

# Incertidumbres en un mundo con mayor deuda pública

Mayte Ledo\*

## 1. Introducción

La crisis financiera ha tenido un notable impacto en la evolución de un amplio conjunto de agregados económicos y financieros, cuya dinámica se ha visto notablemente alterada respecto a las proyecciones pre-crisis. En particular, la decidida actuación de los gobiernos a través de políticas fiscales discrecionales y de ayudas a distintos sectores ha provocado una explosión de deuda pública. Además, este aumento de la deuda pública se va a caracterizar por una notable persistencia, lo que supone que la deuda seguramente va a continuar aumentando en términos del PIB, alcanzando niveles no vistos desde la segunda guerra mundial. Ello supone un cambio significativo en la dinámica de la deuda respecto a su perfil temporal estable o ligeramente descendente, que era la perspectiva que se tenía en 2007 o incluso a finales de 2008, antes de que se acelerasen las medidas adoptadas por parte del sector público para hacer frente a la desaceleración y reestructuración de algunos sectores.

Este cambio de pronósticos en la evolución de la deuda pública genera incertidumbres de distinta naturaleza. Por un lado, a largo plazo, aumenta las dificultades para abordar el reto del envejecimiento demográfico y del incremento del gasto en salud que va a suponer un importante aumento de la deuda pública en las economías desarrolladas a partir de 2020. Por otro lado, a corto y medio plazo, podría suponer un desplazamiento de la deuda privada en los mercados de emisión o al menos conllevar una presión al alza sobre las rentabilidades libres de riesgo en el futuro. De momento, la evolución reciente de la deuda pública se ha traducido en un significativo aumento

de la emisión de títulos públicos en los países desarrollados. En términos netos, los volúmenes de emisión en 2009 prácticamente se van a duplicar en EEUU y Europa respecto a 2008. No obstante, a pesar de ello, las rentabilidades de la deuda se mantienen ancladas en todos los plazos de la curva de tipos. Un crecimiento económico claramente por debajo del potencial, la ausencia de presiones inflacionistas, el aumento del ahorro privado en los países desarrollados y la persistencia del proceso de acumulación de reservas en los países emergentes compensan por el momento cualquier presión alcista en los tipos de interés.

En particular, en un contexto en el que muchas economías van a experimentar un notable deterioro fiscal, cobran importancia las diferencias en la percepción de la situación fiscal y financiera entre los distintos países. Ello es especialmente relevante para las economías que integran la Unión Económica y Monetaria, ya que hasta el inicio de la crisis habían disfrutado de un periodo en el que el exceso de liquidez y la ausencia de aversión al riesgo se habían traducido una notable convergencia de rentabilidades, con diferenciales de tipos a largo plazo en niveles prácticamente nulos. La situación ha cambiado de manera importante desde comienzos de 2008 y, de forma más intensa, desde la quiebra de Lehman Brothers, produciéndose una ampliación de los diferenciales que podría mantenerse en el futuro, especialmente en aquellos países que muestren un peor comportamiento en la evolución de las variables fiscales y financieras.

Con el objetivo de analizar la dinámica de la deuda pública y las incertidumbres que ello podría generar, este artículo se organiza de la siguiente forma. En la sección 2 se analizan las causas del aumento de la deuda. La persistencia de este incremento que dificulta afrontar el reto del envejecimiento demográfico, se recoge en la sección 3.

\* Servicio de Estudios Económicos del BBVA.

En la sección 4 se consideran los riesgos para la evolución de las rentabilidades a largo plazo, y particularmente, para los diferenciales de tipos entre los países de la UEM. Finalmente, la sección 5 concluye.

## 2. Las medidas para enfrentar la crisis y el cambio de patrón de crecimiento en el origen del aumento de la deuda

En los últimos dos años, el cambio ocurrido en la dinámica prevista para la deuda pública es muy significativo. Así, antes de la crisis financiera la deuda pública prevista para 2009 en los principales países desarrollados alcanzaba el 80 por 100 del PIB, prácticamente el mismo nivel que se esperaba para 2012. Actualmente, la deuda prevista alcanza niveles del 100 por 100 del PIB en 2009 y del 120 por 100 para 2014. Esto es, no sólo se produce un significativo salto, sino que además la senda de la deuda pasa a ser creciente frente a la estabilidad esperada en las previsiones realizadas en 2007.

De alguna forma, estos datos parecen sugerir que la crisis financiera ha tenido un impacto en la evolución de la deuda pública, como se observa en el gráfico 1. En realidad, como señala la Comisión Europea (2009), la evidencia histórica muestra que las crisis financieras suponen en promedio un aumento de la deuda pública de 20 puntos porcentuales, en términos de PIB. Pero, además, subraya que se trata de procesos difíciles de revertir. Esto es, una década después de la crisis, los niveles de deuda se mantienen claramente por encima del nivel previo a ella.

