

## **Análisis y valoración de las medidas discrecionales de estímulo fiscal aplicadas en España en 2009**

JORGE UXÓ GONZÁLEZ

*Universidad de Castilla-La Mancha*

JESÚS PAÚL GUTIÉRREZ

*Universidad CEU San Pablo*

JAVIER SALINAS JIMÉNEZ

*Universidad Complutense de Madrid*

*Recibido: Marzo 2010*

*Aceptado: Mayo 2010*

### **Resumen**

España ha llevado a cabo en los dos últimos años una política fiscal muy expansiva que se ha derivado tanto de la actuación de los estabilizadores automáticos como de la adopción de medidas discrecionales. El estímulo fiscal discrecional alcanzó en 2009 una cifra aproximada de 24.835 millones de euros (un 2,32% del PIB) lo que le sitúa a la cabeza de los países europeos y entre los primeros lugares a nivel mundial. En este artículo se analiza el programa de estímulo fiscal español comparándolo con los planes fiscales adoptados en otros países —principalmente de la UEM— y con las características deseables recogidas en la literatura teórica respecto a su tamaño, composición, estructura temporal y carácter transitorio o permanente de las medidas.

**Palabras clave:** Estímulo fiscal, inversión pública, multiplicadores.

**Clasificación JEL:** E6, H6.

### **Abstract**

This paper analyzes the Spanish fiscal plan against the crisis, comparing it with the programs adopted by other countries, mainly EMU countries. Moreover, we will analyze the main features of the Spanish fiscal plan and will compare them to the desirable characteristics identified by the theoretical literature on this topic in relation to the measures' size, composition, time-structure and whether they are permanent or temporary.

**Key words:** Fiscal stimulus, public investment, multipliers.

**Classification JEL:** E6, H6.

## **1. Introducción**

La crisis financiera internacional que se inició en Estados Unidos en el verano de 2007 se trasladó en otoño de 2008 a los países europeos y ha tenido un importante reflejo en el sec-

tor real de sus economías durante 2009. España registró este año una importantísima contracción de su economía, alcanzando una tasa de crecimiento negativa ( $-3,6\%$ ) y la mayor tasa de paro de la Unión Europea (18%) (Cuadro 1). Para el conjunto de países de la zona euro, la recesión se ha concretado en una tasa negativa de crecimiento del  $-4,0\%$ .

**Cuadro 1**  
**Evolución macroeconómica, 2007-2009**

Variable	España			Unión Monetaria		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Tasa de crecimiento PIB	3,6	0,9	-3,6	2,8	0,6	-4,0
Output Gap Tasa de paro	1,5	0,8	-3,2	2,5	1,9	-2,9
Tasa de inflación	2,8	4,1	-0,3	2,1	3,3	0,3
Saldo presupuestario	1,9	-4,1	-11,4	-0,6	-2,0	-6,4

Fuente: Comisión Europea (2009a) y Gobierno de España (2010).

Esta crisis ha provocado que las autoridades económicas de todo el mundo hayan adoptado distintas medidas de política económica, que se han concentrado en tres líneas principales: (1) el rescate de aquellas instituciones financieras en dificultades y la restauración de la confianza general en el sistema financiero, (2) el diseño de mejores sistemas de regulación y de una nueva arquitectura financiera internacional para evitar la repetición de situaciones similares en el futuro y (3) la puesta en marcha de medidas monetarias y fiscales de expansión de la demanda a corto plazo.

Nuestro interés en este artículo se centra en estas últimas, y particularmente en el análisis de los planes de estímulo fiscal aprobados por el gobierno español durante los años 2008 y 2009. Para ello, en el segundo apartado señalamos las razones que justifican la adopción de medidas expansivas de política fiscal y resumimos el Plan Europeo de Recuperación Económica, como marco general de los paquetes de estímulo fiscal aprobados en España. En el tercer apartado analizamos la orientación de la política fiscal en España durante 2008-2009, y en el cuarto apartado presentamos las distintas medidas discrecionales aprobadas para contrarrestar los efectos de la crisis y medimos su impacto presupuestario en 2009. En el quinto apartado llevamos a cabo un análisis de las características de estas medidas desde dos puntos de vista: su comparación internacional y su adaptación a las características deseables de los programas de estímulo fiscal aceptadas generalmente en la literatura. Finalmente presentamos las conclusiones principales en el apartado sexto.

## 2. ¿Por qué es necesaria la política fiscal? El Plan Europeo de Recuperación Económica

La gravedad y el carácter global de la caída de la demanda agregada han dado lugar a una amplia corriente favorable a la adopción de medidas expansivas de política fiscal <sup>1</sup>. Este

planteamiento ha supuesto un vuelco en la visión mayoritaria de los economistas sobre la política fiscal y una rápida recuperación del papel que puede desempeñar en la articulación de las políticas macroeconómicas <sup>2</sup>. ¿Qué razones han dado lugar a este cambio? A nuestro juicio, la necesidad y conveniencia de implementar ambiciosos planes de estímulo fiscal se deriva de tres argumentos principales: la crisis actual ha supuesto un colapso global en la demanda agregada, los instrumentos alternativos para estimular la demanda agregada (política monetaria y estabilizadores automáticos) son claramente insuficientes y las razones teóricas esgrimidas para negar la eficacia de la política fiscal no son válidas.

- a) *Una crisis global de demanda:* La crisis actual empezó en el sector inmobiliario y financiero, pero ha dado lugar a una gran caída en la demanda de consumo como consecuencia de su efecto sobre la riqueza y el nivel de endeudamiento, la realización de ahorro preventivo, la incertidumbre para las familias y empresas, el desempleo y la dificultad para obtener crédito. También ha supuesto un drástico recorte de la inversión, y el carácter global de la crisis ha limitado el comercio mundial. En una situación como ésta, los gobiernos deben resolver los problemas del sistema financiero, pero para romper el «círculo vicioso» de la recesión-deflación es imprescindible también una actuación decidida e inmediata sobre la demanda agregada. De hecho, ambos tipos de políticas se refuerzan mutuamente, y es difícil pensar que sólo las medidas adoptadas para evitar el colapso financiero hubieran podido ser suficientes para evitar un período muy largo de crecimiento negativo.
- b) *Los límites de la política monetaria y los estabilizadores automáticos:* Una decidida política fiscal discrecional es una herramienta imprescindible para lograr este objetivo de restaurar el crecimiento de la demanda a corto plazo. Aunque los bancos centrales han aplicado políticas monetarias expansivas (mediante bajadas de tipos y otras medidas no convencionales) la situación de los mercados financieros ha restado eficacia a estas medidas, que se han trasladado sólo parcialmente a otros tipos de interés y al crédito concedido a consumidores y empresas. Se ha alcanzado el límite inferior de los tipos de interés, las entidades han mantenido una parte importante de la liquidez que reciben en forma de reservas en vez de convertirla en créditos y, de hecho, como consecuencia de la incertidumbre, una parte importante de los consumidores (por el riesgo de no poder devolverla) y las empresas (por el riesgo de no poder vender la nueva producción) no han podido asumir más deuda. Para cambiar esta situación era necesario que se produjese antes un cambio importante en la trayectoria de la demanda, que sólo podía venir del lado de la política fiscal. Al mismo tiempo, la magnitud del problema hacía completamente impensable que el efecto de los estabilizadores automáticos pudiese resultar suficiente para que este cambio fuese significativo.
- c) *El debate teórico sobre la política fiscal y las circunstancias actuales:* Los efectos de la política fiscal son también inciertos y existe un amplio debate teórico y empírico sobre el valor de los multiplicadores de los gastos públicos y los impuestos. Sin embargo, algunas condiciones de la actual coyuntura parecen favorables para que sean mayores que en otros momentos del tiempo. El más importante es la existencia de una clara restricción de liquidez por parte de los consumidores y las em-

presas, lo que hace más improbable que se produzca un «comportamiento ricardiano». Incluso es probable que la reducción de la incertidumbre que puede suponer la puesta en marcha de un programa de estímulo fiscal de grandes dimensiones reduzca igualmente los niveles de ahorro preventivo. Y tampoco parece razonable pensar que la financiación de la política fiscal vaya a dar lugar a efectos desplazamiento de inversión privada «más productiva» como podría producirse en momentos de plena utilización de los recursos: sencillamente, las empresas han reducido sus inversiones por falta de demanda, y en todo caso el efecto expansivo de la política fiscal genera más, y no menos, inversión.

En este contexto favorable a un giro hacia políticas fiscales más expansivas, la Unión Europea aprobó a finales de 2008 el Plan Europeo de Recuperación Económica <sup>3</sup>, para hacer frente de forma coordinada a los efectos reales de la crisis financiera, y evitar que se instalase en la economía europea el círculo vicioso de la «recesión-deflación». Sus dos pilares fundamentales fueron:

- Incrementar la demanda a corto plazo mediante la implementación de un programa de estímulo fiscal, adicional a la actuación de los estabilizadores automáticos, por un valor de 200 mil millones de euros (un 1,5% del PIB europeo) en 2009.
- Centrar estas acciones a corto plazo en aquellas inversiones que contribuyesen también a mejorar la competitividad de la economía europea a medio plazo (tecnologías ahorradoras de energía, infraestructuras, formación en nuevas tecnologías, etc.).

La parte fundamental del programa de estímulo fiscal debía corresponder a los gobiernos nacionales (1,2% del PIB), mientras que el 0,3% lo aplicarían directamente las autoridades comunitarias <sup>4</sup>. Sin embargo, este Plan Europeo no estableció a priori ningún compromiso concreto respecto a cantidades o plazos, ni tampoco mecanismo alguno de coordinación efectiva o de reparto geográfico del estímulo fiscal. Sí se establecieron algunos principios que deberían observar todos los programas de estímulo fiscal:

- Para que las medidas sean eficaces, deben ser adoptadas a tiempo, sin muchas demoras y buscando un efecto inmediato, tener un carácter transitorio, y no ser generales, sino dirigidas hacia aquellos sectores en los que se asegure un mayor efecto sobre la demanda (por ejemplo, automóvil y construcción, ambos muy dependientes del crédito) y hacia aquellos sectores más vulnerables.
- Los Planes deben combinar medidas por el lado de los gastos y por el lado de los impuestos. La composición del Plan puede ser un factor determinante de su eficacia, por el distinto efecto multiplicador que tiene de cada tipo de medidas.
- Es necesario tener en cuenta que no todos los países parten del mismo punto de partida en relación con la situación de sus finanzas públicas. Esto significa también que el margen de maniobra con que cuentan es muy distinto.
- Los planes de estímulo fiscal no suponen la derogación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Aunque se proponen políticas fiscales expansivas para combatir la recesión, incluso superando el umbral del 3% del PIB, esto es compatible con la «flexibilidad» que se introdujo en el Pacto de Estabilidad a partir de su reforma de 2005. La existencia de claras circunstancias excepcionales justifica estas desviaciones temporales del equilibrio presupuestario, y el retorno a unas finanzas públicas saneadas

deberá hacerse a un ritmo compatible con la recuperación económica, pero sin renunciar al compromiso con la sostenibilidad de las finanzas públicas ni suspender los procedimientos de supervisión presupuestaria.

