

LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA: ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN Y CONDICIONANTES (*)

Raquel LORENZO ALONSO

Banco de España

Diego MARTÍNEZ LÓPEZ

Universidad Pablo Olavide y Fedea

Javier J. PÉREZ

Banco de España

Resumen

Este trabajo ilustra la complicada factibilidad a la que se enfrentarían los principales países de la zona del euro para acometer procesos de consolidación fiscal exitosos. En particular, hemos concentrado nuestra atención en determinados objetivos de reducción del *stock* de deuda pública en relación al PIB. Conseguir una ratio del 60 por 100 en esa variable exigiría superávits primarios muy alejados de los registros históricos alcanzados en países como Francia, Italia o España. En el caso de nuestro país también hemos estimado qué saldo público estructural sería necesario para reducir su deuda pública en 20 puntos del PIB en una década; ello exigiría pasar del actual déficit estructural del 4 por 100 a prácticamente equilibrio presupuestario en términos estructurales.

Palabras clave: deuda pública, déficit público, reglas fiscales, eurozona.

Abstract

This paper shows the complex feasibility to which the main Eurozone countries would face to carry out successful fiscal consolidations. Particularly, we have focussed on specific objectives to decrease the stock of public debt as percentage of GDP. Achieving here the ratio of 60 per cent would imply primary balances very far away from the historical records obtained in France, Italy or Spain. In the Spanish case, we have also estimated the necessary structural public balance to reduce the public debt by 20 percentage points of GDP over the next decade; this effort would require to completely remove the current structural public deficit, which is about 4 per cent of GDP.

Keywords: public debt, public deficit, fiscal rules, Eurozone.

JEL classification: H62, H63, H68.

I. INTRODUCCIÓN

La Comisión Europea (CE) publicó el 9 de noviembre de 2022 una propuesta de reforma del marco de gobernanza económica de la Unión Europea (UE). La propuesta busca organizar el debate entre los Estados miembros (EE. MM.) y conseguir a lo largo de 2023 la aprobación de un nuevo marco de reglas fiscales, que entre en vigor una vez deje de ser efectiva la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La propuesta responde a una necesidad de reforma ampliamente compartida tanto a nivel político como académico en la UE (véase Alloza *et al.*, 2021) dado el pobre funcionamiento del marco de reglas vigente en la actualidad. El objetivo de dicha propuesta es «reforzar la sostenibilidad de la deuda y mejorar el crecimiento sostenible e integrador a través de la inversión y de reformas» (véase Comisión Europea, 2022a).

Un sistema de reglas eficaz y creíble que contribuya a coordinar y disciplinar las políticas fiscales de los EE. MM. es central para el correcto fun-

cionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), dada la inexistencia de una capacidad fiscal centralizada de una mínima entidad. Si las finanzas públicas de los países de la UEM no fueran sostenibles en el medio plazo, la continuidad de la UEM podría ponerse en riesgo.

La salud de las finanzas públicas en el medio plazo –esto es, la capacidad de los Estados para financiar de manera sostenible su gasto– depende del crecimiento potencial de la economía –que también determina la capacidad de recaudación tributaria del Gobierno–, de las políticas y tendencias del gasto público, y de la evolución del coste de financiar la nueva deuda pública que sea necesario emitir en el futuro para sufragar programas de gasto público no financiados por ingresos públicos. En la práctica, estas variables influyen en el nivel y en la dinámica de la deuda pública en el futuro, elementos clave para valorar a su vez la sostenibilidad de la deuda.

Este contexto plantea una necesaria reflexión sobre la oportunidad de analizar bajo qué esce-

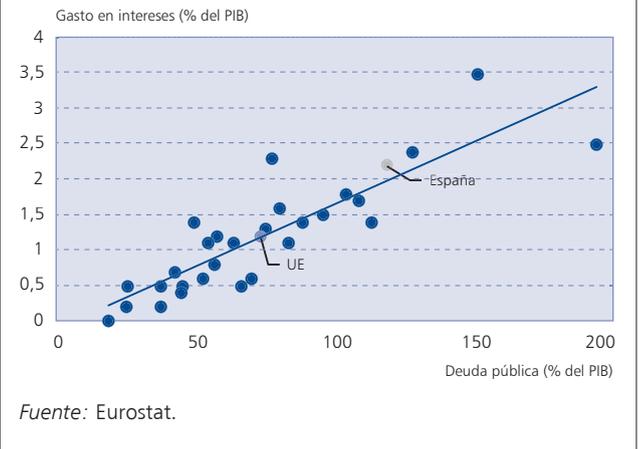
narios de crecimiento económico, saldo público estructural y coste de financiación se podría entrar en una dinámica consistente de reducción de los niveles de deuda pública en el corto y medio plazo, que permita consolidar la reducción que se viene observando en los últimos trimestres en la ratio de endeudamiento público como proporción del producto de la economía, de manera que se reduzca la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante eventuales nuevas perturbaciones adversas. Cabe resaltar que el contexto actual proporciona una cierta oportunidad para poner en marcha este proceso, en la medida en que la recepción de los fondos *Next Generation European Union (NGEU)* en los próximos años permitirá mantener el esfuerzo inversor de las Administraciones Públicas (AA. PP.) y aumentar el potencial de crecimiento de la economía española (véase Alonso *et al.*, 2022).

En este documento se articula una reflexión al respecto. En la sección segunda se ofrece una visión general del cuadro en que se encaja la discusión que queremos iniciar, sobre todo mostrando las principales cifras e indicadores de los desequilibrios fiscales que ilustramos posteriormente. En la tercera sección ofrecemos los resultados de un ejercicio de simulación a fin de conocer qué saldo público primario se necesitaría a lo largo de varios períodos de tiempo para alcanzar determinados ratios de deuda pública sobre el PIB. En la siguiente sección la pregunta es equivalente pero en términos del saldo público estructural que se exigiría para reducir la deuda pública en 20 puntos porcentuales del PIB en una década. Finalmente, la sección de conclusiones cierra el trabajo.

