

SOSTENIBILIDAD DEL SISTEMA FISCAL ESPAÑOL

La situación de la deuda pública en Europa ha despertado el interés por conocer las condiciones de la sostenibilidad fiscal de las distintas economías de la Unión. Las dudas creadas por el posible impago de Grecia se han extendido a otros países de la Unión Europea tensionando los mercados de deuda pública. En este sentido, el crecimiento de los diferenciales entre los países periféricos y Alemania ha llevado a la intervención de las cuentas irlandesas y portuguesas y ha dejado debilitada la posición de Italia y España. En este contexto parece relevante analizar las condiciones de sostenibilidad de las cuentas públicas españolas.

Sostenibilidad no quiere decir que las cuentas tengan que estar equilibradas de forma continuada, aunque eso lo garantizaría sin duda. Es decir, se pueden producir desviaciones temporales del equilibrio, sin embargo lo que cuestiona en el fondo la viabilidad de las cuentas públicas es que el déficit sea excesivo o la deuda se incremente de forma descontrolada. En ese momento se incurre en un problema de solvencia que puede llevar a los acreedores a dejar de financiar un país por las dudas de recuperar su inversión. Para evitar estas situaciones, los gestores de política económica deben cambiar las medidas que se están aplicando, esta-

Jorge Sainz e Ismael Sanz son profesores titulares de la Universidad Rey Juan Carlos.

José Félix Sanz es catedrático de la Universidad Complutense de Madrid.

bleciendo un proceso de consolidación fiscal para tratar de mantener la solvencia del país.

En este estudio se analiza cómo con las condiciones macroeconómicas actuales, la deuda pública española es sostenible si logra alcanzar para 2015 un superávit primario (sin tener en cuenta el pago de intereses) en el entorno del 0,9% o 1,0% del PIB. Con este superávit la deuda soberana española se situaría en el 85,4% del PIB en 2030. No obstante, sobre la economía española pesan algunas incertidumbres que podrían hacer cuestionar la sostenibilidad fiscal de nuestra deuda pública. La primera es la prima de riesgo de nuestro país, que de vez en cuando se ve zarandeada en los mercados financieros. Si el tipo de interés a pagar por nuestra deuda superara la barrera del 7,0% y se desencadenase un proceso de retroalimentación de deterioro de la sostenibilidad fiscal y la actividad económica, la deuda pública española dejaría de ser gobernable.

El proceso de envejecimiento demográfico español, en segundo lugar, elevará el gasto público en pensiones y sanidad en un 1,7% del PIB al año para 2030. Desde que la Comisión Europea realizó estas estimaciones, se ha reformado el sistema de pensiones en España de modo que esa estimación podría ser ahora algo más baja, pero aun así sería recomendable que se acometan más reformas para limitar el crecimiento exponencial de estos gastos que podrían provocar que la sostenibilidad fiscal de nuestro país se viera en entredicho incluso con tipos de interés inferiores al 7,0% mencionado anteriormente.

El coste efectivo para los contribuyentes de la culminación del proceso de saneamiento y recapitalización del sistema financiero es otro de los elementos de incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Así, frente a unas necesidades adicionales de fondos públicos que como máximo alcanzarían el 10% del PIB, la clave para valorar el impacto en la sostenibilidad de las cuentas públicas es cuánto de este importe se espera que pueda ser recuperado posteriormente mediante la devolución de préstamos, enajenación de participaciones o venta de activos. Siguiendo las experiencias internacionales sabemos que una gran parte de estos fondos acaba siendo recuperada, incluso con beneficios. Así, si se asume incluso

una recuperación muy modesta –un 60% del total de fondos destinados al saneamiento bancario–, entonces la deuda pública se situaría en un aún manejable 92% a largo plazo.