Una cuestión clave es identificar cuáles han sido los principales factores determinantes del cambio en el nivel y dinámica de la deuda pública en los países desarrollados. En principio, se pueden identificar tres tipos de factores. En primer lugar, las medidas discrecionales de política fiscal, que incluyen programas de gasto (infraestructuras, planes de ayuda al sector de la vivienda...) y de ingresos (a través principalmente de reducciones de impuestos). En segundo lugar, el impacto en las cuentas públicas de la desaceleración cíclica y de los cambios en la composición del crecimiento y de las variaciones en el precio de los activos. Finalmente, el gasto en los programas de ayuda a algunos sectores como el financiero. En particular, el FMI (2009) estima que del total del aumento de la deuda pública en los países desarrollados en 2008 y 2009, la mitad es el resultado de la suma de los dos primeros factores, mientras que las ayudas al sector financiero suponen un tercio del cambio observado en este periodo.

El segundo de los factores mencionados incluye los cambios en los ingresos y gastos públicos derivados de la acción de los estabilizadores automáticos. Pero incluye además el impacto sobre los ingresos públicos de los cambios observados en los patrones de comportamiento de la economía. Estos incluyen la pérdida de ingresos presupuestarios ante el descenso de los beneficios del sector financiero, pero también son consecuencia de los menores precios de la bolsa o de la vivienda en relación a un escenario sin crisis económica. En realidad, el efecto de estos cambios ha sido más destacado en unas economías que en otras. Así, cuando se evalúan los cambios en los ingresos presupuestarios en términos de PIB en 2008 y 2009, si bien se observa una cierta estabilidad en un buen número de países, cabe destacar el significativo desplome de los mismos en países como España o Irlanda tal, como se aprecia en el gráfico 2. De hecho, en España la reducción de ingresos fiscales en términos de PIB supuso 4,4 puntos porcentuales en 2008. En Irlanda, algo más adelantada en el ciclo, la reducción agregada en 2007 y 2008 fue de 2,4 puntos porcentuales. Esta reducción de ingresos se caracteriza por suponer un cambio duradero, ya que difícilmente se van a volver a recuperar en el futuro en unas economías con patrones de comportamiento diferentes, y, en particular, en las que el peso del sector residencial será probablemente menor.

En el caso de la tercera variable determinante de la evolución de la deuda, los planes de ayuda a algunos sectores, y en particular al sector financiero, se han materializado en diversos tipos de medidas. Así, se han producido recapitalizaciones, compras de activos con problemas, ayudas de liquidez, se han realizado garantías o se han llevado a cabo compras de activos. En conjunto, en gran medida, estos programas suponen un trasvase de la deuda del sector privado al público tras años de elevado crecimiento del endeudamiento de las familias y empresas en las economías desarrolladas.

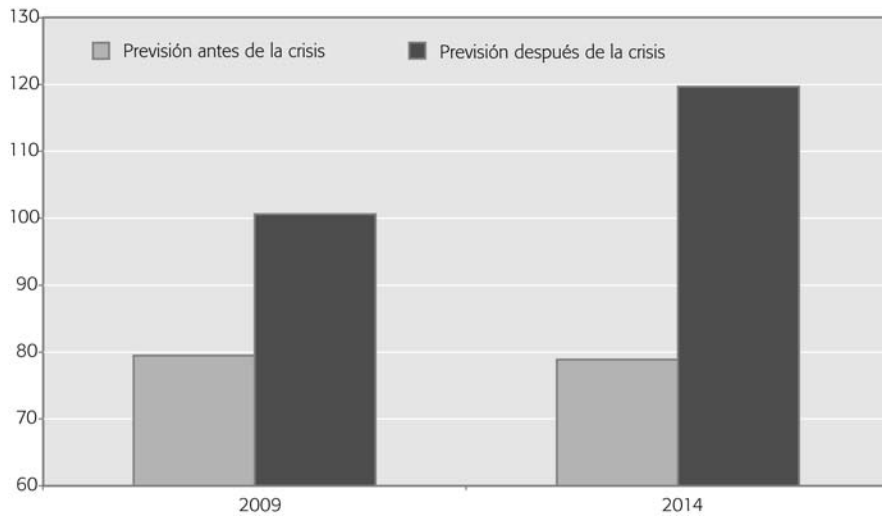
Las recapitalizaciones han sido aprobadas en casi todos los países, aunque en algunos como España no están aún utilizándose. Estas inyecciones de capital permiten al sistema financiero absorber parte de las pérdidas incurridas durante esta crisis. En general, los fondos proceden del Ministerio de Economía o de entidades creadas con este objetivo, como ha ocurrido en Francia o Alemania. En gran medida, suelen conllevar directamente un aumento de la deuda pública. En los países desarrollados, las recapitalizaciones aprobadas suponen el 3,4 por 100 del PIB de 2008.

