

La deuda pública europea a medio plazo: sostenibilidad y retos

La deuda pública europea aumentará de forma muy importante en 2020. Específicamente, del 86% del PIB de 2019 hasta el 103% del PIB de la eurozona según la Comisión Europea. Este aumento es inevitable y hasta cierto punto deseable, dadas las circunstancias actuales. En efecto, el *shock* macroeconómico provocado por la COVID-19 está obligando a los gobiernos de los distintos Estados miembros a una actuación ambiciosa para amortiguar al máximo la caída de la actividad y apoyar a los sectores más afectados. De hecho, se puede argumentar que para evitar una recesión larga, el coste de las medidas fiscales debería acercarse a lo que caiga el PIB.¹

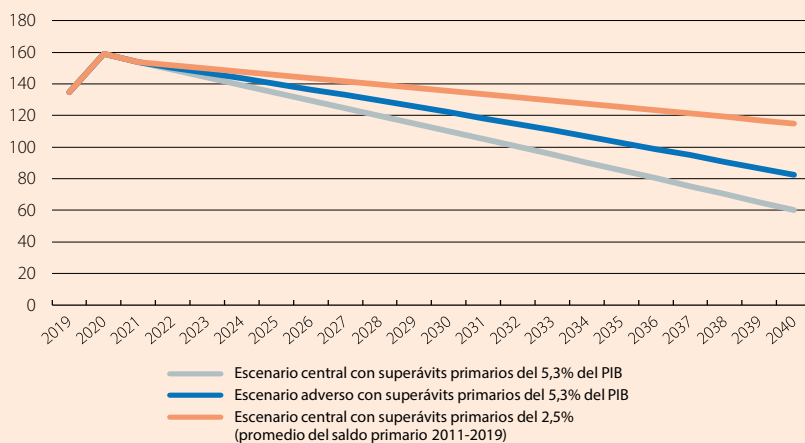
Sin embargo, aunque este aumento de la deuda pública es ineluctable a corto plazo si queremos evitar un agravamiento de la situación económica, bien es cierto que plantea retos importantes a medio plazo tanto desde el punto de vista de la sostenibilidad como de los efectos macroeconómicos que puede comportar.

En lo tocante a la sostenibilidad, lo cierto es que la situación es manejable siempre que se aborde, una vez superado lo peor de la crisis, la mencionada reducción de la deuda pública. Según la Comisión Europea,² la deuda pública alcanzará su pico en 2020, pero a partir de ahí seguirá una trayectoria descendente que permitirá que se reduzca paulatinamente. A pesar de esto, en los próximos años, la reducción de la deuda será muy gradual: según simulaciones de la Comisión, en 2024 la deuda pública de la eurozona todavía se situará entre el 90% y el 100% del PIB con un 80% de probabilidad.

¿Qué factores nos pueden llevar a adoptar una visión relativamente optimista? Pues, por ejemplo, que los ambiciosos programas de compra de activos del BCE en el mercado secundario han logrado comprimir las primas de riesgo de las economías periféricas, de modo que un repunte del riesgo soberano no aparece en el radar. Además, otros factores a destacar son el diferencial positivo entre la tasa de crecimiento de la economía (g) y unos tipos de interés (r) en mínimos históricos, así como la composición de la deuda pública europea (el vencimiento de las obligaciones ha aumentado y a mediados de 2020 se situaba en unos holgados 7,5 años de promedio). Este diferencial positivo provee una red de seguridad a corto plazo, pero será indispensable diseñar un plan que garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas; tarde o temprano, el tipo de interés al que se financia el tesoro público repuntará.³

Italia: sendas de reducción de deuda pública

(% del PIB)



Notas: Se asume un crecimiento del PIB nominal estable del 2,2% acorde con la previsión a largo plazo del FMI en octubre de 2019. Se asume que el coste de la deuda se mantiene constante en su nivel de 2019 (2,5%). Previsiones de déficit y deuda pública de la Comisión Europea para 2020 y 2021. El escenario adverso asume un crecimiento del PIB 0,5 p. p. menor y un coste de la deuda 50 p. b. mayor.

Fuente: CaixaBank Research.