Si el saneamiento del sistema financiero produjese un crecimiento adicional del PIB de 0,3 puntos, la deuda se situaría entonces en el 85% del escenario base en el año 2030. Si el Estado recuperase el 90% o más de los importes destinados al saneamiento y recapitalización bancaria, entonces la deuda se situaría al final del periodo en ratios inferiores al 90%. De hecho, bastaría con una décima de crecimiento económico adicional para que esta medida compensase en términos de sostenibilidad fiscal. Y es una constatación empírica que a España el tener un sistema bancario disfuncional le cuesta bastante más de una décima de crecimiento al año.

Algunos autores como Stiglitz y Krugman han puesto en cuestión la teoría de las “contracciones presupuestarias expansivas” expuesta a raíz del trabajo de Giavazzi y Pagano (1990), y defienden la necesidad de realizar estímulos fiscales para mejorar las perspectivas económicas en este momento de crisis. Sin embargo, desde la perspectiva de sostenibilidad fiscal, en países como España el aumento del déficit perjudicaría nuestra capacidad de hacer frente a los pagos del servicio de la deuda en un futuro, a no ser que estas medidas tuvieran un efecto sobre el crecimiento económico mucho más elevado del que indican la evidencia empírica y los trabajos teóricos.

Lo que sí es cierto es que las “contracciones presupuestarias expansivas” funcionan mejor en un contexto en el que la crisis económica azota a algún país o alguna zona en particular, mientras el resto del mundo se recupera más rápidamente. Esto es precisamente lo que ocurrió en Suecia y Finlandia en 1993. En cualquier caso, muchos de los que ahora critican los ajustes presupuestarios y defienden la continuidad de los estímulos fiscales son los que señalaban a la Ley de Estabilidad Presupuestaria del Gobierno del PP como fundamentalista, y seguro que hoy convendrán que si no llega a ser por la política de austeridad de esos Gobiernos entre 1996 y 2004, España se encontraría ahora en una situación mucho más dramática que la que estamos viviendo.

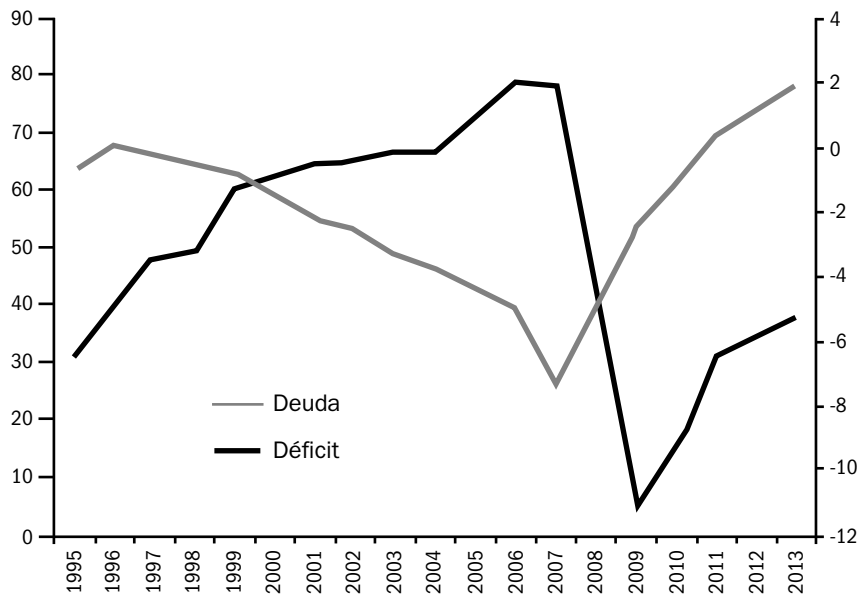
LA POSICIÓN FISCAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

