los tipos de interés de la Fed se encuentran actualmente en 0%-0,25%, los del Banco de Japón en el 0,1%, los del BCE en el 1% y los del Banco de Inglaterra en el 0,5%. Además, los bancos centrales han puesto en práctica una política monetaria heterodoxa de compra de activos (conocida como “expansión cuantitativa” en EEUU y “facilitación del crédito” en Europa) sustituyendo a las instituciones financieras en el papel de intermediación en el mercado monetario. Con esta política han conseguido, además, aumentar la base monetaria, al objeto de evitar que la contracción del mercado monetario se tradujera en un desplome de la oferta de liquidez que agravara más la recesión económica, como sucedió en el *Crack* del 29. Como ilustra el Gráfico 1, esta expansión de su balance ha supuesto que la base monetaria de la Fed se haya más que doblado, la del Banco de Inglaterra casi se ha triplicado y la del BCE, con una intervención más modesta, ha aumentado “sólo” en un 30%.

Gráfico 1. Balances de los bancos centrales en porcentaje del PIB



Fuente: DG ECFIN, Comisión Europea, *European Economy 2009: Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*.

La retirada del estímulo monetario, por tanto, se hará en dos frentes: por un lado, mediante la reducción del balance de los bancos centrales vendiendo activos y, por otro, mediante la subida de los tipos de intervención. En principio, ambos elementos son independientes, pero en la práctica es muy difícil separarlos en el tiempo. Los activos empezarán a venderse cuando la mejora en el mercado interbancario provoque el aumento de la velocidad a la que la base monetaria se transforma en oferta monetaria en el sistema bancario (el multiplicador monetario). En ese momento, habrá que contraer la base monetaria a riesgo de que su elevada cuantía actual se traduzca en un exceso de liquidez que derive en inflación.

Para vender los títulos es necesario que el mercado monetario esté funcionando de nuevo, lo cual exige que se haya reducido el endeudamiento bancario y que las instituciones financieras hayan recuperado la confianza entre ellas. Pero será precisamente entonces cuando el crédito y la economía real se estén recuperando y haya riesgo de presiones inflacionistas, lo cual exigirá subir los tipos de interés de intervención. Por tanto, será difícil separar en el tiempo ambos frentes de la retirada monetaria.

Por otra parte, cuando un país cambie el signo de su política monetaria se producirán movimientos en el mercado cambiario, en principio tendentes a la apreciación de su moneda frente al resto, lo cual será un elemento adicional que ejercerá influencia sobre la marcha de las economías. Como en el resto de aspectos relativos a la política monetaria, el G-20 no ha emitido una opinión sobre este tema, ya que se considera que queda bajo la autoridad de los bancos centrales y las opiniones de los gobiernos perjudicarían la percepción de independencia de aquellos.

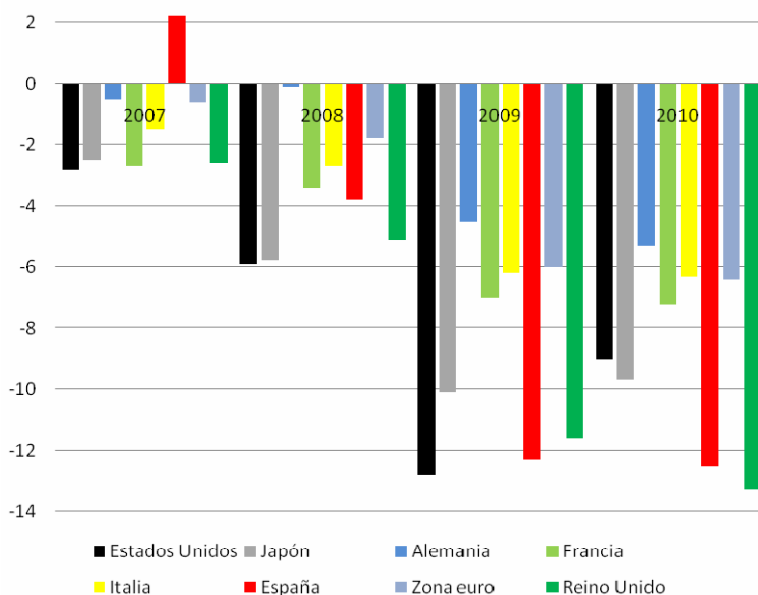
La retirada fiscal

La intervención pública ha supuesto un rápido incremento del gasto en la mayoría de los países avanzados. Según cálculos de la Comisión Europea, el impulso fiscal de los programas de estímulo económico en 2009 será equivalente a cerca de 2,5% del PIB en EEUU y en España (los impactos más elevados), seguidos del 1,5% del PIB en el Reino

Unido y Alemania y de menos del 1% en Francia y en Italia. En 2010 en EEUU el impulso fiscal será de más del 3% de su PIB, pero en la mayoría de los países europeos será ya muy inferior (en España será del orden del 0,5% del PIB).

