

¿Debe preocuparnos la sostenibilidad de la deuda pública en la eurozona?

- Las medidas necesarias para hacer frente a la COVID-19 generarán un aumento notable de la deuda pública en las principales economías del mundo y, entre ellas, en la eurozona.
- La sostenibilidad de la deuda de la eurozona no está en entredicho, pero el entorno es exigente y sitúa al BCE en una posición clave. También es fundamental una recuperación dinámica de la actividad que, a su vez, requiere una actuación coordinada de política económica.

La pandemia de la COVID-19 ha forzado la paralización de la actividad económica. Esta parálisis, junto con el imperativo de proteger a los trabajadores y el tejido empresarial con una respuesta contundente de política fiscal, provocará un aumento notable de la deuda pública entre las principales economías de la eurozona (así lo recogen las propias estimaciones del FMI, que reproducimos en el primer gráfico). Es más, en ausencia de una mayor ambición en materia de política fiscal por parte de la UE, las previsiones apuntan a que el incremento de la deuda será claramente mayor en los países cuyo sector público ya partía de un nivel de endeudamiento elevado. En los mercados financieros, esta circunstancia ha generado inquietud sobre la sostenibilidad de la deuda, y las dudas se han reflejado tanto en el repunte de las primas de riesgo soberanas (descrito en la coyuntura de mercados financieros de este mismo *Informe Mensual*) como en la expectativa –implícita en las cotizaciones financieras– de posibles rebajas de la nota crediticia (véase el segundo gráfico), especialmente antes de que el BCE anunciara en marzo su paquete de apoyo para luchar contra la COVID-19.

¿La COVID-19 compromete la sostenibilidad de las finanzas públicas?

La sostenibilidad de la deuda pública depende de cuatro elementos: el nivel de deuda del que se parte, el saldo fiscal (superávit o déficit), los intereses a pagar por la deuda y el crecimiento de la economía.^{1,2} Una de las relaciones clave entre estos cuatro factores es la que se establece entre el crecimiento y el tipo de interés. Partiendo de un nivel de deuda inicial, el crecimiento del PIB reduce la carga que representa la deuda sobre el total de recursos de la economía, mientras que los intereses elevan la suma total a repagar: así, cuanto mayor sea el crecimiento económico respecto al tipo de interés, más fácil será reducir la carga de la deuda. En este sentido, la política monetaria del BCE ha anclado un entorno de tipos de interés lo suficiente-

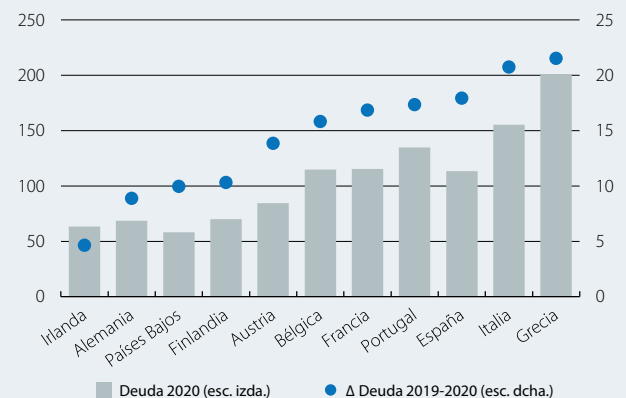
1. En concreto, si denotamos la ratio de deuda pública sobre el PIB en el año t como d_t , el saldo fiscal primario (excluyendo intereses) como b_t , el tipo de interés como i y el crecimiento del PIB nominal como g , la evolución es:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

2. El crecimiento es un elemento particularmente importante, dado que representa los recursos disponibles para repagar la deuda en el futuro. Así, una deuda de 1.000 euros es más sostenible para una economía que hoy solo produce 100 euros, pero en el futuro producirá 700, que para aquella economía que hoy produce 700 euros, pero cuya producción futura será solo de 100. También es precisamente por ello que la sostenibilidad de la deuda se evalúa en términos de la ratio deuda sobre PIB (y no en términos de su volumen absoluto).