- A la hora de seleccionar las medidas concretas de impulso fiscal, los gobiernos no sólo deben tratar de maximizar su impacto a corto plazo, sino también tratar de apoyar la Estrategia de Lisboa para mejorar la competitividad a largo plazo.

### 3. El impulso fiscal en España

La política fiscal española ha tenido una orientación claramente expansiva en el período 2008-2009, tomando como medida del impulso fiscal el cambio en el saldo presupuestario. Si en 2007 la economía española partía de un superávit presupuestario del 1,9% del PIB, en 2009 se ha registrado un déficit del 11,4%.

Estos 13,3 puntos porcentuales en los que se ha incrementado el déficit público en los dos últimos años pueden desagregarse a su vez en distintos factores, como se recoge en el Cuadro 2. Por una parte, el empeoramiento de la situación económica explicaría directamente, a través de la actuación de los estabilizadores automáticos, 2,1 puntos del aumento del déficit, lo que supone el 15,8% del total. Respecto al peso sobre el PIB del pago por intereses de la deuda pública, sólo se ha modificado ligeramente en estos dos años, a pesar del aumento de 19 puntos que se prevé que se produzca en la deuda pública total. Por tanto, la mayor parte del aumento del déficit (11 puntos porcentuales) se debe al deterioro del saldo primario ajustado cíclicamente, que suele considerarse como el principal indicador de la orientación discrecional de la política fiscal.

**Cuadro 2**  
**Evolución presupuestaria, 2007-2009**

Concepto	España					Unión Monetaria				
	2007	2008	2009	Inct.º	% total inct.º	2007	2008	2009	Inct.º	% total inct.º
Saldo Presupuestario	1,9	-4,1	-11,4	-13,3	100,0	-0,6	-2,0	-6,4	-5,8	100,0
Componente cíclico	0,7	0,4	-1,4	-2,1	15,8	1,2	0,9	-1,4	-2,6	44,8
Saldo ajustado cíclicamente	1,2	-4,4	-10,0	-11,2	84,2	-1,8	-2,9	-5,0	-3,2	55,2
Pago por Intereses	-1,6	-1,6	-1,9	-0,3	2,3	-2,9	-3,0	-3,0	-0,1	1,7
Saldo primario aj. cíclicamente	2,8	-2,8	-8,1	-10,9	82,0	1,1	0,1	-2,0	-3,1	53,4
Gasto público	39,2	41,1	46,1	6,9	51,9	46,0	46,8	50,4	4,4	75,9
Ingresos públicos	41,1	37,0	34,6	-6,5	48,9	45,4	44,8	44,0	-1,4	24,1
Deuda pública	36,1	39,7	55,2	19,1		66,0	69,3	78,2	12,2	

Fuente: Comisión Europea (2009b) y Gobierno de España (2010).

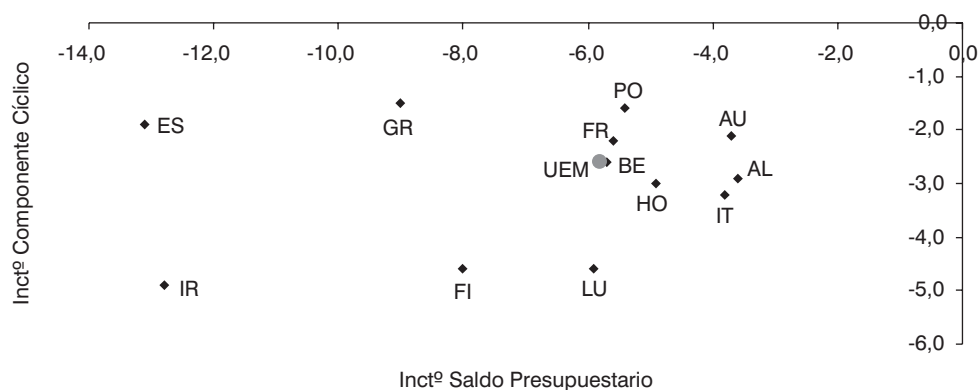
No obstante, es preciso hacer alguna precisión sobre esta cifra. En primer lugar, una parte importante de este deterioro en el saldo ajustado cíclicamente tiene que ver con la pérdida de los ingresos fiscales extraordinarios que se habían producido en los años anteriores como con-

secuencia de la subida de los precios de los activos financieros y de la vivienda <sup>5</sup>. La crisis actual, por tanto, tiene un efecto automático sobre el déficit público que no es atribuible a medidas discrecionales, pero que tampoco se recoge en el componente cíclico del presupuesto. La magnitud de esta caída en los ingresos no es fácilmente estimable, pero puede tomarse como referencia que el Banco de España calcula que en 2007 el saldo estructural de la economía española hubiera sido 0,8 puntos más bajo si se descontasen estos ingresos extraordinarios <sup>6</sup>. En segundo lugar, los programas de estímulo fiscal diseñados *explícitamente* para hacer frente a la crisis actual constituyen sólo una parte de las medidas discrecionales que aumentan el déficit público. En 2009, el efecto presupuestario de las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis puede estimarse en 2,32 puntos sobre el PIB, lo que supone un 21% del déficit de este año, o un 18% del empeoramiento registrado respecto a 2007.

Para poner estos datos en perspectiva europea, el Cuadro 2 recoge también sus valores para la media de los países que forman la Unión Económica y Monetaria. Aunque se ha registrado en estos dos años un importante impulso fiscal, el aumento del déficit en la UEM ha sido de sólo 5,8 puntos porcentuales, menos de la mitad que el que se registra en España, que además es el tercer país en tamaño del déficit (por detrás de Grecia, con un 12,7%, e Irlanda, con un 12,5% de su PIB). Otra diferencia importante es que mientras que en España el efecto de los estabilizadores automáticos sólo explica una pequeña parte del carácter expansivo de la política fiscal, en el conjunto de la UEM este porcentaje se eleva hasta el 44,8%. Y si la comparación se limita a las medidas de estímulo fiscal diseñadas explícitamente para contrarrestar los efectos de la crisis, en el conjunto de la UEM se limitan al 1,1% del PIB total, frente al 2,32% que hemos mencionado para España.

En el Gráfico 1 se realiza esta comparación para cada uno de los países de la UEM, distinguiendo entre el incremento total del déficit en 2009 respecto a 2007 (eje de abscisas) y el que se debe a los estabilizadores automáticos (eje de ordenadas). En todos los países el impulso fiscal ha sido expansivo, aunque pueden apreciarse diferencias importantes.

**Gráfico 1. Evolución presupuestaria en los países de la UEM-12, 2007-2009**



Fuente: Comisión Europea (2009b).

En primer lugar, en cuatro países el impulso fiscal es mayor que la media de países de la UEM (España, Irlanda, Grecia y Finlandia) y de ellos sólo en España y Grecia el efecto de los estabilizadores automáticos es inferior a la media.

Los países en los que la política fiscal ha sido menos expansiva durante estos dos años son Italia y Alemania —en ambos la política discrecional es prácticamente neutral— y en Austria —donde este menor aumento del déficit se debe tanto a la menor actuación de los estabilizadores automáticos como a una política discrecional menos activa—.

Para el resto de países, el incremento del déficit se sitúa en torno al 6%, de los cuales aproximadamente 2,5 puntos se explican por los estabilizadores automáticos y el resto por las medidas discrecionales.

El aumento del déficit público en España hasta un valor superior al 3% dio lugar a que el Consejo Europeo adoptase en abril de 2009 la decisión de que España se encontraba en una situación de déficit excesivo, ya que no podía entenderse como transitorio, dadas las perspectivas para 2009 y 2010. Sin embargo, también se ha considerado que la magnitud de la corrección necesaria y el deterioro de la situación económica son situaciones excepcionales suficientes para alargar hasta 2013 el plazo en que el déficit público debe situarse de nuevo por debajo del 3%, comenzando a partir de 2010.

#### **4. Las medidas de estímulo fiscal aplicadas en España en 2009**

El Gobierno español ha englobado bajo la denominación de «Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo» (Plan E) todas las medidas que ha adoptado desde el principio de la legislatura para luchar contra la crisis económica y para paliar sus efectos. Con ello se ha pretendido llevar a cabo una gestión integrada de las medidas adoptadas y que la sociedad perciba la existencia de un diseño coherente de todo el conjunto de medidas de política económica. No obstante, bajo esta denominación se encuadran un amplio paquete de medidas de distinta naturaleza que se han ido adoptando de hecho en distintos momentos del tiempo <sup>7</sup>.

Estas medidas pueden agruparse en cuatro tipos principales <sup>8</sup>: el programa de estímulo fiscal; mejora del acceso de las empresas al crédito, a través de las líneas del ICO; distintas medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero; y medidas de reforma estructural.

En este artículo vamos a centrarnos en el primer grupo de medidas, y en particular en aquellas medidas fiscales de carácter discrecional que han tenido un efecto presupuestario en 2009 y que han sido adoptadas por el Gobierno español con el fin explícito de impulsar la demanda agregada y paliar los efectos de la crisis económica. Estas medidas se recogen en el Cuadro 3 y de acuerdo con nuestras estimaciones ascenderán a una cifra cercana a los 24.835 millones de euros, lo que representa aproximadamente el 2,3% del PIB.