II. LA DEUDA PÚBLICA EN UN CONTEXTO GENERAL

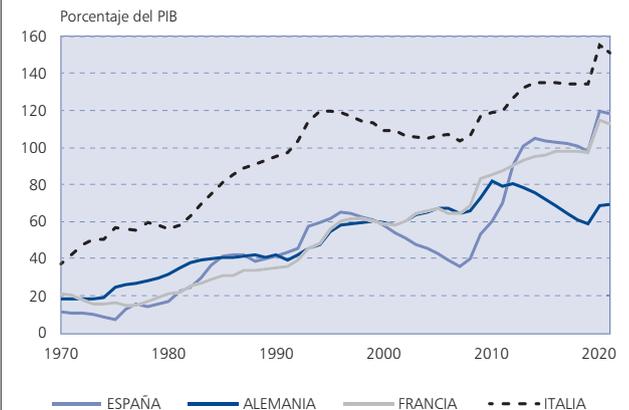
El nivel de deuda pública de partida es un condicionante importante del margen de maniobra de los Gobiernos. La tenencia de un nivel elevado de deuda restringe su capacidad de actuación en, al menos, dos dimensiones. En primer lugar, porque un mayor *stock* de deuda pública lleva asociado un mayor peso de la carga de intereses que tienen que asumir las AA. PP. Esta es la relación que muestra el gráfico 1 para el conjunto de países de la UE. En el caso particular de España y adelantándonos al año en curso, el pago de intereses de la deuda previsto para 2023 en el Plan Presupuestario 2022-2023 asciende a 2,4 puntos porcentuales del PIB, un monto similar al gasto de todas las AA. PP. en inversión pública en ese mismo año (2,6) y por encima de la media de los países de la UE.

GRÁFICO 1
RELACIÓN ENTRE DEUDA PÚBLICA Y GASTO EN INTERESES EN 2021



En segundo lugar, porque un nivel elevado de endeudamiento requiere acudir al mercado a re-financiar una parte importante de la misma cada año a unas condiciones financieras cambiantes en el tiempo, tanto en lo referente al coste de financiación como en el apetito de los inversores para adquirirla. Estas dos consideraciones adquieren una mayor importancia, además, en un contexto como el actual, en el que los niveles de deuda pública a nivel europeo y global se encuentran en máximos históricos (véase el gráfico 2), y los costes de financiación de la deuda se encuentran en un ciclo alcista

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA PÚBLICA EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE LA UEM



Fuentes: FMI (Historical Public Debt Database) y Eurostat. Los datos de 1970 a 1994 han sido tomados del FMI. De 1995 a 2021 hemos utilizado la fuente de Eurostat.

derivado del endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco Central Europeo (BCE) y el resto de las economías avanzadas y emergentes.

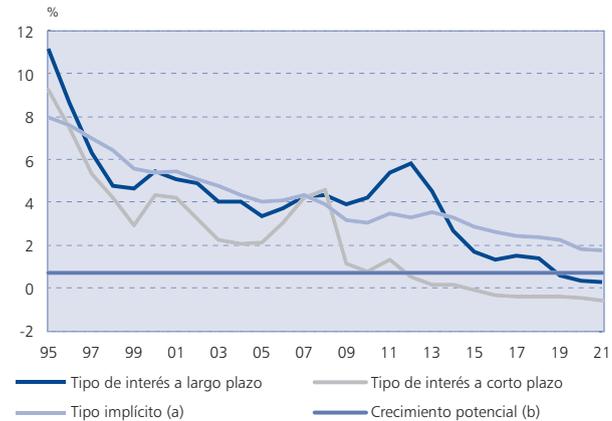
De acuerdo con los datos más recientes, el stock de deuda de las AA. PP. española ascendió en el tercer trimestre de 2022 al 116 por 100 del PIB, un valor inferior al máximo del 126 por 100 por 100 del PIB que se alcanzó en el primer trimestre de 2021, pero significativamente superior al 98 por 100 con que cerró el año previo a la pandemia, 2019. Este elevado volumen de deuda pública en relación al PIB viene generando preocupación en las autoridades comunitarias desde hace tiempo. De acuerdo con el último informe de la Comisión Europea (CE) sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en la UE, los riesgos que se detectan a medio y largo plazo para España son altos (véase Comisión Europea, 2022b).

Buena parte de esta preocupación se encuentra ligada a la evolución seguida por los tipos de interés con los que se remunera la deuda pública comparada con la media de la tasa de crecimiento potencial de la economía. El gráfico 3 ofrece evidencia al respecto. Si bien la tendencia decreciente de los tipos de interés ha sido manifiesta desde hace casi treinta años, con la excepción de la crisis de deuda soberana de principios de la década de 2010, el tipo implícito de la deuda de las AA. PP. españolas se ha mantenido de manera persistente por encima de la tasa de crecimiento potencial del PIB. Y lo que es más importante, los niveles históricamente bajos que alcanzan en 2021 no es probable que se vayan a mantener en los años inmediatamente venideros, dado el ciclo de normalización de la política monetaria que se ha mencionado antes.

Por otra parte, el entorno macroeconómico se encuentra marcado por una enorme incertidumbre, con una mayor prominencia a nivel global de la geopolítica como determinante de los desarrollos económicos. En el corto plazo, esta situación se está manifestando en una crisis energética y altos niveles de inflación que están requiriendo el recurso a medidas compensatorias de política fiscal que, a su vez, inciden sobre el déficit público estructural. El gráfico 4 precisamente ofrece la evolución de dicho saldo público estructural en las cuatro principales economías de la zona del euro.

Y la evidencia es reveladora: Francia, Italia y España no han conseguido un saldo público posi-

GRÁFICO 3
DINÁMICA DE LOS TIPOS DE INTERÉS



a. El tipo implícito se calcula como el cociente entre la carga de intereses y el stock de deuda pública.
b. Promedio del período 2011-2019 (0,8 por 100).
Fuentes: Comisión Europea y Cuadrado et al. (2022).

GRÁFICO 4
SALDO ESTRUCTURAL DE LAS CUATRO ECONOMÍAS PRINCIPALES DE LA UE



Fuente: Comisión Europea. Previsiones económicas de otoño de 2022.

tivo desde el punto de vista estructural en la última década. Con otras palabras, ni siquiera en los años centrales de dicha década, en plena bonanza económica, las decisiones de política fiscal discrecional de estos países consiguieron evitar el déficit público; de este modo, en el año anterior a la pandemia, las tres economías mencionadas presentaron déficits públicos estructurales entre el 2 y el 4 por 100 del PIB potencial.