Por su parte, las compras de activos con problemas, realizadas directamente por los gobiernos o bancos centrales, y los créditos concedidos por los tesoros nacionales

Gráfico 1

**DEUDA PÚBLICA EN LOS PAÍSES DESARROLLADOS**

En porcentaje del PIB

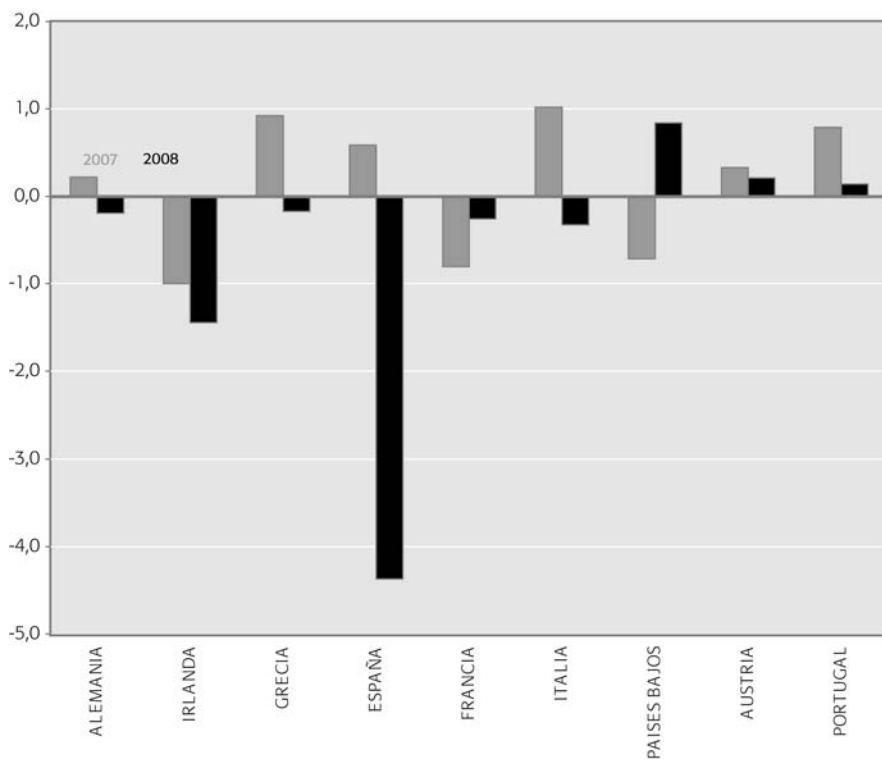


Fuente: FMI

Gráfico 2

**VARIACIÓN DE LOS INGRESOS PRESUPUESTARIOS**

En términos de PIB



Fuente: Comisión Europea

tienen como objeto favorecer el desapalancamiento y transferir riesgos. En el caso de EEUU estas compras se han realizado a través del PPIP (Public-Private Investment Program) aprobado en febrero de 2009 y, en general, se traducen en aumentos de la deuda pública. En total, en los países desarrollados esto ha supuesto el 5,3 por 100 del PIB de 2008.

Las garantías comprenden tanto las de depósitos, como de créditos interbancarios o bonos. Estas garantías van dirigidas a mejorar la situación de liquidez y a reducir la probabilidad de quiebra. Las garantías a los depósitos han aumentado en prácticamente todos los países. Irlanda constituye un caso más extremo, en el que se garantizaron todos los depósitos de los principales bancos. En consecuencia, han supuesto en torno al 14 por 100 del PIB de 2008. A diferencia de la recapitalización o las compras de

activos, las garantías no tienen impacto directo en el déficit o la deuda pública.

Finalmente, la provisión de liquidez supone desde líneas de crédito a las entidades hasta compras de activos. Esta provisión de liquidez tampoco se traduce necesariamente en un aumento de la deuda pública, salvo en algunos países en los que están soportadas por el Tesoro.

En conjunto, el coste de todas estas medidas para el sector público alcanza hasta ahora el 5,5 por 100 del PIB de 2008 en los países desarrollados, como se observa en el cuadro 1. Ahora bien, el aumento de deuda final derivado de las ayudas al sector financiero es menor que el coste inicial, ya que parte importante de estas ayudas se recuperan finalmente mediante la venta de los activos bancarios adquiridos por el sector público. La evidencia histó-

Cuadro 1

**MEDIDAS DE AYUDA DEL GOBIERNO AL SECTOR BANCARIO.** En porcentaje del PIB de 2008

	Inyecciones de capital	Compras de activos y préstamos del Tesoro	Garantías	Provisión de liquidez	Total	Financiación pública inicial
EEUU	5,20	1,30	10,90	8,40	25,80	6,70
Canadá	0,00	10,90	13,50	1,50	25,90	10,90
UEM				6,40		
Austria	5,30	0,00	30,10		35,40	8,90
Bélgica	4,80	0,00	26,40		31,20	4,80
Francia	1,40	1,30	16,40		19,10	1,60
Alemania	3,80	0,40	18,00		22,20	3,70
Grecia	2,10	3,30	6,20		11,60	5,40
Irlanda	5,90	0,00	198,10		204,00	5,90
Italia	0,70	0,00	0,00		0,70	0,70
Países Bajos	3,40	10,30	33,60		47,30	13,60
Portugal	2,40	0,00	12,00		14,40	2,40
España	0,00	3,90	18,30		22,20	3,90
Noruega	2,00	15,80	0,00	14,70	32,50	15,80
Suecia	2,10	4,80	47,50	13,60	68,00	5,20
Suiza	1,10	0,00	0,00	25,50	26,60	1,10
Reino Unido	3,90	13,90	49,70	14,40	81,90	20,00
Japón	2,40	21,20	7,30	6,40	37,30	0,80
Países desarrollados	3,4	5,3	14	6,9	29,6	5,5