Las medidas que afectan a los ingresos concentran el 56% del estímulo fiscal (principalmente a través de la nueva deducción por rendimientos del trabajo en el IRPF y de las me-

**Cuadro 3**  
**Medidas de estímulo fiscal aprobadas en España**

Tipo de medida	Impacto Fiscal Estimado en 2009		Descripción de la medida	Fecha de adopción de la medida	Carácter
	MILL. €	% del PIB			
<b>Medidas sobre los Ingresos (1)</b>					
Imposición sobre los individuos	-6.193,5	-0,58			
IRPF	-7.946,0	-0,74	Deducción en la cuota líquida de hasta 400 euros para rentas del trabajo	RD-L 2/2008, 21 abril	Permanente
Impuesto sobre Patrimonio	-6.000,0	-0,56	Supresión del Impuesto sobre el Patrimonio	Ley 4/2008, de 23 de diciembre	Permanente
Medidas dirigidas a compradores de vivienda habitual	-1.800,0	-0,17	Beneficios fiscales: cuenta ahorro vivienda y transmisión vivienda habitual	RD 1975/2008, de 28 de noviembre	Temporal
Imposición sobre las empresas	-146,0	-0,01			
Imposición sobre el consumo	2.000,0	0,19	Subida impuestos sobre el tabaco e hidrocarburos	RD-L 8/2009, de 13 de junio	Permanente
Impuestos especiales	2.000,0	0,19			
Contribuciones Sociales	-247,5	-0,02	Bonificaciones contratación de desempleados con cargas familiares	RD 1975/2008, de 28 de noviembre	Temporal
Contratación trabajadores carga familiar	-82,5	-0,01	Bonificaciones contratación de trabajadores a tiempo parcial y contratación desempleados.	RD-L 2/2009, de 6 de marzo	Temporal
Diversos tipos de contratación y Expedientes de Regulación de Empleo	-165,0	-0,02	Medidas para facilitar la realización de ERE		Temporal
<b>Medidas sobre los Gastos (2)</b>					
Consumo Público	10.942,0	1,02			
Inversión Pública	-1.500,0	-0,14	Reducción de Gastos del Estado		Permanente
Fondo Estatal de Inversión Local	9.770,0	0,91			
Fondo Especial para la Dinamización de la Economía y el Empleo (FEDEE)	8.000,0	0,75	Fondo Estatal de Inversión Local	RD-L 9/2008, de 28 de noviembre	Temporal
Transferencias a familias	1.770,0	0,17	Fondo Especial para la Dinamización de la Economía y el Empleo	RD-L 9/2008, de 28 de noviembre	Temporal
FEDEE (Atención a la dependencia)	1.872,0	0,17			
Plan 2000-E	430,0	0,04	Atención a la Dependencia y programas de envejecimiento activo	RD-L 9/2008, de 28 de noviembre	Temporal
Programa de Protección por Desempleo e Inserción	100,0	0,01	Ayudas a la adquisición de automóviles	RD-L 10/2009, de 13 de agosto	Temporal
Transferencias a empresas	1.342,0	0,13	Ayuda a los parados sin ingresos		Temporal
FEDEE (Automoción)	800,0	0,07	Ayudas al sector de automoción	RD-L 9/2008, de 28 de noviembre	Temporal
<b>Otras Medidas de Apoyo a la Liquidez (1)</b>					
Familias	-7.700,0	-0,72	Anticipo de la deducción por pago hipoteca de vivienda habitual	RD 1975/2008, de 28 de noviembre	Temporal
Empresas	-1.700,0	-0,16	Devolución mensual del IVA	Ley 4/2008, de 23 de diciembre	Temporal
<b>Total</b>	<b>24.835,5</b>	<b>2,32</b>			
<b>Total sin medidas de apoyo a la liquidez</b>	<b>17.135,5</b>	<b>1,60</b>			

(1) Un signo negativo significa una reducción de recaudación y viceversa. (2) Un signo positivo significa un aumento de gasto y viceversa.  
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos ofrecidos por el Gobierno de España (2008, 2009).



didadas para adelantar las devoluciones por IVA y por la deducción en la cuota del IRPF por pago de hipotecas) frente al 44% que suponen las medidas de incremento de gastos (fundamentalmente, incremento de inversiones públicas y transferencias a familias y a determinados sectores productivos).

Concretando más, los principales componentes del estímulo fiscal son los siguientes:

a. **Por el lado de los ingresos**, las medidas se han concentrado en dos categorías principales, reducción de impuestos personales y adelanto de los pagos a los contribuyentes.

En lo que se refiere a la reducción de impuestos directos, las dos principales medidas adoptadas han sido:

- La reducción de la cuota líquida del IRPF por una cuantía de hasta 400 euros anuales, con un impacto presupuestario estimado en 2009 en torno a los 6.000 millones de euros (0,56% del PIB).
- La supresión del gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, dando lugar a una reducción de ingresos en torno a los 1.800 millones de euros (0,17% del PIB).

En lo referente al adelanto de devoluciones impositivas dos han sido también las medidas adoptadas <sup>9</sup>:

- El anticipo de la deducción por pago de la hipoteca de vivienda habitual, materializándose en la reducción en dos puntos de las retenciones a cuenta para aquellos contribuyentes que lo soliciten. Esta medida implica una reducción de los ingresos de 2009 en torno a los 1.700 millones de euros (0,15% del PIB).
- El anticipo de las devoluciones del IVA. A partir de enero de 2009, los contribuyentes del IVA pudieron solicitar las devoluciones que les corresponden mes a mes, en lugar de percibir las a principios del año siguiente. Esta medida habrá supuesto una reducción en la recaudación de 2009 en torno a 6.000 millones de euros (0,56% del PIB).

A los dos grupos principales de acciones anteriormente señaladas hay que añadir otros dos tipos de medidas, de menor importancia en su impacto presupuestario:

- Distintas bonificaciones en las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social para las empresas que contraten a determinados colectivos de desempleados, junto con otras medidas dirigidas a mejorar el tratamiento de los Expedientes de Regulación de Empleo. El impacto presupuestario de estas medidas se calcula en torno a los 247,5 millones de euros (0,023% del PIB).
- La concesión de beneficios fiscales a los titulares de cuentas de ahorro vivienda, así como la ampliación del plazo para la transmisión de la vivienda habitual a efectos de exención fiscal, con un efecto de reducción en la recaudación impositiva en torno a los 146 millones de euros (0,014% del PIB).

Por último, en lo que se refiere a las medidas discrecionales por el lado de los ingresos cabe resaltar también que, en junio de 2009, el Gobierno español llevó a cabo un aumento en el impuesto sobre el tabaco y en el impuesto sobre hidrocarburos, con el fin

de incrementar la recaudación y así contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas. El incremento estimado de la recaudación es de 2.000 millones de euros (0,19% del PIB).

b. **Por el lado de los gastos**, las dos medidas fundamentales adoptadas por el Gobierno fueron la creación del Fondo Estatal de Inversión Local y del Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo (ambas adoptadas en noviembre de 2008).

El Fondo Estatal de Inversión Local (FEIL), gestionado por el Ministerio de Administraciones Públicas, tuvo una dotación de 8.000 millones de euros (0,75% del PIB) y tenía por objeto incrementar la inversión pública mediante la financiación de obras públicas que fuesen competencia de las propias entidades locales, de nueva planificación y de ejecución inmediata desde el inicio de 2009. Fundamentalmente pretendía contribuir a dinamizar a corto plazo la actividad económica, incidiendo directamente en la creación de empleo, al tiempo que se reforzaba el capital físico de los municipios. En concreto, la financiación que el Gobierno puso a disposición de las corporaciones locales debía dirigirse a financiar proyectos que supusiesen mejoras en las dotaciones municipales de infraestructuras, tanto productivas como de utilidad social. El criterio que se aplicó para su distribución ha sido el de la población registrada en los padrones municipales.

Respecto al Fondo Especial del Estado para la Dinamización de la Economía y el Empleo (FEDEE), contó con un importe de 3.000 millones de euros a disposición del Gobierno central, que se destinaron a la realización de actuaciones también con una ejecución inmediata y de amplio ámbito geográfico, y que permitiesen mejorar la situación coyuntural de determinados sectores económicos estratégicos y acometer proyectos con alto impacto en la creación de empleo. El Cuadro 4 recoge la distribución entre sus principales objetivos de los 3.000 millones de euros con que se dotó el FEDEE. En total, 1.770 millones corresponden a inversión pública, 800 millones a transferencias a empresas (en concreto, al sector de la automoción) y los 430 millones restantes a transferencias a familias (sanidad y política social).

En los meses de mayo y julio se puso en marcha el Plan 2000-E y el Plan Moto-E, a través de los cuales se subvenciona la adquisición de un vehículo nuevo a los compradores que hagan entrega de un vehículo usado para el achatarramiento. El efecto de incremento de gasto para la Administración Central derivado de la puesta en marcha del Plan 2000-E se ha estimado en torno a 100 millones de euros.

Por último, el Gobierno ha aprobado una ayuda mensual de 420 euros a los parados sin ingresos. Esta ayuda tiene un período de duración de seis meses y se calcula un incremento de gasto en torno a los 1.342 millones de euros <sup>10</sup>.

**Cuadro 4**  
**Fondo especial del Estado para la dinamización de la economía y el empleo**

Ministerio	Concepto	Millones €
	<b>Total</b>	<b>490</b>
Ciencia e Innovación	Salud	180
	Energía	180
	Otros	130
	<b>Total</b>	<b>800</b>
Industria, Turismo y Comercio	Sector automoción	800
	<b>Total</b>	<b>575</b>
Medio Ambiente	Programas de Aguas	290
	Programas de Costas	55
	Desarrollo Rural	95
	Política Forestal	135
	<b>Total</b>	<b>380</b>
Interior	Policía. Plan Especial de Inversiones	100
	Guardia Civil. Plan Especial de Inversiones	190
	Instituciones Penitenciarias. Plan Especial de Inversiones	45
	Infraestructuras y Material para la Seguridad	45
	<b>Total</b>	<b>110</b>
Vivienda	Rehabilitación Conjuntos Históricos, centros urbanos y municipios rurales	6,6
	Rehabilitación de viviendas y edificios de viviendas existentes	103,4
	<b>Total</b>	<b>140</b>
Fomento	Mantenimiento de Ferrocarriles y supresión de pasos a nivel	70
	Conservación y seguridad vial de carreteras	70
	<b>Total</b>	<b>430</b>
Sanidad y Política Social	Programas de envejecimiento activo	30
	Servicios de atención a la dependencia	400
	<b>Total</b>	<b>75</b>
Defensa	Mejora Instalaciones Militares	75
<b>TOTAL</b>		<b>3.000</b>

Fuente: Gobierno de España (2009).