El resultado ha sido, además de la suavización del impacto de la recesión, un incremento importante del déficit público. Como indica el Gráfico 2, en 2009 el déficit público en términos del PIB alcanzará los dos dígitos en EEUU, España, el Reino Unido y Japón. El empeoramiento del saldo es especialmente acusado en España, que partía de una posición superavitaria.

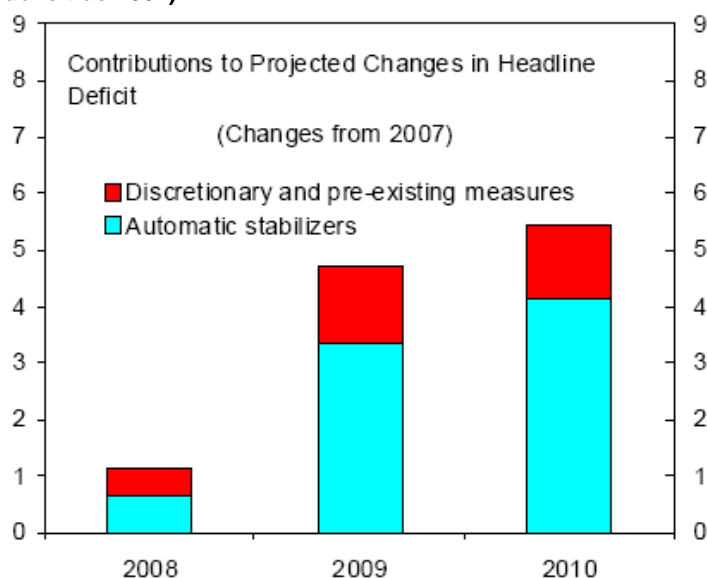
Gráfico 2. Déficit público



Fuente: elaboración propia con previsiones del *World Economic Outlook* del FMI, octubre de 2009.

Se puede separar el aumento del déficit generado por los estabilizadores automáticos y el que corresponde al estímulo fiscal discrecional aprobado para suavizar el efecto de la crisis. Como indica el Gráfico 3, el componente discrecional equivale a solo un 1% del PIB de la zona euro y el resto del deterioro del déficit se puede atribuir a los estabilizadores automáticos. Por tanto, en principio, cuando se recupere la actividad económica, esa parte del déficit desaparecerá. Sin embargo, la experiencia histórica muestra que el gasto tiene inercia y que es difícil revertir un déficit elevado en poco tiempo.

Gráfico 3. Contribución de los estabilizadores automáticos y de la política fiscal discrecional al déficit presupuestario para la zona euro en conjunto (puntos porcentuales del PIB en comparación con el déficit de 2007)



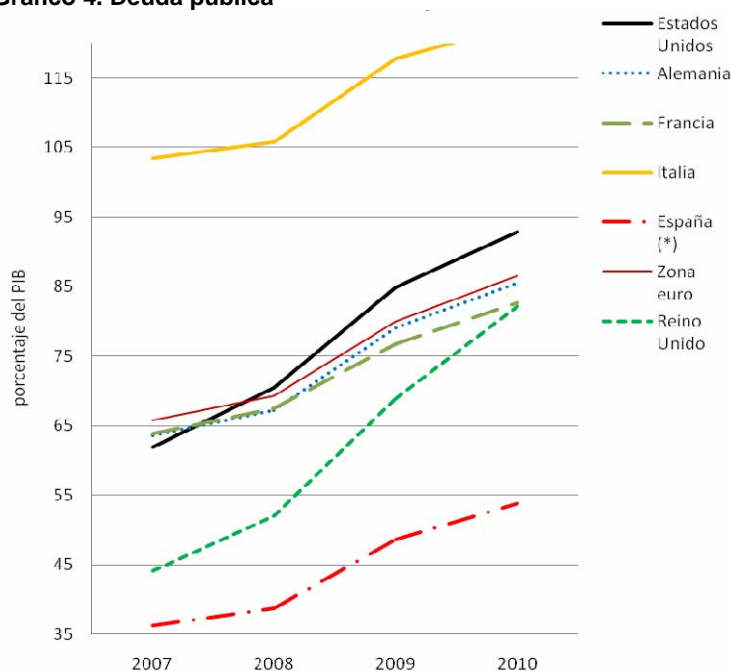
Fuente: *Staff Report* de las consultas del artículo IV del FMI con la zona euro, junio de 2009.