III. ¿QUÉ ESFUERZO FISCAL SE NECESITA PARA REDUCIR LA DEUDA PÚBLICA?

Una buena aproximación a la factibilidad de un determinado escenario fiscal consiste en calcular los esfuerzos fiscales que se requerirían para alcanzar un volumen dado de deuda pública en relación al PIB. Una vez estimada esta magnitud se puede comparar con las cifras históricas de saldo presupuestario logrados por los Gobiernos en cuestión a fin de evaluar si sus posibles esfuerzos fiscales resultan viables o no.

Así, partiendo de las ratios de deuda pública sobre el PIB del final del año 2021, nos preguntamos qué saldo fiscal sin intereses necesitaríamos para alcanzar un determinado volumen de deuda pública sobre el PIB en un determinado año (1). Establecemos, en consecuencia, tres objetivos arbitrarios de deuda pública como referencia: el 60, el 80 y el 100 por 100 del PIB. Admitimos aquí una cierta crítica por la discrecionalidad con que fijamos los dos últimos valores. Mientras que el primero está claramente establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), tanto el 80 como el 100 por 100 carecen de respaldo normativo. No obstante, ambos pueden interpretarse como la mera aceptación de la situación de partida del conjunto de la zona del euro en el caso del 100 por 100 del PIB o una posición intermedia entre el actual (y demasiado exigente 60 por 100) y la mera aceptación anterior si la referencia es del 80 por 100.

Para ello seguimos el marco teórico desarrollado en Escolano (2010). Sea b_t la ratio de deuda pública sobre el PIB que sigue la siguiente dinámica:

$$b_t = (1 + \lambda_t)b_{t-1} - p_t, \quad [1]$$

donde $\lambda_t = \frac{r_t - \gamma_t}{1 + \gamma_t}$, siendo r_t el tipo de interés nominal o tipo de interés implícito de la deuda, γ_t es la tasa de crecimiento del PIB nominal y p_t es el saldo público primario, todos en el año t . Esta ecuación en diferencias tiene la siguiente solución:

$$b_N = b_0 \prod_{t=1}^N (1 + \lambda_t) - \sum_{t=1}^N \left[\prod_{i=1+t}^N (1 + \lambda_i) \right] p_t. \quad [2]$$

Suponiendo que $\lambda_t = \lambda$, esto es, que la ratio arriada definida es constante en el tiempo, llegamos a:

$$b_N = b_0(1 + \lambda)^N - \sum_{t=1}^N (1 + \lambda)^{N-t} p_t. \quad [3]$$

Finalmente, resolviendo para p_t alcanzamos el saldo primario necesario (p^*) para llegar a un volu-

men de deuda objetivo (d_N^*), partiendo de una ratio inicial (d_0) en un período de N años:

$$p^* = \frac{\lambda}{(1 + \lambda)^{-N} - 1} ((1 + \lambda)^{-N} d_N^* - d_0). \quad [4]$$

El gráfico 5 recoge el saldo fiscal primario necesario para alcanzar un volumen de deuda pública del 60 por 100 del PIB a 5, 10 o 20 años vista, respectivamente, para el agregado del área del euro y un conjunto seleccionado de países, entre los que se encuentra España. Claramente, y salvo en el caso de Países Bajos y, en 2042, Finlandia o Alemania, los principales países de la zona del euro necesitarían saldos presupuestarios positivos y en algunos casos muy elevados para reconducir su *stock* de deuda pública al 60 por 100 que marca el PEC. En el caso de Italia y Portugal se requerirían superávits primarios de dos dígitos en el primer intervalo de tiempo.

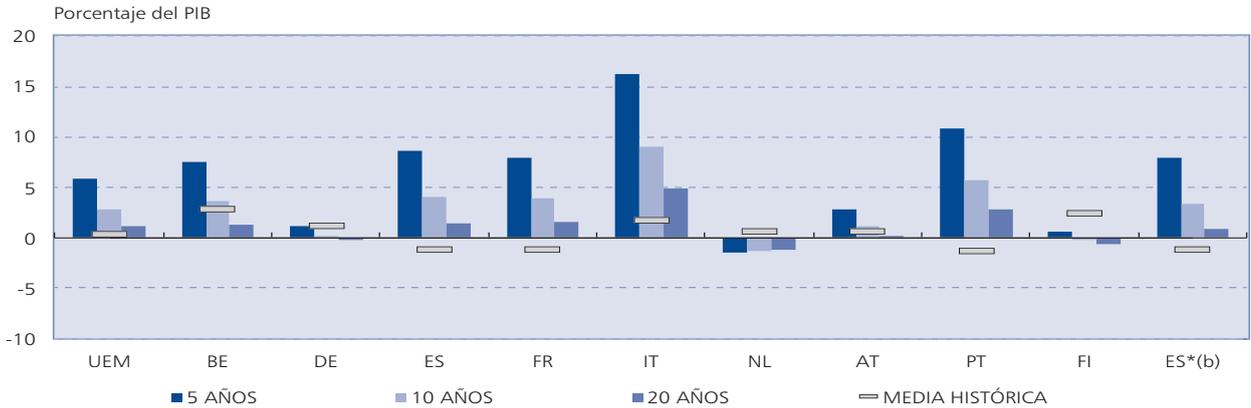
Si comparamos estas estimaciones con las cifras históricas de cierre presupuestario de estos mismos países, el contraste es nítido. Salvo el caso italiano, que suele contar con superávits fiscales primarios, los países en los que la necesidad de alcanzar saldos presupuestarios más elevados (Francia, España, Portugal) son aquellos en los que sus registros históricos presentan peores resultados en este sentido.

El primer panel del gráfico 5, denotado como a), incluye también una extensión para el caso de España. Se trata de elevar un 50 por 100 las tasas de crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés. De esta forma, intentamos aproximar nuestro análisis a un contexto en el que la inflación y, en consecuencia, los tipos de interés, se elevan sustancialmente, condicionando con ello los requerimientos de saldo público primario necesarios para alcanzar un 60 por 100 de deuda pública sobre el PIB. Se trata, en cierto modo, de una alternativa asimétrica y más ventajosa que la central anterior; se eleva el crecimiento del PIB nominal, lo que reduce el denominador de la ratio de endeudamiento a minorar y, sin embargo, el impacto de una mayor inflación sobre los tipos de interés no se recoge en esta alternativa porque trabajamos con el concepto de saldo primario. En este contexto, el esfuerzo fiscal se reduce ligeramente unas 6-7 décimas del PIB, pero sin comparación todavía viable con los registros históricos de nuestro país.