Fuente: FMI

rica, tal y como se recoge en el Informe de Finanzas Públicas de la Comisión Europea (2009), muestra que, en general, las ayudas al sector bancario en las crisis financieras han tenido un coste final para los gobiernos de aproximadamente un 13 por 100 del PIB, asumiendo en esta estimación una recuperación de casi el 20 por 100 del coste inicial estimado de la crisis. Probablemente, además, esta tasa de recuperación probablemente está infravalorada, ya que en la mayor parte de los casos sólo se computa lo recuperado en los cinco años posteriores al comienzo de la crisis. Ello significaría que el coste promedio de la crisis sería algo menor del 13 por 100 señalado.

### 3. Persistencia en el aumento de la deuda pública

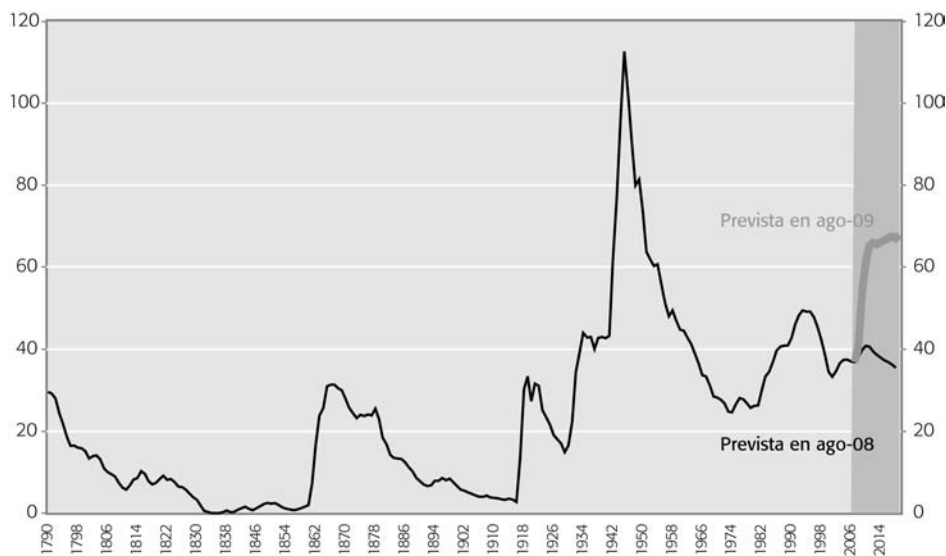
En conjunto, todas estas medidas implementadas durante la crisis provocaron un significativo aumento de la deuda pública, que supuso regresar a niveles de deuda no vistos en muchos años. Pero quizá la característica más destacada de este cambio en la evolución de la deuda es su persistencia. Difícilmente se podrá revertir en el corto plazo y, como resultado del encadenamiento de déficit públicos en los próximos años y del aumento del servicio de la deuda, es previsible que mantenga un perfil ascendente. Dos ejemplos relevantes son los de EEUU, donde la deuda

en manos del público alcanza niveles no vistos desde la segunda guerra mundial, y España, como ejemplo de una economía en la que se revierte por completo el proceso de reducción de la deuda que se emprendió a comienzos de los años noventa.

En el caso de EEUU, la senda de la deuda del Gobierno en manos del público se mantuvo por debajo del 40 por 100 del PIB desde finales del siglo XVIII hasta la segunda guerra mundial, cuando aumentó hasta tasas próximas al 110 por 100. En la Gran Depresión, la deuda pasó de un porcentaje del 15 por 100 en 1929 hasta el 44 por 100 en 1934, esto es, en cinco años se multiplicó por tres. Ahora bien, ello ocurrió partiendo, en todo caso, de niveles mínimos de deuda pública. En el periodo más reciente, tras haber alcanzado tasas de cerca del 50 por 100 en términos del PIB a comienzos de los años noventa, el periodo de consolidación fiscal posterior había facilitado que la deuda se situara por debajo del 40 por 100. Y las previsiones realizadas en agosto de 2008 apuntaban a la posibilidad de que estuviera en el entorno de este valor durante la siguiente década. Una situación que suponía un punto de partida favorable para abordar la esperada aceleración de la senda de deuda pública, ligada al envejecimiento demográfico, que tiene lugar con intensidad, de acuerdo con el escenario de largo plazo de la Oficina Presupuestaria del Congreso, a partir de 2020. Las nuevas previsiones de deuda realizadas en agosto de este año