## 5. Análisis de las características principales del programa de estímulo fiscal

Al principio de este artículo hemos resumido los argumentos principales que justifican la puesta en marcha de programas ambiciosos de estímulo fiscal como el español en el contexto de la crisis actual. Sin embargo, es importante señalar también que su eficacia puede verse condicionada por la forma en que se aplica. En concreto, Summers (2008), Stone y Cox (2008) y Elmendorf y Furman (2008) han enunciado y desarrollado tres características básicas que deben tener los programas de estímulo fiscal para ser efectivos que son generalmente aceptadas en la literatura («*timely, targeted, temporary*»):

1. Deben servir para generar un *estímulo rápido de la demanda agregada*, evitando así que las empresas deban cambiar sus planes de producción y despedir trabajado-

- res. Esto descarta aquellas medidas de gasto que requieren largos procesos de diseño y ejecución o rebajas fiscales que son ahorradas en una gran medida.
2. Las medidas de estímulo fiscal no deben tener un carácter general, sino estar *orientadas hacia aquellos agentes que van a gastar la mayor parte de los nuevos recursos* que reciban. Este criterio favorece principalmente recortes fiscales dirigidos a familias de bajos ingresos, aumentos en las prestaciones por desempleo y ayudas directas a personas que se enfrentan a restricciones de liquidez.
  3. Los programas deben tener un carácter *temporal*, de forma que se suspendan una vez que la economía se recupera. Con ello se aseguraría la sostenibilidad de las finanzas públicas, evitando incertidumbres y subidas en el tipo de interés a largo plazo.

En relación con la situación actual, Spilimbergo, Symansky, Blanchard y Cottarelli (2009) señalan que el programa de estímulo fiscal óptimo debería ser: *rápido*, por la necesidad inmediata de actuación; *grande*, porque la caída en la demanda es excepcionalmente intensa; *diversificado*, por el elevado grado de incertidumbre que tiene en la actualidad cualquier medida aislada; *contingente*, incluyendo el compromiso de hacer más si es necesario para evitar cualquier percepción de que se produzca una nueva «Gran Depresión»; *colectivo*, en el que contribuyan todos los países que tengan margen de actuación fiscal; y *sostenible*, para evitar que la deuda siga una senda explosiva en el futuro. Por ello, el tipo de medidas más adecuado está formado por incrementos de gastos y rebajas de impuestos y aumentos de transferencias dirigidos a grupos concretos, desaconsejándose en cambio rebajas generales de impuestos, sobre todo a las empresas y grupos de renta elevada.

En este apartado analizamos las características del programa de estímulo fiscal español de 2009 de acuerdo con estos criterios y en comparación con los programas que se han aplicado también en otros países, especialmente el resto de integrantes de la zona euro.

#### a. El tamaño del programa de estímulo fiscal

El Fondo Monetario Internacional ha propuesto que el conjunto de países desarrollados lleven a cabo medidas de impulso fiscal discrecional —añadido al efecto de los estabilizadores automáticos— equivalente a un 2% del PIB agregado. Por su parte, el Plan Europeo de Recuperación Económica propuesto por la Comisión sugería que los gobiernos europeos pudiesen en marcha planes adicionales de impulso fiscal por un importe global de un 1,2% del PIB. Atendiendo a estos dos criterios, las medidas adoptadas por el gobierno español para 2009 se sitúan entre las más expansivas del mundo, y a la cabeza de los programas impulsados por los gobiernos europeos.

Efectivamente, como se refleja en el Cuadro 5, el efecto presupuestario de las medidas expansivas puestas en práctica para combatir la crisis en 2009 es el doble de la media de los países de la zona euro (en porcentaje del PIB). Le siguen Austria (1,8%), Finlandia (1,7%) y Alemania (1,4%). Grecia e Italia, por su parte, no han aplicado medidas de estímulo fiscal <sup>11</sup>, mientras que en Bélgica (0,4%) y en Irlanda (0,5%) su tamaño ha sido muy reducido.

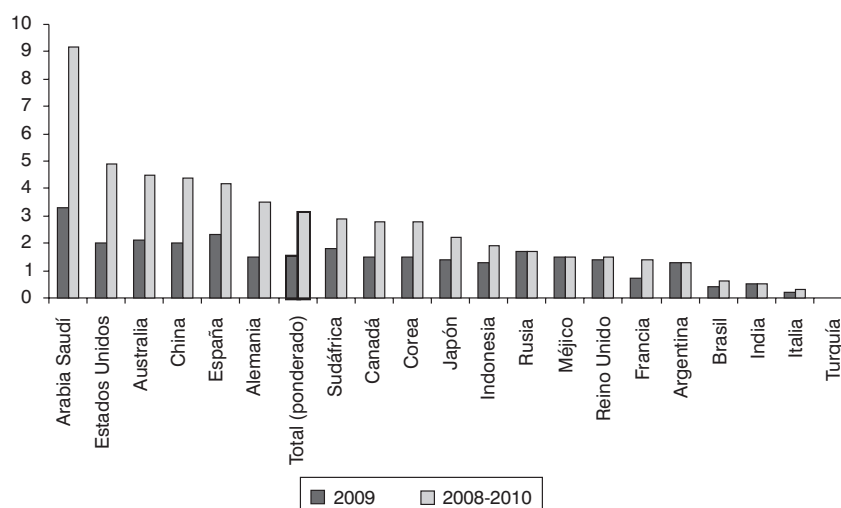
**Cuadro 5**  
**Comparación de las políticas fiscales aplicadas en la Item**

País	Incremento déficit público (2007-2009)	Incremento déficit cíclico (2007-2009)	Medidas estímulo fiscal (2009)
Bélgica	5,7	2,6	0,4
Alemania	3,6	2,9	1,4
Irlanda	12,8	4,9	0,5
Grecia	9,0	1,5	0,0
España	13,3	2,1	2,3
Francia	5,6	2,2	1,0
Italia	3,8	3,2	0,0
Luxemburgo	5,9	4,6	1,2
Holanda	4,9	3,0	0,9
Austria	3,7	2,1	1,8
Portugal	5,4	1,6	0,9
Finlandia	8,0	4,6	1,7
UEM	5,8	2,6	1,1

*Fuente:* Comisión Europea (2009b y 2009c) y Gobierno de España (2010).

Si se realiza esta comparación con el conjunto de países integrantes del G-20 (Gráfico 2) de acuerdo con los datos ofrecidos por el FMI (2009) el estímulo fiscal total aprobado para este año supone un 1,5% del PIB de todos los países, por lo que España se sitúa también por encima de la media. Sólo es superada por Arabia Saudí (3,3%), y presenta cifras similares a las de Australia (2,1%), China (2,0%) y Estados Unidos (2%). Si se tiene en cuenta la comparación para el conjunto del período 2008-2010, la media del impulso fiscal prevista en el G-20 es del 3,1% del PIB, y España se sitúa en el 4,1%. Por encima de la media se encuentran también Arabia Saudí (9,2%), Estados Unidos (4,9%), Australia (4,5%), China (4,4%) y Alemania (3,5%).

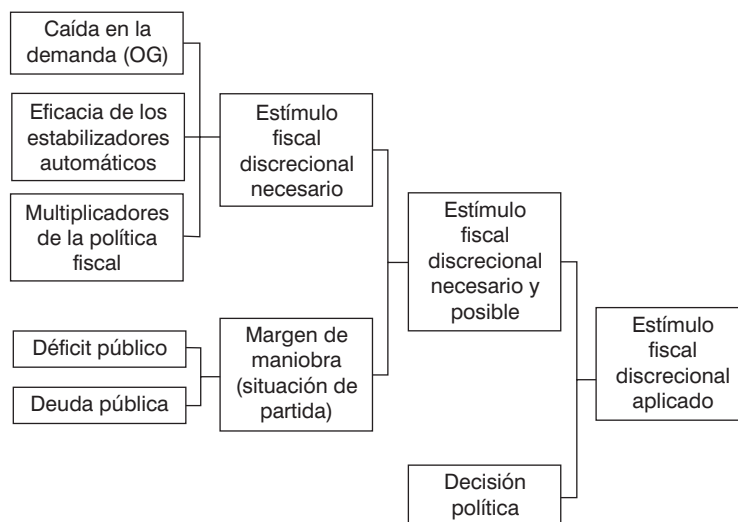
**Gráfico 2. Programas de estímulo fiscal en los países del G-20**



*Fuente:* Fondo Monetario Internacional (2009b).

Estas diferencias en el tamaño de los programas aprobados en distintos países podrían obedecer simplemente a diferentes necesidades de estímulo fiscal discrecional o a diferencias en el margen de maniobra con que cuenta cada gobierno, dada la situación de partida de las finanzas públicas. El siguiente esquema recoge esta idea:

### CrITERIOS para comparar los planes de estímulo fiscal



Fuente: Elaboración propia.

En primer lugar, el tamaño del estímulo fiscal discrecional que cada país necesita en un momento determinado no es el mismo, sino que varía en función del tamaño de la caída de la demanda, la importancia de otras medidas que se reflejan en el presupuesto y que se ponen en marcha a través de los mecanismos de protección social y del sistema tributario sin necesidad de que intervengan las autoridades (estabilizadores automáticos) y la eficacia de las medidas de política fiscal para influir en el PIB (multiplicadores). El estímulo discrecional necesario de política fiscal será tanto mayor cuanto mayor sea el output gap (negativo) que se prevé en la economía, cuanto más débil sea la actuación de los estabilizadores automáticos y menor el tamaño de los multiplicadores.

El Cuadro 6 recoge los dos primeros de estos factores para los países de la zona euro: cuál ha sido el deterioro de la situación económica en 2008 y 2009 y cuál es la importancia de los estabilizadores automáticos en cada país.

Para medir los efectos reales de la crisis utilizamos el valor del *output gap* en 2009, su empeoramiento respecto al año 2007 y la reducción de la tasa de crecimiento de la economía en los dos últimos años. Utilizando cualquiera de las tres medidas, el deterioro del PIB experimentado por la economía española desde el inicio de la crisis se sitúa en torno a la media de los países de la zona euro, por lo que este factor no explicaría el menor tamaño de los programas de estímulo fiscal aprobado por el resto de gobiernos europeos <sup>12</sup>.