Para hilar más fino, hemos realizado un pequeño ejercicio de sostenibilidad para uno de los países europeos con una mayor deuda pública como es Italia (no en vano, es junto a Grecia la única economía europea con una deuda pública en 2019 por encima del 120% del PIB, y se prevé que alcance el 160% en 2020) y la hemos comparado con una economía muy saneada como Alemania.

En el caso de Italia, la sostenibilidad de la deuda pública no estará en cuestión siempre que a un crecimiento económico decente (que requerirá de reformas económicas) se le añada un esfuerzo fiscal notable: con unos supuestos razonables de crecimiento y coste de la deuda, para alcanzar una deuda pública del 60% del PIB en 2040 (consistente con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento), Italia debería sostener superávits primarios del 5,3% del PIB hasta 2040, muy por encima del 2,5% promedio de los últimos ocho años (véase el primer gráfico) y algo que no ha hecho ningún país del mundo en la historia reciente. Con el

mencionado promedio de superávits primarios del 2,5% del PIB, la deuda se reduciría pero no llegaría al 60%... hasta 2065. Y para lograr una trayectoria descendente de la deuda bastaría sostener superávits primarios superiores al 0,6% del PIB.

Por el contrario, en Alemania, que parte de unas cuentas públicas muy saneadas, la situación es claramente más desahogada: el país germano se podría permitir el lujo de sostener déficits primarios del 0,6% del PIB hasta 2040 (el promedio de los últimos ocho años ha sido un superávit primario del 1,7%) para alcanzar el 60% del PIB en dicho año.

1. Véase el editorial «Medidas excepcionales para tiempos excepcionales» en el IM04/2020.

2. Véase el informe de la Comisión Europea «Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States» de abril de 2020.

3. La evidencia histórica nos dice que aquellas economías con $g-r > 0$ pero con una ratio de deuda pública y PIB mayor a la mediana tienen probabilidades superiores al 75% de pasar a $g-r < 0$ frente a un 25% para los que exhiben una ratio de deuda pública y PIB menor a la mediana. Véase Lian, W., Presbitero, A. F. y Wiriadinata, U. (2020). «Public Debt and r-g at Risk». IMF Working Paper 20/137.

Reducir la deuda pública será necesario para asegurar que no haya problemas de sostenibilidad que puedan provocar inestabilidad financiera y dificultades en los países para financiarse en los mercados. Sin embargo, ello no es la única razón: existe un amplio consenso entre los economistas en el hecho de que no reducir una deuda pública elevada tiene efectos negativos sobre el crecimiento a corto y medio plazo. A corto plazo, una deuda elevada es especialmente problemática en la eurozona al tratarse de una unión monetaria donde las autoridades nacionales usan principalmente herramientas fiscales para atenuar los *shocks* económicos asimétricos. Y una deuda elevada implica un menor margen para desarrollar políticas fiscales contracíclicas. Algo que ya estamos vislumbrando con la COVID-19 si comparamos el holgado margen fiscal de Alemania con el menor margen de países con deudas públicas elevadas como Italia o España.

A medio plazo, una elevada deuda pública lastra el crecimiento principalmente a través de dos canales. Por un lado, la evidencia empírica⁴ muestra que las mayores necesidades de financiación de las Administraciones públicas reducen la financiación disponible para el sector privado. La consecuencia es una menor inversión empresarial a nivel agregado. Por el otro, la necesidad de aumentar los impuestos en el futuro para reducir la deuda pública disminuirá el consumo de las familias, ya que su renta disponible futura será menor.

Algunos números son ilustrativos para tener una idea del impacto macroeconómico. Dos economistas del FMI⁵ estiman que, en promedio, un incremento inicial de 10 p. p. de la ratio de deuda pública y PIB en una economía reduce en 0,2 p. p. al año el crecimiento de su PIB real per cápita, un efecto que se explica principalmente por la reducción de la inversión y una menor acumulación del capital.