Gráfico 3

#### EEUU: DEUDA DEL GOBIERNO EN MANOS DEL PÚBLICO En porcentaje del PIB

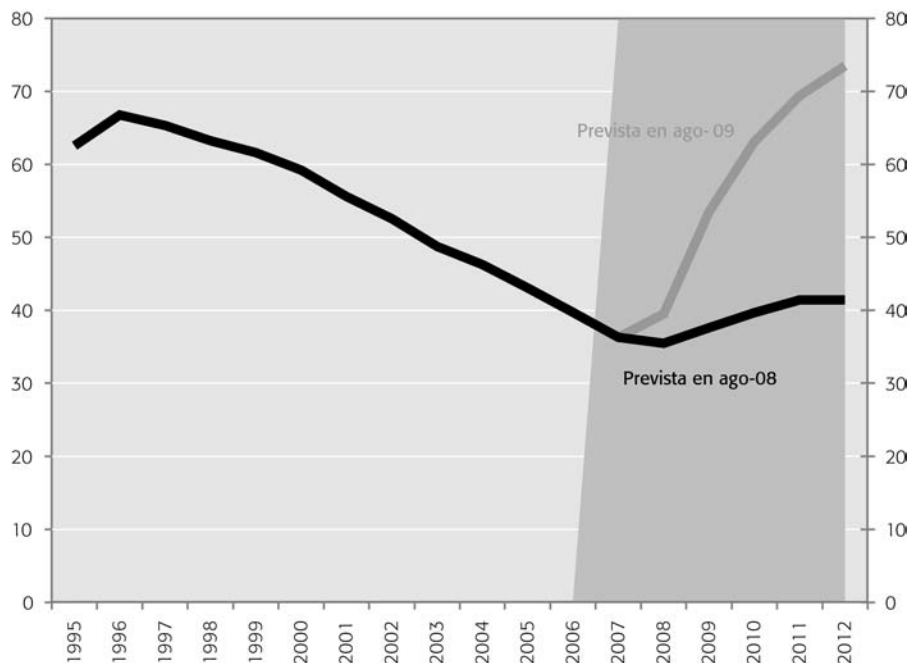


Fuente: Oficina Presupuestaria del Congreso de EEUU

Gráfico 4

**ESPAÑA: DEUDA PÚBLICA**

En porcentaje del PIB



Fuente: Tesoro Público y SE BBVA

muestran un panorama muy diferente. Entre 2007 y 2011 la deuda en términos de PIB aumenta en 30 puntos porcentuales, esto es, prácticamente se duplica, estabilizándose en niveles muy elevados desde este momento, no vistos desde los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial. La situación, por tanto, cambia radicalmente, ya que la economía enfrenta ahora el reto del envejecimiento y el consiguiente aumento del gasto público desde 2020 en una situación de partida claramente vulnerable.

También en España se observa un notable cambio de previsiones en la evolución esperada de la deuda pública en el último año. Mientras que las previsiones de deuda disponibles en agosto de 2008 mostraban un claro perfil de estabilidad para los años siguientes, las últimas proyecciones reflejan un significativo aumento que supone duplicar los niveles de deuda existentes en 2007 y deshacer en tan sólo un lustro todo el proceso de consolidación fiscal iniciado en los años noventa. De nuevo, como ya se señalaba en el caso de EEUU, esto coloca a la economía española en una situación de mayor debilidad para afrontar los retos presupuestarios que supone la evolución demográfica del país. Además, el entorno económico supone que cualquier balance de riesgos en estas previsiones de deuda está inclinado al lado negativo. En efecto, la des-

aceleración económica podría haber tocado fondo gracias, entre otras cosas, al impulso derivado de las políticas económicas. Ahora bien, las dificultades para que la demanda privada pueda reemplazar a la actuación pública en los próximos años, implican que la recuperación puede ser frágil. Simultáneamente el desapalancamiento de muchos sectores y la reducción de su sobrecapacidad apenas han comenzado, a diferencia de lo que está ocurriendo en EEUU, y puede suponer costes importantes hacia delante.

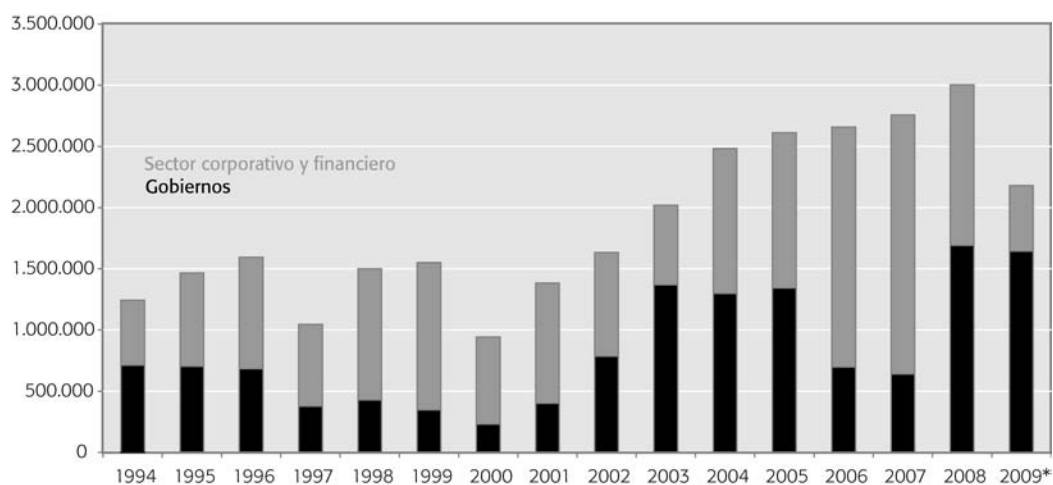
#### **4. La dinámica de la deuda podría presionar al alza las rentabilidades y hacer persistentes los diferenciales de tipos de interés entre los países de la UEM**