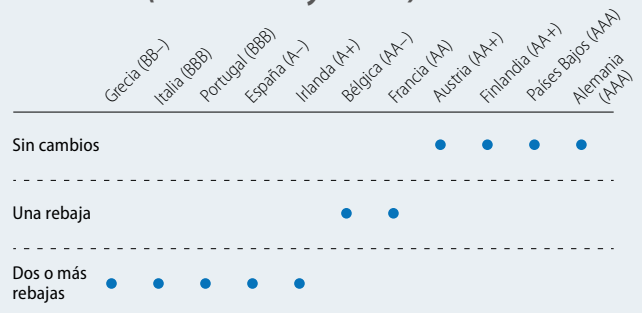
Ratios de deuda pública sobre el PIB en 2020

Ratio 2020 (% del PIB) (Variación respecto a 2019, p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos y previsiones del Fiscal Monitor de abril de 2020 del FMI.

Eurozona: ratings oficiales a enero de 2020 y cambios implícitos en los movimientos de los CDS (entre enero y marzo)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias, datos de Bloomberg y ratings de Fitch.

mente bajos como para que no comprometan la sostenibilidad de la deuda.³ Pero para que esto ocurra no solo será importante que el BCE mantenga un entorno de tipos bajos, sino que la COVID-19 no genere un daño persistente en el crecimiento económico. En otras palabras, es vital una respuesta de política económica contundente y coordinada⁴ que permita una rápida recuperación de la economía y, en consecuencia, un crecimiento de la actividad netamente superior a la de los intereses.

3. En concreto, no hay ninguna economía de la eurozona en la que el tipo de interés del conjunto de su deuda pública sea superior a su crecimiento del PIB nominal a largo plazo (ni hoy ni en la senda que reflejan los tipos de mercado para los próximos años).

4. Véase el artículo «Políticas económicas frente a la COVID-19: ¿se romperán las fronteras de lo imposible?» en este mismo *Informe Mensual*.

En el futuro, ¿es factible una disciplina fiscal que no comprometa ni el crecimiento ni la sostenibilidad de la deuda?

A pesar de aliviar los miedos a corto plazo, el hecho de que tanto el BCE como el crecimiento futuro tengan un papel clave en la sostenibilidad de la deuda sugiere que las economías más endeudadas de la eurozona se enfrentan a un contexto relativamente frágil. Cuando la recuperación se ponga en marcha, uno de los retos será definir una política fiscal que ayude a empujar la economía en una primera fase y que, en una segunda fase, sea disciplinada pero no asfixie el crecimiento. Cuando se analiza el margen de maniobra queda claro que no será un camino fácil –pero tampoco imposible–.

Uno de los límites de este camino lo define el saldo fiscal primario (es decir, el que excluye los pagos de intereses) que permite mantener la ratio de deuda estable en sus niveles proyectados para 2020. En el otro extremo, el límite lo fija el saldo que permitiría reducir la deuda hasta el 60% a 20 años vista.⁵ Como muestra el tercer gráfico, en el que presentamos ambos límites, tanto la expectativa de que el crecimiento del PIB vuelva a la normalidad como el apoyo del BCE en forma de unos bajos tipos de interés dan un buen colchón de seguridad: todas las principales economías de la eurozona podrían reducir la ratio de deuda pública con una política fiscal incluso más laxa que la fijada en 2015-2019. Pero reducirla notablemente ya es harina de otro costal: Italia, Francia y España necesitarían saldos primarios significativamente más positivos que los registrados en los últimos años, y Portugal debería ser al menos tan disciplinado como lo fue en 2015-2019.

¿Un tensionamiento de las primas de riesgo comprometería la sostenibilidad de la deuda?