**Cuadro 6**  
**Estímulo fiscal discrecional necesario**

País	Output Gap (2009)	Variación Output Gap (2007-2009)	Variación tasa crecimiento (2007-2009)	Eficacia estabiliz. automáticos *	Incremento déficit/Output Gap (2009)	Estímulo fiscal disc./Output Gap (2009)
Bélgica	-2,3	-4,7	-5,8	0,54	-2,5	-0,2
Alemania	-2,9	-5,6	-7,5	0,51	-1,2	-0,5
Irlanda	-7,2	-12,1	-13,5	0,40	-1,8	-0,1
Grecia	-0,2	-3,6	-5,6	0,43	-45,0	0,0
España	-3,2	-4,7	-7,2	0,43	-4,2	-0,7
Francia	-2,5	-4,4	-4,5	0,49	-2,2	-0,4
Italia	-3,6	-6,4	-6,3	0,50	-1,1	0,0
Luxemburgo	-3,9	-9,2	-10,1	0,49	-1,5	-0,3
Holanda	-2,7	-5,5	-8,1	0,55	-1,8	-0,3
Austria	-2,2	-4,7	-7,2	0,47	-1,7	-0,8
Portugal	-2,9	-3,5	-4,8	0,45	-1,9	-0,3
Finlandia	-4,5	-9,1	-11,1	0,50	-1,8	-0,4
UEM	-2,9	-5,4	-6,8	0,48	-2,0	-0,4

\* Sensibilidad cíclica del presupuesto.

Fuente: Comisión Europea (2005, 2009a, 2009c), Gobierno de España (2010) y elaboración propia.

Para tener en cuenta la importancia de los estabilizadores automáticos hemos considerado la estimación de la sensibilidad cíclica del presupuesto <sup>13</sup> ofrecida por la Comisión Europea (2005). España (0,43) se sitúa por debajo de la media europea (0,48), con un valor igual a Grecia. Sólo Irlanda (0,40) presenta una menor sensibilidad cíclica de sus cuentas públicas. Sin embargo, la magnitud de estas diferencias no permite explicar el mayor activismo fiscal de España respecto al resto de países europeos como la necesidad de compensar una menor actuación de los estabilizadores automáticos. De hecho, con la sensibilidad cíclica media de la zona euro el déficit cíclico hubiera sido en España sólo 0,14 puntos más elevado.

Las dos últimas columnas del Cuadro 6 muestran de una forma resumida cómo la política fiscal española ha supuesto en 2009 un mayor estímulo en términos absolutos y relativos al tamaño de la caída en la renta, y no sólo en términos de las medidas discrecionales diseñadas explícitamente con este fin, sino también en términos del conjunto de medidas presupuestarias (incluyendo por tanto los estabilizadores automáticos y otros efectos que afectan al presupuesto, como el cambio en los precios de los activos).

La medida del «estímulo fiscal relativo» que utilizamos es el cociente entre el aumento del déficit y el output gap, o entre el tamaño de las medidas discrecionales y el output gap si queremos concentrar la atención únicamente en las medidas puestas en marcha de forma extraordinaria para afrontar la crisis <sup>14</sup>. Como se ve, España sigue destacando por la importancia del estímulo fiscal después de descontar el distinto efecto que ha tenido la crisis sobre el PIB. Sólo le supera Grecia cuando se computa el incremento total del déficit, y centrando la atención en el tamaño relativo de las medidas discrecionales, destacan España y Austria (0,8 puntos de estímulo discrecional por cada punto de *output gap* negativo).

El tercer factor que condiciona la necesidad de poner en marcha programas de estímulo fiscal discrecional es el tamaño de los multiplicadores. Cuanto más elevados sean éstos, ma-

yor será el efecto sobre el PIB de cada aumento del déficit público, y por tanto será posible lograr el mismo efecto expansivo con un tamaño menor del impulso fiscal.

La comparación internacional del valor de estos multiplicadores, sin embargo, está sujeta a un grado mayor de dificultad, no sólo porque su valor puede variar en función de la metodología utilizada para su cálculo, sino por la incertidumbre que rodea la actual situación de crisis. En los cálculos que realiza para estimar el efecto de los programas de estímulo fiscal, la Comisión Europea (2009c) no ofrece una estimación diferente de los multiplicadores para cada país, aunque sí señala que la situación actual de elevado endeudamiento de las empresas y familias españolas puede reducir la eficacia relativa de los programas de transferencias de ingresos. Sin embargo, los multiplicadores que ofrece la OCDE (2009a) para cada país muestran un valor para España ligeramente superior a la media de los países de la UEM.

Por tanto, la afirmación de que España ha llevado a cabo en 2009 un programa de estímulo fiscal más ambicioso que el resto de países europeos se mantiene incluso cuando establecemos esta comparación en términos del «estímulo necesario» (tamaño del output gap, importancia de los estabilizadores automáticos y tamaño de los multiplicadores).

Si establecemos ahora la comparación desde el punto de vista del margen de maniobra con el que contaban las autoridades fiscales antes de iniciarse la crisis económica (el estímulo fiscal «posible») el Cuadro 7 sí pone de manifiesto que España se encontraba en 2007 entre el grupo de países con unas finanzas públicas más saneadas.

**Cuadro 7**  
**Estímulo fiscal discrecional posible**

País	Saldo presup. (2007)	Deuda Pública (2007)	Objetivo Presup. a Medio Plazo	Incremento previsto en gasto hasta 2050*
Bélgica	-0,2	84,2	0,5	10,3
Alemania	0,2	65,0	0,0	7,5
Irlanda	0,3	25,1	0,0	14,4
Grecia	-3,7	95,6	0,0	16,8
España	1,9	36,1	0,0	13,5
Francia	-2,7	63,8	0,0	7,3
Italia	-1,5	103,5	0,0	7,0
Luxemburgo	3,7	6,6	-0,8	14,3
Holanda	0,2	45,5	-0,5 a -1,0	9,6
Austria	-0,6	59,5	0,0	
Portugal	-2,6	63,6	-0,5	15,5
Finlandia	5,2	35,2	2,0	9,3
UEM	-0,6	66,0		8,9

\* Mide el incremento hasta 2050 del gasto en pensiones y sanidad relacionado con el envejecimiento. El dato que se ofrece se corresponde para todos los países con el escenario de mayor presión sobre el presupuesto.

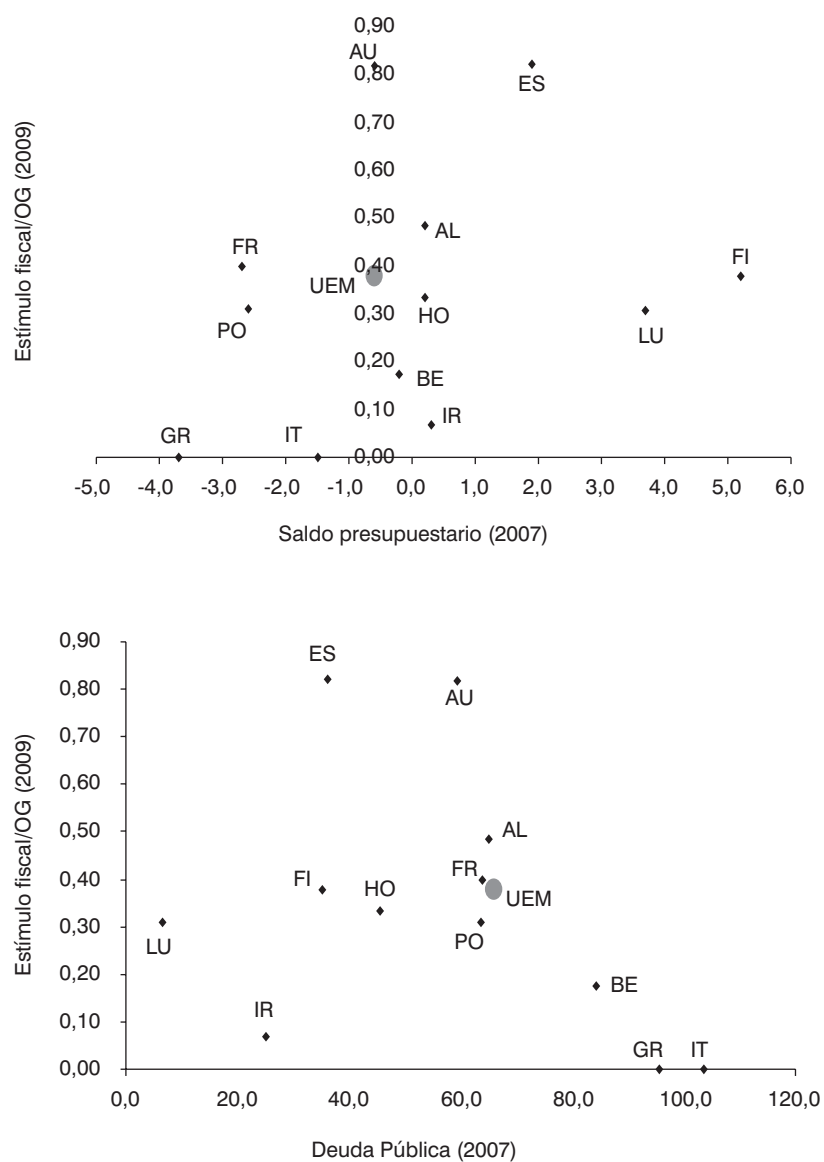
Fuente: Comisión Europea (2009c), OCDE (2009a).

Este grupo estaba formado por los cinco países que presentaban en 2007 superávit público y una deuda pública inferior al 45% (Finlandia, España, Holanda, Irlanda y Luxemburgo). En todos, además, el saldo presupuestario era antes de la crisis superior al objetivo presupuestario a medio plazo<sup>15</sup>. De ellos, sólo España ha llevado a cabo una política discre-



cional de estímulo fiscal más ambiciosa que la media (medida en relación con el valor del *output gap* en 2009, ver Gráfico 3).

**Gráfico 3. Programas de estímulo fiscal y situación inicial de las finanzas públicas**



Fuente: Comisión Europea (2009a, 2009c) y elaboración propia.

Un segundo grupo de países cerraron sus cuentas en 2007 con un déficit moderado y todavía superior al objetivo a medio plazo: Austria (cuya deuda se viene reduciendo además durante los últimos años y se sitúa ya por debajo del 60%), Alemania y Bélgica (la deuda de este último superaba el 80% en 2007). Mientras Austria ha tenido un comportamiento claramente expansivo en términos de su política discrecional, Bélgica ha sido más cauta que la media.

Finalmente, el tercer grupo lo forman los cuatro países que han de afrontar la caída en el nivel de actividad con la situación más desfavorable de las finanzas públicas, que son Italia, Grecia, Portugal y Francia. Los cuatro tuvieron que afrontar en algún momento anterior al inicio de la crisis un Procedimiento de Déficit excesivo y todavía tenían en 2007 un déficit elevado (entre el 1,5 de Italia y el 3,5% de Grecia) y una deuda superior al 60%. Si bien Francia y Portugal han aplicado políticas fiscales similares a la media, Italia y Grecia han debido renunciar a poner en marcha medidas extraordinarias de estímulo de la demanda.