En este contexto en el que muchos países van a experimentar simultáneamente un rápido deterioro de su posición fiscal, surgen importantes interrogantes. Por un lado, se plantea la posibilidad de que las emisiones de deuda pública provoquen un efecto de expulsión de otras emisiones en el mercado financiero. Por otro se plantea, la posi-

Gráfico 5

**EMISIONES NETAS DE DEUDA PÚBLICA Y CORPORATIVA EN LA OCDE**

En miles de millones de dólares



Fuente: BIS

bilidad de que los diferenciales de la deuda en algunos países, particularmente en los que participan en la UEM, mantengan niveles significativos durante largos periodos de tiempo, frente a la relativa estabilidad de estos diferenciales en niveles mínimos que se han observado desde la creación de esta área monetaria.

En relación a la primera cuestión, en el gráfico 5 se observa el importante cambio en la composición de las emisiones netas en la OCDE. El sector corporativo y financiero que suponía en 2006 y 2007 más del 75 por 100 de las emisiones, pasó al 40 por 100 en 2008 y es apenas un 25 por 100 en el primer trimestre de 2009<sup>1</sup>. De hecho, las previsiones para el conjunto de 2009 apuntan a una significativa aceleración de las emisiones de deuda pública. En EEUU, por ejemplo, el volumen neto de emisiones podría pasar de 1.297 miles de millones de dólares en 2008 a casi 1.900. Por su parte, el volumen bruto total de emisiones soberanas en la OCDE podría llegar a alcanzar los 12 miles de millones de dólares en este año, lo que significa 1,5 miles de millones más que en el año anterior. Ante el aumento de las necesidades de financiación por parte del sector público, en un entorno de menor liquidez y de mayor aversión al riesgo, se han producido cambios en las

estrategias de emisión, con una creciente orientación a acortar las duraciones de las emisiones. En conjunto, los volúmenes de emisión estimados podrían absorberse en un contexto caracterizado por un aumento del ahorro privado en la OCDE, por un mantenimiento de la acumulación de reservas de los mercados emergentes en mercados de capitales internacionalizados, e incluso, a corto plazo, por compras de deuda pública por parte de los bancos centrales. Ahora bien, a medio plazo, podrían surgir presiones al alza sobre las rentabilidades. Por el momento, en un contexto de desaceleración económica, presiones deflacionistas y búsqueda de refugio por parte de los inversores, las rentabilidades se mantienen en niveles mínimos.

En relación a los diferenciales de los tipos de interés a largo plazo en la UEM, como se ve en el gráfico 6, se mantuvieron en niveles promedio por debajo de los 20 puntos básicos en el periodo pre-crisis. Esto es, en un entorno de baja volatilidad y elevada liquidez no existían diferencias significativas en la percepción del riesgo entre países. Tras el inicio de la crisis y hasta la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los diferenciales oscilaron entre 10 y 40 puntos básicos según los países. Ahora bien, en el último año, el incremento en los diferenciales promedio ha sido notable, alcanzándose niveles entre 40 y 160 puntos básicos. La diferenciación entre países también ha sido significativa, siendo Irlanda el que ha mostrado un mayor deterioro de diferencial. Como se observa en el gráfico 7, en el último año el cambio en la previsión de deuda pública para 2009 ha sido especialmente significativo en Ir-

<sup>1</sup> En este caso, el dato del primer trimestre se calcula como la suma de los cuatro trimestres que abarcan desde abril de 2008 a marzo de 2009, lo que sugiere que el descenso en el porcentaje de las emisiones corporativas en el primer trimestre ha sido muy significativo.

landa, donde ha aumentado en 24 puntos en términos de PIB. En un lugar destacado se encuentran también Bélgica, España, Austria, Reino Unido y EEUU, con un deterioro superior a los 10 puntos básicos. En el caso de España, el diferencial promedio de la deuda pública se ha elevado desde los 2 puntos básicos del periodo pre-crisis hasta los 75 que constituyen el promedio del último año, reflejando en gran medida este deterioro de expectativas en el plano fiscal.

El deterioro de la deuda pública esperado y los riesgos latentes en su sistema financiero, que podrían generar nueva necesidad de fondos, han sido probablemente los factores subyacentes de este recorrido del diferencial de tipos.