Las conclusiones anteriores dependen de dos supuestos importantes: i) que el crecimiento nominal del PIB retoma el dinamismo en los próximos años y ii) que el entorno de tipo de interés sigue siendo favorable. Por lo tanto, un tensionamiento de las condiciones financieras y el consiguiente aumento del coste de la deuda podrían poner en cuestión el margen de maniobra de los gobiernos. ¿Cuán frágil es cada economía ante este cambio en el entorno? Para verlo, en el cuarto gráfico presentamos la estimación del tipo de interés a partir del que se podría desencadenar un incremento sostenido de la ratio de deuda (asumiendo un saldo fiscal primario igual al promedio de 2015-2019 y un crecimiento del PIB nominal acorde con su potencial). Comparado con el coste de intereses actual, prácticamente todos los países parecen contar con una cierta capacidad de resistencia a mayores tipos de interés (la excepción es Francia, que en nuestras estimaciones sale penalizada por haber mantenido un saldo fiscal primario cercano al –2% en el promedio de 2015-2019). En el caso de Italia, Bélgica y España los tipos de interés que presionarían la dinámica de la deuda superan en más de 1 p. p. los niveles actuales.

5. En cumplimiento con la configuración actual de los tratados europeos.

Saldo fiscal primario y sostenibilidad de la deuda en la eurozona *

	Saldo que estabiliza deuda en niveles 2020		Saldo que reduce la ratio de deuda al 60% en 2040 **		Saldo promedio 2015-2019 (ajustado por ciclo)
	Escenario tipos forwards	Escenario tipos 2019	Escenario tipos forwards	Escenario tipos 2019	
Alemania	-1,6	-1,3	-1,1	-0,9	1,9
Austria	-1,9	-1,3	-0,4	0,0	0,9
Bélgica	-1,9	-1,2	1,2	1,7	0,0
España	-1,9	-1,2	1,2	1,7	-0,2
Finlandia	-1,6	-1,4	-1,0	-0,8	-0,4
Francia	-2,1	-1,8	1,1	1,3	-1,9
Grecia	-2,5	-2,1	5,2	5,4	7,2
Irlanda	-1,9	-1,5	-1,7	-1,4	1,1
Italia	-0,5	0,5	4,2	4,9	2,2
Países Bajos	-1,4	-1,2	-1,5	-1,3	1,6
Portugal	-1,8	-0,9	2,3	2,9	2,6

Notas: * Se asume un crecimiento del PIB nominal estable y acorde con la previsión a largo plazo del FMI en octubre de 2019. En el «escenario forwards», el coste de la deuda se proyecta a partir de las expectativas de tipos de interés de mercado. En el «escenario 2019», se asume que el coste de la deuda se mantiene constante en su nivel de 2019.

** En 2021 se impone un crecimiento del PIB nominal acorde con las últimas previsiones del FMI (que dibujan un rebote por encima de la tasa a largo plazo). A partir de entonces, se vuelve a asumir un crecimiento igual al de largo plazo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de cálculos propios y datos y previsiones del FMI.

Tipos de interés y sostenibilidad de la deuda en la eurozona

	Coste de la deuda (%)			Ratio de deuda 2020 (% del PIB) ***
	Coste a partir del que se desestabilizaría la ratio de deuda **	Coste en 2019	Coste promedio 2000-2019	
Alemania	6,20	1,32	3,42	69
Austria	4,65	2,00	3,96	85
Bélgica *	3,05	1,95	4,00	115
España *	3,25	2,32	4,00	113
Finlandia	2,77	1,37	3,46	70
Francia *	1,44	1,50	3,48	115
Grecia	6,39	1,66	3,93	201
Irlanda	6,60	2,21	3,89	63
Italia *	3,57	2,47	4,10	156
Países Bajos	6,40	1,45	3,57	58
Portugal	5,18	2,55	4,06	135

Notas: * Países con ratios superiores al 100% y donde el tipo que desestabilizaría la deuda es inferior al promedio histórico.

** Se asume un saldo primario igual al promedio de 2015-2019 (ajustado por el ciclo) y un crecimiento del PIB nominal según las previsiones a largo plazo del FMI en octubre de 2019.

*** Previsión para 2020 del FMI.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de cálculos propios y datos y previsiones del FMI.

¿Debemos preocuparnos?

Nuestro análisis sugiere que la sostenibilidad de la deuda pública no está en entredicho. Sin embargo, también muestra que el entorno es muy exigente y sitúa al BCE en una posición clave. Pero igual de clave será conseguir una recuperación dinámica de la actividad, y para ello es necesaria una acción coordinada de la política económica.

Adrià Morron Salmeron