La mejor posición de partida de España para aplicar políticas fiscales expansivas, sin embargo, puede ser matizada en dos aspectos importantes. El primero tiene que ver con la mayor exposición a una caída de los ingresos como consecuencia de la reducción en el precio de los activos financieros e inmobiliarios, precisamente por haberse beneficiado más que la mayoría de países europeos de estos ingresos extraordinarios durante la fase de expansión anterior. El segundo es que, según las previsiones de la OCDE (2009a), España es uno de los países de la zona euro que se va a ver afectada en mayor medida por el aumento de los gastos públicos derivados del envejecimiento de la población. Aunque las políticas de estímulo fiscal que estamos discutiendo tienen un carácter transitorio, sí pueden generar un coste a medio plazo como consecuencia del aumento de la deuda que se añadirá a esta presión sobre los gastos públicos.

## **b. La composición del programa de estímulo fiscal**

Como ya hemos señalado, los efectos macroeconómicos de los planes de estímulo fiscal no sólo dependen de su tamaño relativo respecto a la caída de la demanda que quieren corregir, sino también de su composición, ya que las distintas partidas tienen efectos multiplicadores diferentes y, a la vez, dejan sentir sus efectos sobre la economía en distintos momentos del tiempo. Dadas las características de la crisis actual, la composición de las medidas debería ser capaz de alcanzar simultáneamente varios objetivos: maximizar el efecto expansivo sobre la demanda agregada, que este efecto se produzca con rapidez y, a la vez, que sea duradero, dado que se espera que la crisis sea prolongada.

En este sentido, las consideraciones principales que cabe hacer son las siguientes:

- **Distribución entre medidas de gasto e ingreso.** El efecto multiplicador total de los incrementos de gasto es mayor que el que se deriva normalmente de las reducciones de impuestos, ya que una parte de estas últimas será ahorrada por los consumidores y empresas, especialmente en un contexto de incertidumbre y alto endeudamiento como el actual. Sin embargo, los programas de estímulo fiscal que han llevado a cabo los países de la OCDE <sup>16</sup> se han concretado principalmente en reducciones de im-

puestos sobre la renta de las personas <sup>17</sup>. España no es una excepción, ya que el aumento del gasto público representa el 44% del total, lo que le sitúa por debajo de la media de la zona euro (50%). De acuerdo con el Cuadro 8, los países en los que el gasto público concentra la mayor parte del estímulo son Portugal (100%), Francia (70%) e Irlanda (60%).

**Cuadro 8**  
**Composición de los programas de estímulo fiscal**

País	Ingresos	Gastos	Inversión Pública	Gasto/Total	Inv. Pública/Total
Bélgica	-0,2	0,2	0,2	50,0%	50,0%
Alemania	-0,8	0,6	0,4	42,9%	28,6%
Irlanda	-0,2	0,3	0,0	60,0%	0,0%
Grecia	0,0	0,0	0,0		
España	-1,3	1,0	0,9	44,0%	39,3%
Francia	-0,3	0,7	0,3	70,0%	30,0%
Italia	0,2	0,2	0,0		
Luxemburgo	-1,2	0,1	0,0	7,7%	0,0%
Holanda	-0,5	0,4	0,4	44,4%	44,4%
Austria	-1,4	0,4	0,2	22,2%	11,1%
Portugal	0,0	0,9	0,4	100,0%	44,4%
Finlandia	-1,1	0,6	0,3	35,3%	17,6%
UEM	-0,5	0,5	0,3	50,0%	27,3%

Fuente: Comisión Europea (2009c).

Es cierto, sin embargo, que una parte importante de las medidas por el lado de los ingresos que se han puesto en práctica en España son adelantos en las devoluciones fiscales, que especialmente en el caso del IVA pueden haber tenido un efecto positivo, suavizando las difíciles condiciones financieras a las que se han enfrentado las empresas, sobre todo pequeñas y medianas. Sin embargo, es más probable que la reducción de las retenciones a aquellos contribuyentes con derecho a una deducción por los pagos de hipoteca de la vivienda habitual se haya destinado a incrementar el ahorro y mejorar la situación financiera de las familias.

- **Tipo de medidas de gasto.** Dentro del conjunto de actuaciones por el lado del gasto, las inversiones públicas tienen un efecto mayor sobre la demanda y, además, pueden generar efectos también a largo plazo, en la medida en que aumenten el capital social de la economía.

En este caso, España sí se encuentra muy por encima de la media europea, ya que la inversión pública, articulada a través del FEIL y el FEDEE, concentra el 78,5% del incremento del gasto, frente al 15% de las transferencias a las familias y el 6,5% de transferencias a empresas. En el conjunto de las medidas, la inversión pública asciende al 39,3% del total <sup>18</sup>, mientras que la media europea es del 27%. Además el hecho de que se hayan llevado a cabo en forma de programas de reducido tamaño ha facilitado su puesta en marcha y su gestión, acelerando su impacto económico a corto pla-

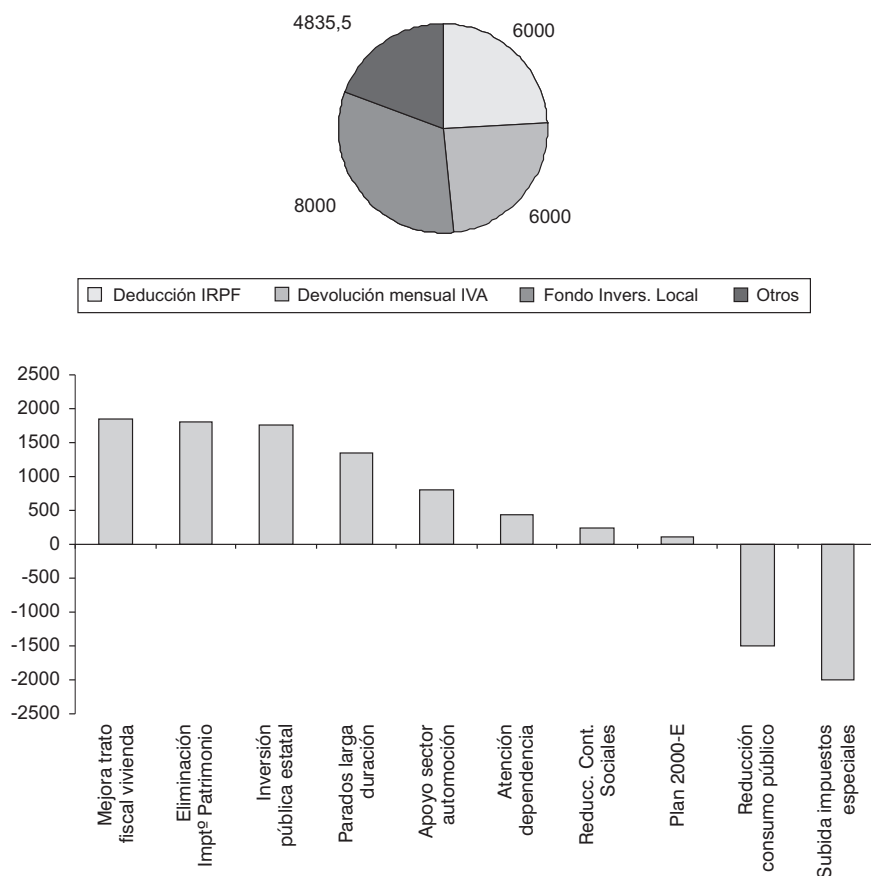
zo, aunque a la vez hacen difícil evaluar los efectos que puedan tener sobre la productividad a largo plazo, que probablemente serán pequeños.

Sin embargo, no se han llevado a cabo actuaciones relacionadas con las políticas activas del mercado de trabajo, que es otra categoría de gasto que podría tener también importancia a largo plazo, especialmente dada la situación que está registrando el desempleo en España. De hecho, sólo Bélgica y Portugal están dedicando a estas actuaciones más del 20% de sus programas de estímulo fiscal (la media de la zona euro es del 9%).

- **Reducciones de impuestos.** La reducción de impuestos que se ha llevado a cabo se concentra en dos medidas cuya eficacia como instrumento para impulsar la demanda agregada es muy discutible. Por un lado, la deducción de 400€ en el IRPF (que supone más del 73% de la rebaja fiscal) se ha producido de forma generalizada para todos los contribuyentes y no se ha dirigido a aquellos colectivos con mayores restricciones de liquidez y menores niveles de renta, lo que merma su efecto multiplicador y eleva su coste fiscal, impidiendo la adopción de otras medidas más eficaces. Respecto a la supresión del impuesto sobre el patrimonio, es dudoso que se haya decidido realmente como una medida para enfrentar una crisis de demanda como la actual, pero si fuera así, sería una medida con escaso efecto multiplicador, ya que los más beneficiados son los colectivos con mayor renta y riqueza y con menor propensión al consumo. Esta medida supone el 22% de la rebaja total de impuestos. Las otras dos medidas (mejor tratamiento de la fiscalidad relacionada con la vivienda y reducción de las cotizaciones sociales en caso de determinadas contrataciones) sí cumplen satisfactoriamente el criterio de estar dirigidas a los colectivos adecuados, pero su importancia cuantitativa es mucho menor (0,03% del PIB).
- **Escasa diversificación.** Otro de los rasgos a destacar de las medidas de estímulo fiscal de carácter discrecional adoptadas por el Gobierno español es su escasa diversificación (Gráfico 4). Tres de las medidas aprobadas concentran el 81% del total: el Fondo de Inversión Local (8.000 millones de euros, un 32%), y la reducción del IRPF y el adelanto del IVA (6.000 millones de euros o un 24,5% del total cada una).

Dos argumentos principales hubieran recomendado una mayor diversificación del conjunto de medidas adoptadas. En primer lugar, el plan de estímulo fiscal se ha llevado a cabo en un contexto económico caracterizado por una gran incertidumbre, que afecta también al efecto multiplicador que puede derivarse de cada medida, y la diversificación puede contribuir a reducir este riesgo. Por otra parte, la crisis tiene un carácter generalizado: no afecta únicamente a un sector (aunque haya algunos más afectados, como el automóvil), a una región o de un tipo específico de trabajadores, por lo que se necesita estimular el conjunto de la economía.

En este sentido, el Programa de Recuperación de Estados Unidos sí se ha caracterizado por una mayor diversificación, como se pone de manifiesto en el Cuadro 9: las tres medidas principales concentran el 66% del estímulo total, frente al 83% de España.