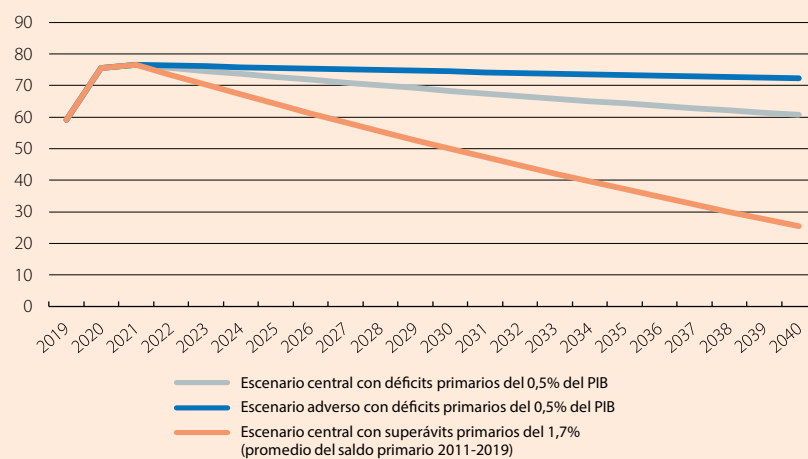
A nivel europeo, un estudio reciente,⁶ estima que un aumento de la deuda pública del 60% al 120% en las economías periféricas de la eurozona podría llegar a generar una pérdida permanente cercana al 3,0% del PIB a largo plazo. Este ejercicio nos deja otra lección interesante: cuanto mayor sea el grado de distorsión de los impuestos que se aumenten, mayor será el efecto negativo de tener una elevada deuda pública. En otras palabras, la política impositiva importa y mucho y de ahí la importancia de tener un sistema tributario simplificado y eficiente.

A pesar de que será necesario reducir la deuda pública, hay que reconocer que existen maneras y maneras de alcanzar dicho objetivo. En concreto, hay que acometer este proceso con *finezza* y sensatez: hay estudios que nos advierten de que reducciones muy rápidas de la deuda pública en ausencia de problemas de sostenibilidad pueden generar efectos contractivos galopantes pero beneficios (en forma de una menor probabilidad de crisis de deuda en el futuro) muy pequeños.⁷ Además, se ha empezado a poner en cuestión que sea buena idea centrarse en demasía en determinar los umbrales de deuda pública (tradicionalmente en torno al 90% del PIB, aunque en realidad dependen de las características de la economía de cada país) que son negativos para el crecimiento: algunos economistas⁸ aconsejan fijarse menos en las cantidades absolutas y más en si la deuda sigue una senda descendente y si su composición es razonable.

En definitiva, Europa se enfrenta al reto de realizar de forma acompasada una reducción de su deuda pública a medio plazo. Es muy positivo constatar que este proceso se debería poder acometer sin excesivas dudas sobre su sostenibilidad. Las principales palancas para conseguirlo serán, como siempre, aumentar el crecimiento económico y una gestión sensata de las cuentas públicas. El reto no será fácil, máxime en un continente envejecido donde hay una parte muy importante del gasto público que es inercial. Pero que no sea fácil no significa que no se pueda conseguir y, menos aún, que no se deba intentar.

Javier Garcia-Arenas y Adrià Morron Salmeron

Alemania: sendas de reducción de deuda pública (% del PIB)



Notas: Se asume un crecimiento del PIB nominal estable del 3,3% acorde con la previsión a largo plazo del FMI en octubre de 2019. Se asume que el coste de la deuda se mantiene constante en su nivel de 2019 (1,3%). Previsiones de déficit y deuda pública de la Comisión Europea para 2020 y 2021. El escenario adverso asume un crecimiento del PIB 0,5 p. p. menor y un coste de la deuda 50 p. b. mayor.

Fuente: CaixaBank Research.

4. Véase Huang, Y., Panizza, U. y Varghese, R. (2018). «Does public debt crowd out corporate investment? International evidence». IHEID Working Papers 08-2018.

5. Woo, J. y Kumar, M. S. (2015). «Public debt and growth». *Economica*, 82(328), 705-739.

6. Burriel, P. et al. (2020). «Economic Consequences of High Public Debt: Evidence from Three Large Scale DSGE Models». ECB Working Paper Series n.º 2450.

7. Véase Ostry, M. J. D., Ghosh, M. A. R. y Espinoza, R. A. (2015). «When should public debt be reduced?». Fondo Monetario Internacional.

8. Véase Pesaran, M. et al. (2015). «Is there a debt-threshold effect on output growth?» (n.º 245). Federal Reserve Bank of Dallas.