Por otra parte, los gobiernos se enfrentan a la incertidumbre de no saber en qué momento hay que comenzar la retirada fiscal (incluso aunque dicha retirada esté planeada de antemano). La política fiscal tiene retardos temporales significativos, de ahí que la clave de las políticas de estímulo puestas en práctica durante 2009 fueran las “tres tes”: el gasto debía ser, en inglés, *timely, targeted and temporal* (que tuviera impacto en el momento oportuno, estuviera dirigido a determinados sectores y fuera temporal). A pesar de que se diseñaran así, a la hora de retirar los programas de gasto se producirán ciertas inercias. Pero en lo que hay consenso es en la necesidad de planificar desde finales de 2009 dicha retirada (y así lo expresa el comunicado del G-20 de Pittsburgh), independientemente de que comience a aplicarse en 2011 o no.

Si no se consigue planificar a tiempo la retirada fiscal, existe el riesgo de que los bancos centrales se vean forzados a subir tipos y, por otra parte, de que los mercados pierdan la confianza en la sostenibilidad de las cuentas públicas y comiencen a aumentar la prima de riesgo que exigen a los gobiernos suave o bruscamente, lo cual conllevaría mayores problemas.

Según la Comisión Europea, el incremento de la ratio de la deuda derivado de esta crisis es de 20 puntos porcentuales del PIB para los países ricos (como ilustra el Gráfico 4), normal en comparación con otras experiencias históricas similares. Lo que es anormal es, por una parte, que se partía de ratios de deuda ya elevados (unos 30 puntos de PIB por encima de la media histórica) y que este salto en la ratio se va a producir justo antes de que impacte sobre las cuentas públicas el efecto del envejecimiento de la población.

Gráfico 4. Deuda pública



(*) Los datos para España provienen del *Staff Report* de las consultas del Artículo IV del FMI, de abril de 2009. No incluyen las garantías concedidas a la banca asumiendo que no se utilizan.

Fuente: elaboración propia con previsiones del *World Economic Outlook* del FMI, de octubre de 2009. Por comodidad para la representación, se excluye del gráfico el dato de Japón, cuya deuda pública bruta se prevé que alcanzará el 226,6% del PIB en 2010.

Se calcula que será a partir de 2015 cuando el gasto en pensiones y en sanidad comience a crecer rápidamente (más en los países que no han reformado su sistema de pensiones). En el Informe sobre Envejecimiento de 2009 de la Comisión Europea se estima que el aumento del gasto asociado al envejecimiento en los próximos 15 años equivaldrá al 5% del PIB en España, el 3,5% en Alemania y el 3,3% en la media de la UE-27. Además, la velocidad del crecimiento económico se debilitará, al reducirse y envejecer la población activa, con lo que caerá la recaudación tributaria disponible para hacer frente a ese gasto.

El principal obstáculo para planificar una consolidación fiscal creíble no es contener el déficit en época de recesión, sino comprometerse a obtener un superávit presupuestario suficientemente elevado (y no simplemente un saldo equilibrado) en época de expansión. Por ello, están de moda las instituciones como las reglas fiscales (como la Ley de Estabilidad Presupuestaria española o el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo), que “atan las manos” del gobierno corrigiendo su sesgo deficitario, y los consejos fiscales independientes (como los existentes en Bélgica y los Países Bajos) cuyas opiniones tengan suficiente visibilidad pública como para servir de “ancla” al gobierno para justificar la obtención de elevados superávits presupuestarios en época de expansión económica.

Temas adicionales de la estrategia de salida

Hay algunos temas que, sin ser la clave de las estrategias de salida, forman parte del debate. Entre ellos, la preocupación del Reino Unido, Francia y España por buscar un modelo de crecimiento sostenible a medio plazo y así ofrecer una verdadera alternativa para salir de la crisis sin tener que recurrir al apoyo público. Esta preocupación pasa de nuevo, como en la mayoría de las prioridades europeas, por las reformas estructurales (la reforma en el mercado de trabajo, la inversión en educación de calidad y la promoción de

la competencia en mercados de servicios cuya segmentación les aísla de los incentivos del mercado). Y como en la mayoría de dichas prioridades, se encontrará con las rigideces propias de estos mercados y la resistencia política al cambio.