**Gráfico 4. Distribución de las medidas de estímulo fiscal en España (millones de €)**

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos ofrecidos por el Gobierno de España (2008, 2009).

**Cuadro 9**  
**Composición del programa de estímulo fiscal en Estados Unidos (2009-2019)**

Tipo de medida	Miles de Millones \$	% Total
Compras de bienes y servicios (Gobierno Federal)	88	12,0%
Transferencias a Estados y Gobiernos Locales para Infraestructuras	44	6,0%
Transferencias a Estados y Gobiernos Locales para otros gastos	215	29,4%
Transferencias personales	100	13,7%
Pagos de una sola vez a retirados	18	2,5%
Recortes fiscales de dos años a personas con ingresos medios o bajos	168	23,0%
Recortes fiscales de un año a personas con ingresos altos	70	9,6%
Extensiones de créditos para primera vivienda	7	1,0%
Reducciones fiscales para empresas	21	2,9%
<b>Total</b>	<b>731</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: Congressional Budgetary Office (2009).

### c. Estructura temporal del programa

Los efectos de la crisis sobre el nivel de actividad económica en Europa se hicieron patentes especialmente a partir de la segunda mitad de 2008 <sup>19</sup> de una forma muy brusca. Las medidas de estímulo fiscal, en consecuencia, debían diseñarse de forma que tuviesen un efecto lo más rápido posible sobre la demanda agregada, para evitar que se agravase la recesión y se iniciase una espiral deflacionista cuya salida podría ser aún más complicada.

Por otra parte, aunque todas las instituciones prevén que el momento peor de la recesión se ha producido en 2009, las perspectivas para 2010 siguen siendo desfavorables (Cuadro 10), por lo que algunos países, y de forma destacada Estados Unidos, han diseñado planes para varios años que permitan que el efecto sea, además, duradero.

**Cuadro 10**  
**Perspectivas de crecimiento para 2010**

Institución	España	UEM
Comisión Europea	-0,6	0,7
FMI	-0,6	1,0
OCDE	-0,3	0,9

*Fuente:* Comisión Europea (2010), FMI (2010), OCDE (2009b)

Desde esta perspectiva temporal, el programa de estímulo fiscal español tiene tres características principales:

1. Las medidas de estímulo fiscal se han adoptado con prontitud y antes que la mayoría de países de la OCDE (las primeras se adoptaron ya en abril de 2008, cuando se aprobó la reducción del IRPF) y se han diseñado para que tengan un impacto a corto plazo sobre la economía, evitando en gran medida los retardos que suelen caracterizar la aplicación de la política fiscal. En el caso de las inversiones públicas, por ejemplo, se han llevaron a cabo proyectos de dimensión reducida que pudieran estar terminados ya a lo largo de 2009, en vez de iniciar proyectos de grandes infraestructuras que suelen aplicarse en un período mucho más largo.
2. Es el resultado de un conjunto de medidas que han sido aprobadas a lo largo del tiempo, según la crisis económica y sus efectos se han ido agudizando, y no de un plan único. En concreto, podemos diferenciar tres principales paquetes de medidas:
  - Abril de 2008: reducción de 400 euros en la cuota del IRPF.
  - Noviembre-diciembre de 2008: aprobación, por un lado, de los dos fondos de inversión pública (FEIL y FEDEE) y, por otro lado, de las ayudas a la liquidez de empresas y familias (anticipo de la deducción del IVA y por pago de hipoteca por vivienda habitual) y la eliminación del Impuesto sobre el Patrimonio.

- Marzo-agosto de 2009: bonificaciones a las cotizaciones sociales de las empresas que contraten a determinados grupos de trabajadores, ayudas a la adquisición de automóviles y motocicletas y ayudas a los parados sin ingresos <sup>20</sup>.

Esta característica es común a los principales países europeos <sup>21</sup>, pero es una diferencia destacada respecto al caso de Estados Unidos, donde el conjunto de medidas fiscales fueron diseñadas, adoptadas y presentadas de forma conjunta. A nuestro juicio, esta última alternativa puede tener ventajas importantes.

En primer lugar, la inexistencia de un plan único impide que se pueda llevar a cabo un análisis coste-beneficio de las distintas medidas y elegir entre aquellas más eficaces. Este hecho es de especial relevancia, sobre todo si tenemos en cuenta que los recursos que se pueden dedicar a la adopción de medidas de expansión fiscal son limitados. Por otro lado, tampoco se cuenta con una evaluación global previa de los efectos macroeconómicos que tendrá el paquete de expansión fiscal sobre el PIB y sobre el empleo <sup>22</sup>.

En segundo lugar, la existencia de un plan conjunto de estímulo fiscal tiene un efecto «anuncio» ante el país <sup>23</sup>, lo que puede mejorar la confianza de las empresas y las familias, especialmente si se presenta en el marco de unas previsiones plurianuales de crecimiento económico y comportamiento del mercado de trabajo realistas, con una evaluación de los efectos sobre el déficit público de las medidas adoptadas y la sostenibilidad futura de las finanzas públicas. El resultado es un menor ahorro preventivo y una menor incertidumbre sobre los proyectos de inversión de las empresas, con lo que el efecto multiplicador aumenta.

3. Como en el caso de la mayoría de los países de la OCDE, la mayor parte del impulso fiscal se concentra en 2008-2009. Aunque esto pueda estar justificado por la necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo, existe el riesgo de que la recesión sea más prolongada en España que en otros países como consecuencia de los mayores desequilibrios relacionados con el endeudamiento de las familias y empresas y el agotamiento del modelo de crecimiento con un fuerte componente del sector de la construcción. En esas circunstancias, probablemente sería necesario mantener el signo expansivo de la política fiscal más allá de 2009, como en Estados Unidos.

#### **d. Carácter transitorio o permanente de las medidas**

Tanto los organismos internacionales como la literatura teórica han puesto el acento también en una cuarta característica de los programas de estímulo fiscal, que es el carácter transitorio de los programas. Esto no sólo garantiza la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas, sino que favorece también su eficacia como instrumento a corto plazo. Primero, porque este mismo hecho reduce los comportamientos ricardianos de los agentes económicos (ahorrar más para prevenir los mayores impuestos futuros); segundo, porque se reducen los efectos sobre el tipo de interés a largo plazo (prima de riesgo) que tendrían lugar si existen dudas sobre la solvencia de las autoridades fiscales; y tercero, porque se elevan los

incentivos derivados de algunas medidas, como las subvenciones a la compra de automóviles o la reducción de los impuestos sobre el consumo.

En este sentido, el programa español cumple con esta característica, ya que la mayoría de las medidas tienen este carácter transitorio (es decir, se ha anunciado la fecha de finalización). En el caso de las medidas de apoyo a la liquidez, incluso, el efecto expansivo que se ha producido durante 2009 se compensará automáticamente con un efecto contrario en 2010, ya que lo que se ha producido es un adelanto de los pagos a los contribuyentes.

## 6. Conclusiones

- España ha llevado a cabo en los dos últimos años una política fiscal muy expansiva que se ha derivado tanto de la actuación de los estabilizadores automáticos como —la mayor parte— de la adopción de medidas discrecionales. La acusada caída de la actividad que ha sufrido la economía española y el aumento del desempleo justifican estas medidas de estímulo fiscal, que están en línea además con las recomendaciones de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional, los acuerdos del G20 o el contenido del Plan Europeo de Recuperación Económica aprobado en la UE.
- Respecto al tamaño del estímulo fiscal discrecional, en 2009 alcanzará una cifra aproximada de 24.835 millones de euros (un 2,3% del PIB) lo que le sitúa a la cabeza de los países europeos y entre los primeros lugares a nivel mundial. De acuerdo con las previsiones de la Comisión Europea, el efecto expansivo a corto plazo de este programa puede situarse en torno a 2,3 puntos del PIB.
- El mayor activismo fiscal de las autoridades españolas no sólo se ha producido en términos absolutos, sino también en términos relativos a la caída prevista en el output gap y la tasa de crecimiento. Esto ha sido posible en gran medida por el mayor margen de maniobra con que contaba España al inicio de la crisis, derivado del superávit presupuestario del que partía (1,9%) y la reducción de la deuda pública que se había producido en los años anteriores (hasta el 36%).
- Otras características favorables del programa de estímulo fiscal son: (i) que no se han producido desfases excesivos en su puesta en marcha y que tendrá efectos ya a corto plazo sobre la producción y el empleo, (ii) el peso importante que ha tenido la inversión pública —9770 millones de euros articulados a través del FEIL y el FEDEE— en el incremento total del gasto, (iii) su articulación a través de proyectos de dimensión media o pequeña que son más fáciles de gestionar e implementar rápidamente, y (iv) que la mayoría de las medidas tienen un carácter transitorio, facilitando la sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo.
- Desde el punto de vista de la composición del programa, sin embargo, hay que señalar que el mayor peso de las medidas que suponen reducciones de ingresos no se ajusta al mayor efecto multiplicador a corto plazo que tienen los programas de incremento de gasto. Además, la mayor parte de la reducción de impuestos (deducción de



400€ en la cuota del IRPF y eliminación del Impuesto del Patrimonio) no está dirigida hacia los colectivos adecuados por estar sufriendo las mayores restricciones de liquidez o pérdida de ingresos, lo que hace que su eficacia sea cuestionable.

- A diferencia de Estados Unidos, pero de forma similar al resto de países europeos, el programa de estímulo fiscal español no se ha estructurado como un único plan conjunto de medidas adoptadas con una visión global, sino que es más bien la suma de distintas actuaciones que se han ido aprobando conforme la situación económica se iba agravando. Esto puede haber mermado su eficacia, sobre todo por no poder realizarse un análisis coste-beneficio *a priori* de todas las medidas posibles para seleccionar aquellas más eficaces y por no disponer de una previsión global de los efectos macroeconómicos que se quieren conseguir.
- Esta observación puede ser importante también de cara al futuro. Como en la mayoría de los países de la OCDE, el impulso fiscal se ha concentrado en 2008 y 2009, y el Gobierno ha anunciado el objetivo de empezar a ajustar el déficit público ya a partir de 2010. Pero las perspectivas de crecimiento no son favorables para este año —incluso son peores para España que para otros países desarrollados— por lo que debería evitarse una «salida» demasiado rápida de la política de expansión fiscal que se ha desarrollado.