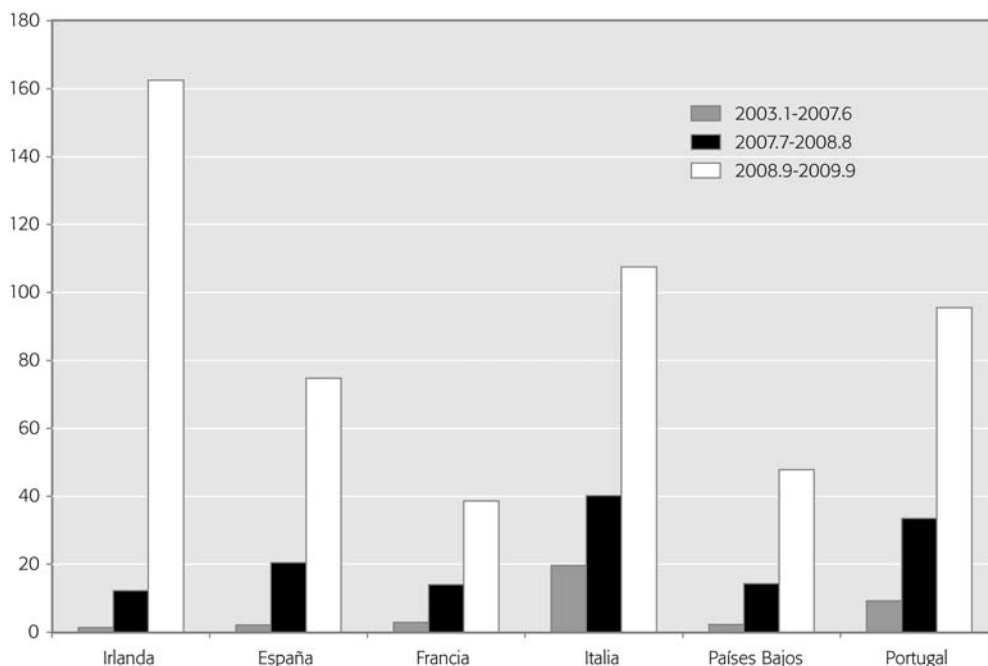
En general, evaluar la relación entre deuda pública y tipos de interés no es una tarea fácil. De hecho, la evidencia a favor de una relación entre los diferenciales de tipos a diez años en la UEM y la dinámica de la deuda pública es escasa y cuenta además con especiales dificultades. Por una parte, el periodo de unión monetaria es relativamente corto en el tiempo, una década, y el comportamiento de los diferenciales de tipos a largo plazo ha estado proba-

blemente influido por las condiciones de abundante liquidez y baja aversión al riesgo que pueden haber contribuido a que estos diferenciales hayan sido excesivamente bajos. Además, éstos fueron muy similares entre países, esto es, sin una suficiente discriminación del riesgo doméstico por parte de los inversores. Por otra parte, nunca antes el área se había visto envuelta en una situación de desaceleración y de aumento de los déficit públicos de esta magnitud. Ello va a derivar en un crecimiento significativo del servicio de la deuda, una variable que aproxima el coste que supone anualmente el sostenimiento de un nivel de deuda y que resulta clave para explicar el comportamiento relativo de los bonos a 10 años, según Bernoth *et al* (2004).

En el corto y medio plazo, en un contexto de mayor aversión al riesgo y de deterioro persistentes de las variables fiscales, los diferenciales podrían mantenerse en niveles elevados, especialmente en aquellos países que carezcan de una estrategia creíble de consolidación fiscal. En particular, Haugh *et al* (2009) estiman que el servicio de la deuda tiene un efecto no lineal en el diferencial de tipos, que aumentaría entre 16 y 107 puntos básicos en escenarios en los que el servicio de la deuda se desvíe del escenario base entre 1 y 4 desviaciones típicas. Este efecto