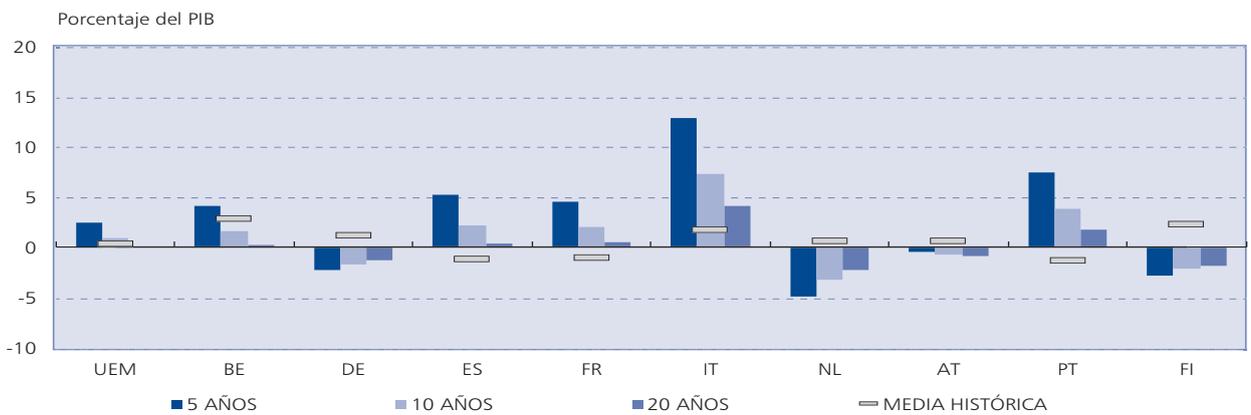
El panel b) del gráfico 5, por su parte, relaja el objetivo de endeudamiento neto al 80 por 100 del PIB. Aunque obviamente ello supone un menor es-

GRÁFICO 5
SALDO PÚBLICO PRIMARIO NECESARIO PARA REDUCIR EL NIVEL DE DEUDA PÚBLICA EN UN HORIZONTE DETERMINADO, BAJO DISTINTOS SUPUESTOS (a)

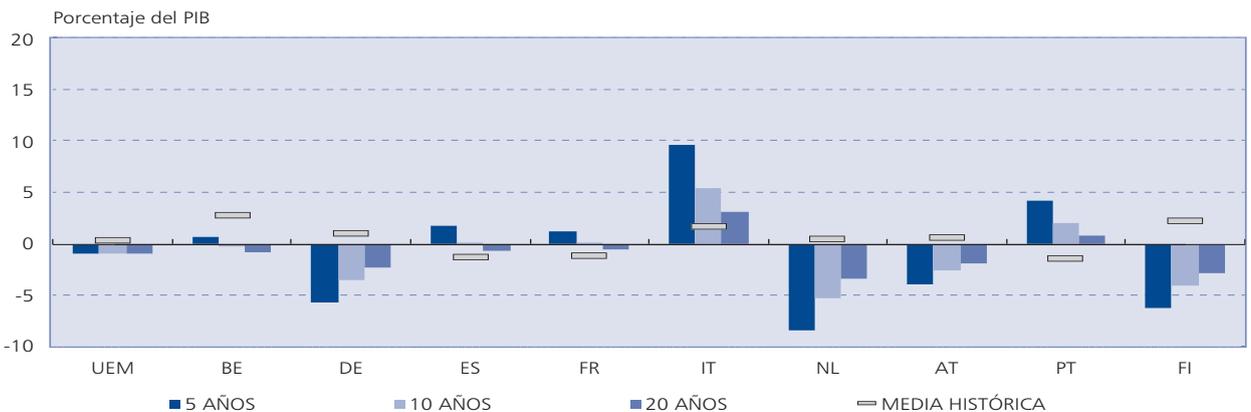
a) OBJETIVO DE DEUDA DEL 60



b) OBJETIVO DE DEUDA DEL 80



c) OBJETIVO DE DEUDA DEL 100



a. Para los cálculos del saldo primario se utiliza la ratio deuda sobre el PIB de 2021, el crecimiento nominal del PIB medio en 1999-2019 y el tipo de interés real medio en 2017-2019.

b. Escenario para España con mayor r , g e inflación: 50 por ciento más respecto al escenario central.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos de AMECO.

fuerzo fiscal para los países considerados, los saldos presupuestarios primarios exigibles en el período más corto de cinco años se mantienen entre el cinco y el 10 por 100 del PIB para los países más endeudados (Italia, Portugal; España prácticamente también), alejados por tanto de toda viabilidad. E incluso para períodos de ajuste más prolongados (a 10 o 20 años vista) países como Francia o España todavía se encontrarían alejados de sus registros históricos.

Precisamente esta circunstancia ha de calificarse en la medida en que la interpretación de este ejercicio de simulación debe concentrarse en los países con elevados niveles de endeudamiento público. Se pretende ilustrar si una relajación sustancial del valor de referencia a conseguir permite hablar de esfuerzos presupuestarios viables en los países más endeudados. Bélgica, España y Francia constituirían un grupo en el que, partiendo de ratios de deuda pública sobre el PIB por encima del 100 por 100, los esfuerzos presupuestarios se antojan factibles a diez años vista si la referencia final se sitúa en un endeudamiento público relativo del 100 por 100 del PIB. El panel c) del gráfico 5 ilustra estos detalles. Obviamente, los países con ratios más elevadas continuarían con esfuerzos presupuestarios notables; estaríamos hablando de Italia y Portugal. Todos los demás, con mayor o menor intensidad, podrían permitirse saldos presupuestarios primarios más confortables, e incluso en varios casos (Alemania, Austria, Holanda y Finlandia), de cierta envergadura deficitarios.

IV. CUANDO LA CONSOLIDACIÓN FISCAL SE ABORDA DESDE UNA PERSPECTIVA AMPLIA

En este apartado se realiza un ejercicio de simulación que, adicionalmente, también responde a un determinado patrón normativo. En particular, fijamos como objetivo una reducción de la deuda de las AA. PP. españolas de 20 puntos porcentuales en la ratio deuda pública sobre el PIB de la economía española desde 2021 hasta 2031, ambos inclusive. Los esfuerzos de consolidación fiscal los vamos a medir en términos del saldo público estructural como porcentaje del PIB potencial.