España ha sido uno de los países más afectados fiscalmente por la actual crisis económica. Sin ánimo de ser exhaustivo y a título ilustrativo, entre estas peculiaridades españolas cabe destacar por ejemplo: el elevado desempleo, el retraso en el reconocimiento de la crisis, el desacierto de las medidas inicialmente llevadas a cabo por el Gobierno, la falta de compromiso en aquellas que se vio obligado a tomar a partir de mayo de 2010 o las “sorpresas”, por llamarlas de alguna manera, en los datos presupuestarios descubiertos en muchas Comunidades Autónomas después de las elecciones de mayo de 2011. No obstante, este resultado era el esperado tanto desde un punto de vista teórico como empírico. Por ejemplo Kontopoulos y Perotti (1999) muestran como, en entornos donde existen muchas administraciones con acceso a recursos públicos –especialmente cuando hay tensiones identitarias o ideológicas–, existe la tendencia a incrementar el gasto público, cargando sobre “los otros niveles de la administración” la responsabilidad y, por tanto, la tarea de controlar dicho gasto. El resultado de un diseño imperfecto de las instituciones presupuestarias es inevitablemente un incremento del uso de dinero público, favoreciendo incrementos de los niveles de déficit y endeudamiento. La Teoría de las Organizaciones confirma que sólo el establecimiento de un compromiso firme de contención presupuestaria respaldado, a su vez, por una mejora en el diseño de las instituciones presupuestarias puede detener la sangría y permitir que la consolidación fiscal se perciba como una realidad asumible y real. Esta situación ideal pasa inevitablemente por establecer mecanismos de incentivos que favorezcan un comportamiento lícito y eficiente de lo público (*res publica*).

En España, la falta de este compromiso se ha traducido en un deterioro constante de la posición fiscal española y en un incremento del endeudamiento del Estado. El Gráfico 1 muestra la evolución del déficit público y la deuda de las Administraciones Públicas en España como porcentaje del PIB desde 1995. Se puede observar el espectacular deterioro que ha experimentado el saldo de las AA.PP. desde el año 2007. En su análisis *Restoring fiscal sustainability in Spain*, de marzo de 2011, la OCDE concluye que nuestro país ha sido el tercero de los países desarrollados en donde más se ha deteriorado el déficit público: de un superávit del 1,9% del PIB en 2007 se pasó

a un déficit del 11,1% en 2009. Y lo peor de todo es que, según las estimaciones de la propia OCDE, el 6% de este déficit es estructural, es decir, una vez eliminado el componente cíclico y los estímulos temporales. La caída es especialmente relevante si tenemos en cuenta los niveles iniciales de superávit cimentados en la gestión de los Gobiernos del Partido Popular entre 1996 y 2004, sobre la base de los buenos resultados de la Ley de Estabilidad Presupuestaria antes de su reforma por el Gobierno socialista. De hecho, la propia OCDE (2011) señala que “Los esfuerzos para controlar el gasto público fueron particularmente señalados hasta 2005. Después, el gasto creció más que el PIB nominal...” (página 8 del citado informe). La disminución en los niveles de deuda pública en relación al PIB registrados en el periodo 1999-2007 (una disminución de 26,2 puntos) se han revertido completamente entre 2008-2012 con las últimas proyecciones (aumento de 33,7) según el Banco Central Europeo (2011): *Ensuring Fiscal Sustainability in the Euro Area*.

GRÁFICO 1

Déficit y deuda pública de España en el periodo 1995-2011 (%PIB)

Fuente: Comisión Europea. European Economy. 2011. Autumn Forecast

El proceso de neutralización de los desequilibrios presupuestarios que se inició a mediados de 2010, tras la imposición al Gobierno socialista de Rodríguez Zapatero de criterios de austeridad, prevé un déficit del 6% en 2011 y del 4,4% en el 2012, aunque las últimas previsiones de la Comisión Europea sitúan el déficit previsto en el 6,6% para este año y el 5,9% para el próximo. El ajuste se ha realizado a través de una contención del gasto no financiero con medidas como la reducción del sueldo de los funcionarios, el incremento del tipo del Impuesto sobre el Valor Añadido, congelación de pensiones, etc. Junto a estas medidas de efecto inmediato, se han presentado otras destinadas a mejorar la sostenibilidad a largo plazo del sistema, como el cambio en la edad de jubilación.