## Notas

1. Por ejemplo, en la Declaración que se aprobó en la reunión extraordinaria del G-20 que se celebró en noviembre de 2008 se mencionaba ya de forma explícita «el uso de medidas fiscales cuando sea apropiado para estimular rápidamente la demanda interna, a la vez que se mantiene un marco político que asegure la sostenibilidad fiscal» [G-20 (2008)]. En la misma línea, el FMI ha defendido reiteradamente este tipo de acciones, hasta llegar al 2% del PIB de los países del G-20 tanto en 2009 como en 2010 [Freedman, Kumhof, Laxton y Lee y otros (2009), FMI (2009a)].
2. Blinder (2006) señalaba, en un tono claramente crítico, que «prácticamente cualquier discusión actual entre economistas sobre la política de estabilización —ya sea abstracta o concreta, teórica o aplicada— trata de la política monetaria, no de la política fiscal», sin encontrar razones teóricas o empíricas suficientes para justificar este planteamiento.
3. Ver Comisión Europea (2008a y 2008b). El Plan de Recuperación Económica se aprobó por el Consejo Europeo del 11 y 12 de diciembre.
4. Por ejemplo, el BEI acordó un paquete de medidas equivalente a 30.000 millones de euros en 2009/2010, especialmente en beneficio de las pequeñas y medianas empresas, la energía renovable, el transporte limpio y el sector del automóvil. Otras medidas comunitarias se han llevado a cabo a través de los Fondos Europeos, adelantando la puesta en marcha de los distintos programas. En esta línea se incluye la decisión de simplificar los procedimientos y acelerar la aplicación de los programas financiados por el Fondo de Cohesión, los Fondos Estructurales o el Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural, o la puesta en marcha, por parte del Fondo Social Europeo, de acciones adicionales de apoyo al empleo de los sectores más vulnerables de la población y de reducción del coste no salarial del trabajo.
5. Los aumentos de los precios de los activos financieros e inmobiliarios dan lugar a ganancias de capital y resultados extraordinarios. Fiscalmente se reflejan en la recaudación por IVA, el impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados y el impuesto sobre sociedades.

6. Castro y otros (2008).
7. La denominación de todo el conjunto de medidas como «Plan E» y su presentación oficial por parte del Presidente del Gobierno español tuvo lugar el 12 de enero de 2009. Sin embargo, las primeras medidas de estímulo fiscal se aprobaron en abril de 2008, y el Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo ya se había iniciado en el último trimestre de 2008.
8. Gobierno de España (2009).
9. Algunas instituciones como la OCDE excluyen estas medidas en su cómputo del estímulo fiscal, ya que no se trata más que de un cambio en la fecha en que se producen las devoluciones (de 2010 a 2009). Sin embargo, pueden tener un efecto económico importante en 2009, al mitigar los problemas de liquidez que puedan producirse en el momento en que los efectos de la crisis serán, previsiblemente, más agudos. Por ello, hemos mantenido el criterio de otras instituciones como el FMI o la Comisión Europea, que sí las computan, como medidas que se revertirán automáticamente en 2010.
10. Esta cifra se corresponde con la estimación del Gobierno, previendo su aplicación a los parados que hayan agotado su prestación a partir del 1 de enero de 2009. En febrero de 2010 se ha aprobado ampliar seis meses la duración del programa.
11. En realidad, Italia aprobó en noviembre de 2008 y en febrero de 2009 dos paquetes de medidas fiscales contra la crisis por un valor del 0,5% del PIB, que incluyen rebajas fiscales a las empresas, transferencias a las familias y subvenciones para la compra de automóviles. Sin embargo, estas medidas se han financiado mediante otras medidas de recorte del gasto o aumento de la recaudación fiscal, de forma que el efecto presupuestario se prevé que sea nulo. Ver Banca de Italia (2009a, 2009b).
12. Una característica específica de la evolución de la economía española que habría que tener en cuenta, por los costes sociales que genera y la necesidad de adoptar medidas para paliar sus efectos sobre aquellas familias que se están viendo afectadas, es el aumento de la tasa de paro. Mientras que en la zona euro la media de 2009 es del 9,5%, en España es del 18%.
13. Es decir, cuánto se incrementa el saldo presupuestario, en puntos sobre el PIB, por cada punto porcentual de *output gap*. La metodología para su estimación es la propuesta por la OCDE [ver Girouard y André (2005)].
14. Podemos decir que estos indicadores sirven para expresar la relación entre el estímulo fiscal necesario y el realmente aplicado.
15. En marzo de 2005 el Consejo Europeo acordó que cada país determinara sus propios objetivos presupuestarios a medio plazo, teniendo en cuenta tres criterios básicos: la ratio de la deuda pública/PIB, el crecimiento potencial y el margen de seguridad con respecto al límite del 3% establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
16. La OCDE (2009a), el Fondo Monetario Internacional (2009b) y la Comisión Europea (2009c) ofrecen comparaciones internacionales de las características de los planes de estímulo fiscal aplicados durante el período 2008-2010. Es importante hacer notar, sin embargo, que tanto la cifra total del impulso fiscal como los criterios de agrupación de las distintas medidas difieren entre sí.
17. Una importante excepción es el Programa de Recuperación y Reinversión aprobado el pasado mes de febrero en Estados Unidos por la administración Obama para el período 2009-2019, en el que las medidas por el lado del gasto suponen un 63% del total. Para un análisis detallado de este programa ver Paúl y Uxó (2009).
18. Hay que tener en cuenta que también se han aprobado planes de reducción del consumo público por valor de 1.500 millones de euros.
19. El importante peso del sector inmobiliario español hizo que la caída en el crecimiento económico empezara a producirse de hecho a principios de ese año.

20. Además, el 31 de julio de 2009 se anunció la aprobación de otras medidas dirigidas a los trabajadores autónomos.
21. Por ejemplo, el programa de estímulo fiscal de Alemania está compuesto por dos paquetes, aprobados en noviembre de 2008 y en enero de 2009. Ver Bundesbank (2009).
22. En el caso de Estados Unidos, Romer (2009) señala que el Presidente Obama solicitó a su equipo económico el diseño de un Plan que sirviera para crear o evitar la desaparición de entre 3 y 4 millones de empleos, y la Congressional Budgetary Office (2009) publicó una estimación completa de los efectos previstos de cada tipo de medida.
23. Probablemente esta percepción puede favorecerse por la presentación de todo el conjunto de medidas anti-crisis adoptadas desde marzo de 2008 con la denominación de Plan E.

## 7. Referencias bibliográficas

- Banca de Italia (2009a): «The anti-crisis decree», *Economic Bulletin*, n.º 51, January.
- Banca de Italia (2009b): «February's anti-crisis decree», *Economic Bulletin*, n.º 52, April.
- Bundesbank (2009): «Central government's package of measures aimed at stabilising economic growth», *Monthly Report*, February.
- Blinder, A.S. (2006): «The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy», en R. Kopcke, G. Tootell y R. Triest (eds.), *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, MIT Press.
- Castro, F. de; Estrada, A.; Hernández de Cos, P. y Martí, F. (2008): «Una aproximación al componente transitorio del saldo público en España», *Boletín Económico*, Banco de España, junio.
- Comisión Europea (2005): *New and updated budgetary sensitivities for the EU budgetary surveillance*.
- Comisión Europea (2008a): *From Financial Crisis to Recovery: A Framework for Action*, COM(2008) 706 final, 29 de octubre.
- Comisión Europea (2008b): *A European Economic Recovery Plan*, COM (2008) 800 final, 26 de noviembre.
- Comisión Europea (2009a): *Macroeconomic Forecasts*, otoño.
- Comisión Europea (2009b): *General Government Data*, primavera.
- Comisión Europea (2009c): *Public Finances in EMU*.
- Comisión Europea (2010): *Interim Forecasts*, February.
- Congressional Budget Office (2009), *Estimated Macroeconomic Impacts of the American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, 2 de marzo, disponible en [http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10008/03-02-Macro\\_Effects\\_of\\_ARRA.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10008/03-02-Macro_Effects_of_ARRA.pdf)
- Elmendorf, D. y Furman, J. (2008): *If, When, How: A Primer on Fiscal Stimulus*, The Hamilton Project, Strategy Paper, Brookings Institution.
- Fondo Monetario Internacional (2009a): *Group of Twenty, Meeting of the Ministers and Central Bank Governors, Global Economic Policies and Prospects*, marzo.
- Fondo Monetario Internacional (2009b): *The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis*, marzo.

- Fondo Monetario Internacional (2010): *World Economic Outlook Update*, January.
- Freedman, Ch.; Kumhof, M.; Laxton, D. y Lee, J. (2009): «The Case for Global Fiscal Stimulus», *IMF Staff Position Note*, SPN/09/03, marzo.
- Girouard, N. y André, C. (2005): «Measuring Cyclically-adjusted Budget Balances for OECD Countries», *OECD Economics Department Working Papers*, No. 434.
- Gobierno de España (2008): *Actualización del Programa de Estabilidad, 2008-2011*.
- Gobierno de España (2009): *Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo*, [www.plane.gob.es](http://www.plane.gob.es)
- Gobierno de España (2010): *Actualización del Programa de Estabilidad, 2009-2013*.
- Group of Twenty (2008): Declaration Summit on Financial Markets and the World Economy, 15 noviembre 2008, [http://www.g20.org/Documents/g20\\_summit\\_declaration.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf)
- OCDE (2009a): *Fiscal Packages across OECD countries: overview and country details*, marzo.
- OCDE (2009b): *Economic Outlook*, n.º 86, noviembre.
- Paúl, J. y Uxó, J. (2009): «El estímulo fiscal estadounidense», *Boletín Económico de ICE*, n.º 2963.
- Romer, C. (2009): *The Case for Fiscal Stimulus: The Likely Effects of the American Recovery and Reinvestment Act*, 27 febrero, disponible en [http://news.uchicago.edu/files/newsrelease\\_20090227.pdf](http://news.uchicago.edu/files/newsrelease_20090227.pdf)
- Spilimbergo, A.; Symansky, S.; Blanchard, O. y Cottarelli, C. (2008): «Fiscal Policy for the Crisis», *IMF Staff Position Note*, SPN/08/01, diciembre.
- Stone, Ch. y Cox, K. (2008): *Economic Policy in a Weakening Economy: Principles of Fiscal Stimulus*, Center on Budget and Policy Priorities.
- Summers, L. (2008): «Why America Must Have a Fiscal Stimulus», *Financial Times*, 6 de enero, disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/3b3bd570-bc76-11dc-bcf9-0000779fd2ac.html>