Con esta finalidad, presentamos a continuación un sencillo modelo macroeconómico que relaciona de manera coherente las principales variables en juego. Se basa en la aportación recogida en Warmedinger, Checherita-Westphal y Hernández

de Cos (2015) y extendida en Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018), que a su vez se alimenta de otras referencias ahí señaladas. En lo que sigue, expondremos de la manera más simple posible el *corpus* del modelo para, posteriormente, hacer explícitos los parámetros usados en la calibración.

El punto de arranque es una expresión que relaciona los cambios en la orientación de la política fiscal con su efecto sobre la tasa de crecimiento del PIB real:

$$g_t = \rho g_{t-1} + (1 - \rho) \bar{g}_{t-1} - \beta_1 \Delta d_t^E - \beta_2 O_t - \beta_3 (r_t - r_{t-1}), \quad [5]$$

donde g_t es la tasa de crecimiento del PIB real, con una persistencia ρ respecto a valores pasados y que, a su vez, se encuentra ligada al crecimiento del PIB potencial de pleno empleo \bar{g} en términos reales. Por su parte, Δd_t^E es la variación del saldo público estructural como porcentaje del PIB potencial nominal ($P\bar{Y}$, siendo P el nivel de precios e \bar{Y} el PIB potencial real), O_t es el *output gap* y r es el tipo de interés nominal.

Según la expresión [5], la tasa de crecimiento del PIB real dependerá positivamente de variaciones anteriores y de la tasa de crecimiento del PIB potencial real, y negativamente de la reducción del déficit público estructural, del *output gap* y de aumentos en los tipos de interés nominales.

El saldo presupuestario, medido como porcentaje del PIB nominal, se define como la suma del saldo cíclico y estructural:

$$d_t \equiv d_t^E \left(\frac{\bar{Y}_t}{Y_t} \right) + d_t^C, \quad [6]$$

donde d_t^C es el saldo cíclico, obtenido como a partir de la semielasticidad con respecto al *output gap*:

$$d_t^C \equiv \epsilon O_t. \quad [7]$$

A modo de curva de Phillips extendida, relacionamos la tasa de inflación con la situación cíclica de la economía, esto es, el *output gap* y las expectativas de inflación, que a su vez se elaboran ponderando tasas de inflación pasadas y el objetivo del BCE a medio plazo. De otra forma:

$$\pi_t = \vartheta_0 \pi^0 + (1 - \vartheta_0) \frac{1}{4} (\pi_{t-1} + \pi_{t-2} + \pi_{t-3} + \pi_{t-4}) + \vartheta_1 O_t, \quad [8]$$

donde π_t es la tasa de inflación en t y π^0 es el objetivo de inflación del BCE.

Finalmente, es preciso caracterizar la dinámica de los tipos de interés, que va a depender de un proceso de histéresis (φ_r) por el que valores pasados impactan en el presente y de una composición de los tipos de interés correspondientes a emisiones contemporáneas de deuda pública a corto y medio plazo. Así, la ecuación principal queda como sigue:

$$r_t = \varphi_r r_{t-1} + (1 - \varphi_r) \{ (1 - \varphi_r^C) r_t^L + \varphi_r^C r_t^C \}, \quad [9]$$

donde los superíndices C y L hacen referencia al corto y medio plazo con que se realizan las emisiones de deuda pública. Por su parte, se asume que el tipo de interés a medio plazo sigue también un proceso persistente y está influido por la situación de las finanzas públicas, en particular de la distancia de los valores de saldo presupuestario y deuda pública a los valores de referencia de ambos en la normativa sobre reglas fiscales, \bar{d}_t y \bar{b}_t , respectivamente.

$$r_t^L = r_{t-1}^L - \tau_d (d_{t-1} - \bar{d}_t) - \tau_b (b_{t-1} - \bar{b}_t). \quad [10]$$

El tipo de interés a corto plazo mantiene una relación de dependencia con respecto al de largo plazo, tal como recoge la expresión que sigue:

$$r_t^C = r_t^L + 1/4 \sum_1^4 (r_{t-1}^C - r_{t-1}^L), \quad [11]$$

donde se calcula una media móvil de las diferencias entre el tipo a corto y el tipo a medio en los últimos cuatro años. En definitiva, una mejora de las finan-

zas públicas conduce a unas mejores condiciones de financiación a corto y medio plazo.

Para la calibración de este modelo hemos seguido a Warmedinger, Checherita-Westphal y Hernández de Cos (2015), Laubach (2009), Balducci y Kumar (2010), Álvarez y Urtasun (2013), Broussard, De Castro y Salto (2012), Bouabdallah *et al.* (2017), Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018) y la Actualización del Programa de Estabilidad (APE) 2022-2025 (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022). Véase el cuadro n.º 1 para más detalles.

Dadas las ecuaciones definidas más arriba y la calibración realizada, puede simularse el efecto de determinados esfuerzos de consolidación fiscal sobre las variables del sistema. También se definen escenarios alternativos según la posibilidad de que la tasa de crecimiento del PIB potencial difiera de la recogida en la APE, distintos multiplicadores fiscales y valores de referencia para la ratio deuda pública sobre el PIB del 60 o del 80 por 100.

En este contexto, valoraremos la eficacia de dicho esfuerzo de consolidación para reducir la ratio deuda pública/PIB siendo conscientes de que toda política fiscal restrictiva ejerce unos efectos depresores sobre la actividad económica y, en consecuencia, sobre el saldo cíclico e incluso el volumen de endeudamiento relativo. Nótese que este último estaría sometido, pues, a dos fuerzas de signo contrario: la que reduce la deuda pública y, por consiguiente, el numerador de la ratio deuda pública

CUADRO N.º 1

CALIBRACIÓN DE LOS PARÁMETROS DEL MODELO

PARÁMETRO	SIGNIFICADO	VALOR
ρ	Persistencia en las tasas de crecimiento del PIB real	0,5
β_1	Multiplicador fiscal	0,55
β_2	Sensibilidad de la tasa de crecimiento del PIB real al cierre del <i>output gap</i>	0,2
β_3	Sensibilidad de la tasa de crecimiento del PIB real a los tipos de interés	0,15
\bar{g}	Crecimiento del PIB potencial real desde 2023 en adelante	1,6%
ε	Semielasticidad del saldo presupuestario con respecto al <i>output gap</i>	0,45
ϑ_0	Anclaje de la inflación al objetivo a medio plazo del BCE	0,3
ϑ_1	Sensibilidad de la inflación al <i>output gap</i>	0,1
τ_d	Efecto de un incremento del 1% en la ratio déficit público/PIB sobre los tipos de interés a medio plazo	0,11
τ_b	Efecto de un incremento del 1% en la ratio deuda pública/PIB sobre los tipos de interés a medio plazo	0,01
φ_r	Persistencia del tipo de interés respecto a valores pasados	0,9

sobre el PIB y la que deprime la actividad económica y, por tanto, el denominador de dicha ratio.