Gráfico 6

#### DIFERENCIALES DE LOS TIPOS A 10 AÑOS DE LOS BONOS SOBERANOS CON ALEMANIA. EN PUNTOS BÁSICOS



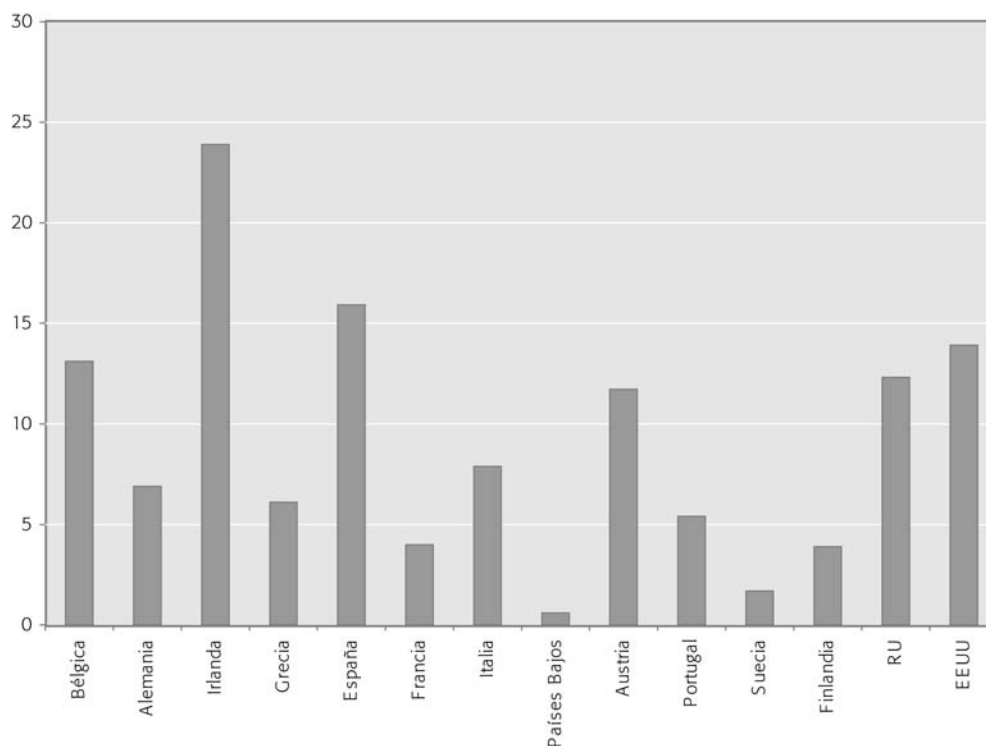
Fuente: Bloomberg



Gráfico 7

**CAMBIO EN LA PREVISIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN 2009**

En porcentaje del PIB



Fuente: Comisión Europea y CBO

se amplifica claramente en escenarios de aversión al riesgo, con diferenciales que alcanzarían entre 28 y 149 puntos básicos en los mismos escenarios de cambio del pago de interés derivado de la deuda pública.

En cuanto a la posibilidad de que los diferenciales estén cotizando riesgo financiero, la evidencia es aún menor. Ahora bien, utilizando una muestra de países europeos, Mody (2009) señala que desde el colapso de Bear Sterns en marzo de 2008 se encuentra creciente evidencia de que la debilidad del sector financiero afecta a los niveles de diferencial. Ello es consecuencia de que la percepción de riesgos en este sector se traslada en una mayor probabilidad de rescate por parte del sector público.

En consecuencia, los países europeos podrían mantener diferenciales significativos en sus tipos de interés, como reflejo de las diferencias en la percepción del riesgo en el sector financiero y la dinámica de la deuda pública. Una estrategia fiscal creíble podría limitar el deterioro de la deuda y en consecuencia detener la ampliación de los diferenciales. Si bien, la puesta en marcha de dicha estra-

tegia debería esperar a que haya señales más claras de recuperación económica, su diseño permitiría anclar las expectativas de los inversores. Ello es especialmente importante en unos mercados financieros que se caracterizarán además por un cierto nivel de aversión al riesgo, frente a la baja volatilidad de la etapa pre-crisis, que podría intensificar las diferencias en el comportamiento de la deuda entre países.

## 5. Conclusiones

Tras un deterioro generalizado de la posición fiscal, los países de la OCDE se encuentran en una posición más vulnerable para abordar el reto del envejecimiento de la población. Pero, además, una vez superado lo peor de la desaceleración, podrían experimentar cierta presión alcista en las rentabilidades de los bonos soberanos. En particular, en la UEM, los diferenciales alcanzados entre las rentabilidades de los distintos países podrían persistir, reflejando las diferencias en la percepción del riesgo fiscal y financiero

entre los distintos países. En un mundo de mayor aversión al riesgo y menor liquidez, el diseño de una estrategia fiscal creíble, orientada a mejorar la sostenibilidad de la deuda pública, podría ser de utilidad para frenar esta evolución de las rentabilidades.

---

## Referencias

- BERNETH, K., J. VON HAGEN y L. SCHUKNECHT (2004): "Sovereign risk premia in the European government bond market", BCE, documento de trabajo nº 369
- Comisión Europea (2009): "Public Finances in EMU- 2009"
- FMI (2009): "The state of public finances: outlook and medium-term policies after the 2008 crisis", Marzo
- HAUGH, D., P. OLLIVAUD y D. TURNER (2009): "What drives sovereign risk premiums?" OCDE, documento de trabajo nº 718
- HORTON, M., M. KUMAR y P. MAURO (2009): "The state of public finances: a cross-country fiscal monitor", FMI, Staff Position Note 09/21
- MODY, A. (2009): "From Bear Stearns to Anglo Irish: how eurozone sovereign spreads related to financial sector vulnerability", FMI, documento de trabajo 09/108
- OCDE (2009): "Financial markets Trends", vol. 2009/1
- PANETTA, F., T. FAEH, G. GRANDE, C. HO, M. KING, A. LEVY, F. M. SINGORETTI, M. TABOGA y A. ZAGHINI (2009): "An assessment of financial sector rescue programs", BIS papers nº 48