Esta cuestión está muy relacionada con la preocupación por la caída permanente del producto potencial. Por el hecho de haberse producido la crisis, se han parado determinadas inversiones necesarias para aumentar el producto potencial, se ha despedido a trabajadores especializados y hay sectores que se enfrentan a un ajuste a largo plazo. Por ello, puede que se tarde varios años, incluso después de que comience la recuperación, en alcanzar el nivel de producción potencial previo a la crisis. De nuevo, la clave para volver rápidamente a dicho nivel es la flexibilidad de la economía.

Otra cuestión es la mención habitual a la necesidad de coordinarse internacionalmente para evitar que las externalidades de la contracción monetaria o fiscal en un país afecten demasiado a los demás. Sin embargo, se trata de una idea que va a tener poco recorrido. Su mérito está precisamente en subrayar que pueden existir externalidades, para que cada autoridad lo tenga en cuenta, pero sin que se pueda esperar más que un intercambio de información. De hecho, el G-20 en Pittsburgh se limitó a señalar que, aunque la política debería estar coordinada, habrá que tener en cuenta las necesidades de cada país en cuanto al momento, la dimensión y el tipo de medidas que se lleven a cabo.

Sí fue importante al inicio de la crisis la puesta en marcha simultánea de planes de expansión del gasto para evitar estrategias de “empobrecimiento del vecino”, en las que un país esperaba a que las externalidades del aumento del gasto en un país vecino le sacaran de la recesión, sin tener que emitir él mismo deuda pública. Pero a la hora de aplicar la contracción fiscal los países ya no se enfrentan a un dilema del prisionero, sino que cada uno debe aplicar una estrategia de salida por su propio bien. Es cierto que habrá externalidades de la contracción en los países grandes que afecten a los demás, pero vistos los desafíos a los que se enfrentan, este tema es de segundo orden.

Por último, hay otro aspecto que, sin ser estrictamente parte de las estrategias de salida, es relevante porque está relacionado con la película macroeconómica mundial que va a salir a medio plazo de la crisis. Se trata de los desequilibrios económicos mundiales, o el cuantioso ahorro asiático que financia el exceso de gasto estadounidense mediante el mantenimiento de las monedas asiáticas subvaluadas respecto al dólar. Esta oferta de ahorro asiático vertida sobre el mercado financiero de EEUU contribuyó a que el endeudamiento fuera muy barato durante la época del *boom* de esta década. Si no se quieren repetir las condiciones que han llevado a las turbulencias financieras sería necesario equilibrar la demanda mundial. Ahora bien, cómo fomentar este reequilibrio cuando el modelo de crecimiento chino está basado en las exportaciones y el ahorro es una cuestión difícil de dilucidar que no se resolverá sino a largo plazo. En la próxima década es probable que volvamos a ver los mismos desequilibrios económicos internacionales.

Conclusión: La planificación de la retirada del enorme impulso fiscal que han dado los gobiernos de los países avanzados a sus economías es importante para garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas a largo plazo, que han quedado maltrechas justamente antes del impacto del envejecimiento de la población. Además, permitirá a los bancos centrales mantener los tipos de interés bajos durante más tiempo, con lo que el *policy mix* será más favorable al crecimiento. De no planificarse una estrategia creíble de contención fiscal los tipos de interés de largo plazo comenzarán a subir anticipando los

problemas de financiación de la deuda pública en los países ricos, con lo cual será más costosa la recuperación de la inversión privada.

Más allá del horizonte de 2011 en el que es previsible que se produzca la retirada del apoyo público, cabe preguntarse por la velocidad del crecimiento mundial durante la próxima década. Hay dos cuestiones que ensombrecen el panorama. En primer lugar, el difícil reequilibrio de la demanda mundial. Si el gasto norteamericano es menor que en la década pasada (lo cual es posible dado el endeudamiento de las familias) y China todavía mantiene una tasa de ahorro muy elevada, no habrá un sustituto que tire de la demanda mundial a la misma velocidad. La UE difícilmente puede jugar este papel, precisamente debido a la segunda cuestión: a partir de 2015 se empezará a notar el envejecimiento de la población y la tasa de crecimiento europeo será algo menor a lo que venía siendo. Será necesario fomentarlo mediante unas reformas estructurales orientadas a la mejora del modelo productivo.

Clara Crespo
Técnico comercial y economista del Estado