Una primera batida de resultados se recoge en el cuadro n.º 2. El principal supuesto subyacente aquí es la ausencia de un multiplicador fiscal, por lo que los esfuerzos de consolidación fiscal no penalizan la actividad económica de manera especialmente gravosa. Se consideran dos posibles ratios de referencia a medio plazo para la deuda pública en la ecuación [10]: 60 y 80 por 100 del PIB.

La diferencia más sustancial entre un escenario con una referencia de medio plazo del 60 por 100 del PIB como deuda pública (escenario base) y otro del 80 por 100 es que, obviamente, en el segundo se reduce ligeramente el ajuste en términos de saldo estructural, finalizando con un déficit del 1,2 por 100 frente al 0,9 por 100 del escenario base. Estaríamos hablando, por tanto, de un ajuste anual promedio del saldo estructura del 0,31 por 100 frente al 0,34 (2). Nótese que, aunque en ningún caso se alcanza el valor de referencia de deuda pú-

CUADRO N.º 2

SALDO ESTRUCTURAL PARA REDUCIR LA DEUDA PÚBLICA EN 20 PUNTOS DEL PIB. SIN MULTIPLICADOR FISCAL

Escenario base: deuda pública de referencia en el 60 por 100 del PIB	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SALDO ESTRUCTURAL, % POTENCIAL	-4,3	-4,0	-3,6	-3,3	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9	-1,6	-1,2	-0,9
SALDO PÚBLICO TOTAL, % PIB	-6,9	-5,1	-3,9	-3,2	-2,7	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-1,2	-0,9
SALDO CÍCLICO, % PIB	-2,4	-1,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
PIB REAL	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
PIB NOMINAL	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7	4,1	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7
Escenario alternativo: deuda pública de referencia en el 80 por 100 del PIB	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SALDO ESTRUCTURAL, % POTENCIAL	-4,3	-4,0	-3,7	-3,4	-3,1	-2,7	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-1,2
SALDO PÚBLICO TOTAL, % PIB	-6,9	-5,1	-3,9	-3,2	-2,8	-2,5	-2,3	-2,0	-1,7	-1,5	-1,2
SALDO CÍCLICO, % PIB	-2,4	-1,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
PIB REAL	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
PIB NOMINAL	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7	4,1	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7

CUADRO N.º 3

SALDO ESTRUCTURAL PARA REDUCIR LA DEUDA PÚBLICA EN 20 PUNTOS DEL PIB. MULTIPLICADOR FISCAL DE 0,55

Escenario base: deuda pública de referencia en el 60 por 100 del PIB	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SALDO ESTRUCTURAL, % POTENCIAL	-4,3	-3,9	-3,5	-3,1	-2,7	-2,2	-1,8	-1,4	-1,0	-0,6	-0,2
SALDO PÚBLICO TOTAL, % PIB	-6,9	-5,0	-3,7	-2,9	-2,4	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-0,7
SALDO CÍCLICO, % PIB	-2,4	-1,1	-0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5
PIB REAL	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8	1,4	1,2	1,2	1,3	1,4	1,5
PIB NOMINAL	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7	3,8	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4
Escenario base con más crecimiento potencial (2,2 por 100)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SALDO ESTRUCTURAL, % POTENCIAL	-4,3	-3,9	-3,5	-3,1	-2,7	-2,3	-1,9	-1,5	-1,1	-0,7	-0,3
SALDO PÚBLICO TOTAL, % PIB	-6,9	-5,0	-4,0	-3,5	-3,3	-3,0	-2,6	-2,1	-1,7	-1,3	-0,8
SALDO CÍCLICO, % PIB	-2,4	-1,1	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5
PIB REAL	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
PIB NOMINAL	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7	4,3	4,1	4,1	4,2	4,1	4,1

CUADRO N.º 4

SALDO ESTRUCTURAL PARA REDUCIR LA DEUDA PÚBLICA EN 20 PUNTOS DEL PIB. MULTIPLICADOR FISCAL DE 1,0

Escenario base: deuda pública de referencia en el 60 por 100 del PIB	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SALDO ESTRUCTURAL, % POTENCIAL	-4,3	-3,8	-3,3	-2,8	-2,3	-1,8	-1,3	-0,8	-0,3	0,2	0,7
SALDO PÚBLICO TOTAL, % PIB	-6,9	-4,9	-3,6	-2,7	-2,1	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-0,9	-0,4
SALDO CÍCLICO, % PIB	-2,4	-1,1	-0,2	0,1	0,2	0,0	-0,3	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2
PIB REAL	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,2	1,4
PIB NOMINAL	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7	3,5	2,9	2,8	3,0	3,0	3,1
Escenario base con más crecimiento potencial (2,2 por 100)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
SALDO ESTRUCTURAL, % POTENCIAL	-4,3	-3,8	-3,3	-2,9	-2,4	-1,9	-1,4	-0,9	-0,5	0,0	0,5
SALDO PÚBLICO TOTAL, % PIB	-6,9	-5,0	-3,9	-3,3	-3,0	-2,7	-2,4	-2,0	-1,6	-1,1	-0,6
SALDO CÍCLICO, % PIB	-2,4	-1,1	-0,5	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
PIB REAL	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2
PIB NOMINAL	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7	4,0	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8

blica sobre el PIB en el horizonte planteado hasta 2031, sea este del 60 o del 80 por 100, el tener uno u otro alivia la presión sobre los tipos de interés (de acuerdo con la ecuación [10]) y, por consiguiente, sobre la intensidad del ajuste. Salvo esta circunstancia, el resto de la comparativa no muestra de hecho diferencias sustanciales, con tasas de crecimiento del PIB nominal y real idénticas entre ambos.

En el cuadro n.º 3 ya consideramos un multiplicador fiscal de 0,55, alineado con los valores que proporciona la literatura (véase, por ejemplo, Bouabdallah *et al.*, 2017; o Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez, 2018). En el primer panel de dicho cuadro, el del escenario base que fija una referencia de la ratio deuda pública sobre el PIB del 60 por 100, ya se ofrece una senda de saldo estructural que va decreciendo a razón de 0,41 por 100 al año, esto es, un 20 por 100 más que sin multiplicador fiscal. En este nuevo escenario base el saldo cíclico se deteriora más que en el anterior; no en vano, ahora existe un coste en términos de actividad económica que pasa factura en la corrección del saldo presupuestario ligado al ciclo económico. Por ello, el ajuste fiscal estructural debe ser más intenso.

Si elevamos el crecimiento potencial de la economía desde el 1,6 por 100 del escenario base al 2,2 del panel inferior del cuadro n.º 3 el ajuste fiscal estructural apenas se ve modificado: 0,40 puntos de reducción al año. Pero el crecimiento del PIB real y nominal aumenta sustancialmente desde el 1,5 y 3,4 del escenario base al final del período al 2,3 y 4,1

cuando el crecimiento potencial se ha elevado. De esta sencilla manera se ilustra también lo importante que es incrementar la tasa de crecimiento potencial de una economía para acomodar de mejor forma los costes que todo ajuste fiscal estructural conlleva.

Finalmente, elevamos la respuesta de la economía frente a la política fiscal con un multiplicador igual a 1 y que combinamos con un escenario base que mantiene el crecimiento potencial en el 1,3 (panel superior del cuadro n.º 4) o en el 2,2 por 100 (panel inferior). El cuadro n.º 4 muestra las simulaciones. En el primer panel se requiere un superávit estructural del 0,7 por 100 del PIB potencial al final del período, lo que en términos dinámicos ha significado reducir el déficit estructural a razón de un 0,50 por 100 cada año, es decir, un 25 por 100 más que en el caso inmediatamente anterior.

Aunque el crecimiento del PIB se aproxima a los valores de las simulaciones anteriores al final del período, sí hay una cierta travesía del desierto entre los años 2026 y 2029 ambos inclusive. Cuando elevamos la tasa de crecimiento potencial (panel inferior del cuadro n.º 4), los costes del intenso ajuste fiscal sobre la actividad se moderan, aunque el déficit cíclico se mantiene en valores elevados.

V. CONCLUSIONES

En este trabajo hemos ilustrado la complicada factibilidad a la que se enfrentarían los principales países de la zona del euro para acometer

procesos de consolidación fiscal exitosos. En particular, hemos concentrado nuestra atención en determinados objetivos de reducción del *stock* de deuda pública en relación al PIB. Obviamente, dados los elevados volúmenes de endeudamiento relativo que presentan buena parte de los países analizados, los dos escenarios en los que desemboca nuestro análisis eran esperables. O bien son necesarios superávits fiscales de una magnitud desconocida en perspectiva histórica para reducir sustancialmente la ratio deuda pública sobre el PIB en períodos de tiempo más o menos prolongados (de varios lustros), o bien si no se quiere adoptar una política fiscal demasiado contractiva que dañe inevitablemente la actividad económica, los avances en la reducción del endeudamiento serán más bien magros.

En el primer ejercicio hemos evidenciado la dificultad de alcanzar un saldo primario lo suficientemente elevado como para cumplir con el objetivo del 60 por 100 de deuda sobre el PIB marcado por los tratados europeos. En el caso de España, el saldo primario debería superar con creces su media histórica, incluso en un escenario con elevadas tasas de crecimiento del PIB nominal. En el escenario más posibilista, que desemboca en un 100 por 100 de deuda sobre el PIB, la mayoría de los países serían capaces de alcanzar el objetivo con saldos primarios más factibles. En este grupo entraría España, que en una década lograría alcanzar el objetivo con un esfuerzo fiscal viable.

En el segundo ejercicio hemos calculado para España el saldo público estructural necesario para reducir a lo largo de diez años la deuda pública en 20 puntos porcentuales del PIB, adoptando diversos supuestos sobre el multiplicador fiscal y la tasa de crecimiento del PIB potencial; también se han establecido diferentes escenarios en términos de los valores de referencia normativos para la ratio deuda pública sobre el PIB.

En un escenario central en el que el multiplicador fiscal se sitúa en el rango mediano de los estimados por la literatura, la reducción del endeudamiento público relativo de la economía española exigiría pasar de un déficit estructural actual en el entorno del 4 por 100 del PIB potencial a prácticamente el equilibrio presupuestario en términos estructurales, en una década. Un mayor multiplicador fiscal provocaría daños más elevados en la actividad económica, que en términos presupuestarios conllevaría mayores déficits públicos cíclicos y, a su vez, en un

proceso que se retroalimenta, conduciría a saldos públicos estructurales más exigentes.

Las implicaciones normativas que se derivan de un trabajo como este son varias. En primer lugar, se pone de manifiesto que el no aprovechar las épocas de bonanza económica para reducir el endeudamiento público provoca que, en el siguiente ciclo recesivo, la ratio deuda pública sobre el PIB suponga un importante condicionante para acometer el inevitable proceso de consolidación fiscal que, tarde o temprano, van a pedir los inversores internacionales y/o las reglas fiscales europeas. Y estos procesos de consolidación serán tanto más exigentes y contractivos sobre la actividad económica cuanto más elevado sea el nivel de endeudamiento público del que se parta.

En segundo lugar, se constata que los límites cuantitativos de las actuales reglas fiscales europeas, ahora en suspenso, y en particular el referido a la ratio deuda pública sobre el PIB inferior o igual al 60 por 100, no resultan factibles en horizontes de una década para la necesaria consolidación fiscal que habrán de acometer las principales economías del área del euro.

Desde esta perspectiva, resulta adecuada la propuesta actual de la Comisión Europea sobre la reforma del marco de gobernanza de la política fiscal en la UE que hemos mencionado en la introducción. En ella se plantean, entre otros elementos, la introducción de una mayor flexibilidad en la determinación de los objetivos de referencia para la deuda pública, siguiendo un enfoque de consolidación centrado en el medio plazo, junto con consideraciones relativas al crecimiento potencial, al introducir explícitamente mecanismos para promover inversiones y reformas estratégicas.

Finalmente, cualquier proceso de reducción de las vulnerabilidades presupuestarias y normalización de la situación de las finanzas públicas en el medio plazo de la entidad de los que se evidencian en las simulaciones presentadas en este artículo requerirá, posiblemente, y si se atiende a la experiencia internacional sobre episodios históricos previos, del recurso a instrumentos presupuestarios tanto por el lado de los impuestos como del gasto *público*, en el marco de una estrategia de medio plazo. El peso que se asigne a cada tipo de instrumento dependerá, obviamente, tanto de la ambición de las metas fiscales que se planteen como de las preferencias sociales que sustenten el proceso de normalización.

Con carácter general, no obstante, puede argumentarse que este proceso debería tener en cuenta la composición del gasto público y cómo esta puede afectar al crecimiento económico (3), aprovechando, además, el contexto favorable de recepción de los fondos NGEU. Toda esta panorámica se beneficiaría de una revisión en profundidad del sistema tributario español en su conjunto, que atendiera a las necesidades de consolidación presupuestaria, pero que a la vez pudiera apoyar el aumento del crecimiento potencial de la economía (4).

NOTAS

(*) Las opiniones vertidas en este artículo son exclusivas de los autores y no necesariamente reflejan las del Banco de España o el Eurosistema.

(1) Los datos utilizados en nuestro análisis son estándar, y los tomamos de la base de datos AMECO de la Comisión Europea.

(2) Para simplificar su lectura, las cifras de los cuadros han sido redondeadas en el primer y único decimal.

(3) Según ALLOZA *et al.* (2022), en el diseño de cualquier proceso de normalización de las finanzas públicas en el contexto actual debe evitarse que el ajuste recaiga en las partidas de gasto que más favorecen el crecimiento económico a largo plazo, como son la inversión y la educación, en las que, además, se identifica un déficit en el caso español respecto al conjunto de la UE. Cabe destacar que dichas partidas contribuyen de forma decisiva a reducir la desigualdad y a reforzar la equidad intergeneracional en su papel de políticas redistributivas premercado.

(4) Véase, entre otros, Comité de Personas Expertas para elaborar el *Libro blanco sobre la reforma tributaria* (2022) y las referencias allí citadas.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLOZA, M., ANDRÉS, J., BURRIEL, P., KATARYNIUK, I., PÉREZ, J. J. y VEGA, J. L. (2021). La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. *Documento Ocasional del Banco de España*, 2121.
- ALLOZA, M., BRUNET, J., FORTE-CAMPOS, V., MORAL-BENITO, E. y PÉREZ, J. J. (2022). El gasto público en España desde una perspectiva europea. *Documento Ocasional del Banco de España*, 2217.
- ALONSO, D., KATARYNIUK, I., MORENO, C. y PÉREZ, J. J. (2022). El programa *Next Generation EU*: características y claves para su éxito. *Información Comercial Española*, n.º 924, pp. 77-97.
- ÁLVAREZ, L. J. y URTASUN, A. (2013). La variación en la sensibilidad cíclica de la inflación española: una primera aproximación. *Boletín Económico*, julio-agosto. Banco de España.
- AMECO (2022). *Base de datos de la Comisión Europea*.
- AUTORIDAD INDEPENDIENTE DE RESPONSABILIDAD FISCAL, AIRF (2022a). *Data Lab. Observatorio de Deuda Pública*.
- BALDUCCI, E. y KUMAR, M. S. (2010). Fiscal deficits, public debt, and sovereign bond yields. *IMF Working Paper*, n.º 10/184.
- BANCO DE ESPAÑA (2022a). *Estadísticas de Administraciones Públicas*.

- BANCO DE ESPAÑA (2022b). *Mercado primario de valores*.
- BANCO DE ESPAÑA (2022c). *Informe trimestral de la economía española*.
- BOE (2012). Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera.
- BOUABDALLAH O., CHECHERITA-WESTPHAL, C., WARMEDINGER, T., DE STEFANI, R., DRUDI, F., SETZER, R. y WESTPHAL, A. (2017). Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework. *Occasional Paper*, n.º 185. European Central Bank.
- BROUSSARD J., DE CASTRO, F. y SALTO, M. (2012). Fiscal multipliers and public debt dynamics in consolidations. *Economic Papers*, n.º 460. European Economy,.
- COMISIÓN EUROPEA (2022a). *Creación de un marco de gobernanza económica adaptado a los retos futuros*. Comunicado de prensa, 9 de noviembre. Bruselas.
- COMISIÓN EUROPEA (2022b). Fiscal Sustainability Report 2021. *Institutional Paper* 171, 25 April 2022. Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- COMITÉ DE PERSONAS EXPERTAS PARA ELABORAR EL LIBRO BLANCO SOBRE LA REFORMA TRIBUTARIA (2022). *Libro blanco sobre la reforma tributaria*. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.
- CUADRADO, P., IZQUIERDO, M., MONTERO, J. M., MORAL-BENITO, E. y QUINTANA, J. (2022). El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia. *Documento Ocasional del Banco de España*, 2208
- ESCOLANO, J. (2010). *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates*. IMF, Fiscal Affairs Department.
- EUROSTAT (2022). *Government Statistics. Government deficit and debt*.
- FORTE-CAMPOS, V., GARCÍA-MORAL, B. y LAPORTA-CORBERA, M. I. (2022). La Evolución de la Deuda Pública en España en 2021. *Notas Económicas* 4/2022. *Boletín Económico*. Banco de España.
- HERNÁNDEZ DE COS, P., LÓPEZ-RODRÍGUEZ, D. y PÉREZ, J.J. (2018). The Challenges of Public Deleveraging. *Documentos Ocasionales* n.º 1803. Banco de España.
- LAUBACH, T. (2009). New evidence on the interest rate effects of budget deficits and debt. *Journal of the European Economic Association*, 7, pp. 858-885.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y FUNCIÓN PÚBLICA (2022). *Programa de Estabilidad 2022-2025*.
- MOURRE, G., POISSONNIER, A. y LAUSEGGER, M. (2019). The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update and Further Analysis. *European Economy - Discussion Papers* 2015 – 098. Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- WARMEDINGER, T., CHECHERITA-WESTPHAL, C. y HERNÁNDEZ DE COS, P. (2015). Fiscal Multipliers and Beyond. *Hacienda Pública Española - Review of Public Economics*, 215, pp. 139-168.