SOSTENIBILIDAD DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Es interesante antes de analizar la sostenibilidad de la economía española relacionarla con otro concepto paralelo y que se utiliza generalmente de forma equivalente: la solvencia. Una economía es solvente si el valor actual de sus gastos primarios presentes y futuros, (aquellos gastos que resultan sin tener en cuenta el pago de los intereses) es igual o menor que sus ingresos, una vez descontada la deuda existente. Este tipo de análisis es el que sirve a los inversores para analizar la viabilidad económica de un país y de sus cuentas públicas. Si además de ser solvente un país gestiona su economía de forma que el mantenimiento de ese estatus de solvencia no requiere cambios relevantes en el futuro, entonces esa economía, además, es sostenible. Blanchard (1990) señala que un buen indicador de la insostenibilidad de las cuentas públicas es aquel que manifiesta de forma clara y fácilmente interpretable si se han llevado a cabo políticas económicas que están conduciendo a una acumulación rápida de deuda pública de difícil reversión. El indicador que se utilizará será el que se infiere del trabajo del propio Oliver Blanchard, actual economista jefe del Fondo Monetario Internacional:

$$\textit{superávit primario}^* = b_0 \frac{(r-y)}{(1+y)} \quad (1)$$

Donde *superávit primario** indica el superávit primario en porcentaje del PIB que cumple la condición de sostenibilidad de las cuentas públicas. Es

decir, es el superávit primario que, de sostenerse constantemente, permite afrontar el pago de los intereses sin que el nivel de deuda pública tenga que incrementarse. Por su parte b_0 es la deuda pública (en porcentaje del PIB) del momento inicial del periodo que se estudia, mientras que r es el tipo de interés nominal al que paga la deuda e y es la tasa de crecimiento económico nominal. Nuestra simulación de partida asumirá como válido el cuadro macroeconómico correspondiente a 2011¹.

TABLA 1

Superávit primario y sostenibilidad fiscal en España (% PIB)

	Inicial 2011	2012	2013	Medio-largo plazo
Deuda pública	69,6	73,8	78,0	78,0
Crecimiento nominal	2,2	1,8	2,7	3,7
Crecimiento real	0,7	0,7	1,4	2,0
Defactor	1,5	1,1	1,3	1,7
Tasa de interés	5,4	5,4	5,4	5,0
SUPERÁVIT PRIMARIO SOSTENIBLE	2,2	2,6	2,1	1,0
Déficit Primario efectivo	4,5	3,5	2,7	-
Pago de intereses	2,2	2,4	2,6	-
Déficit total real	6,6	5,9	5,3	-
Ajuste fiscal	6,7	6,1	4,8	-

Con estos datos, el superávit primario que permitiría afrontar los pagos presentes y futuros de la deuda española y asegurar instantáneamente su sostenibilidad sería del 2,2% del PIB. Sin embargo, las previsiones de la Comisión Europea en otoño para España en 2011 son de un déficit primario del 4,5% del PIB (al que sumando el 2,2 de pagos de intereses alcanza el 6,6 de déficit total). En consecuencia, nuestro país debería realizar aún un ajuste fiscal de 6,7% del PIB para que las cuentas públicas aseguraran su sostenibilidad. Conforme a las previsiones de la Comisión Europea, en 2012, el menor crecimiento nominal previsto para la economía de nuestro país incrementaría el superávit primario requerido para estabilizar la

¹ Los datos relativos a la deuda pública y el crecimiento económico provienen de las previsiones de la Comisión Europea de primavera y septiembre. El tipo de interés se ha obtenido del bono de deuda pública española a 10 años en los mercados secundarios en el mes de octubre.

deuda hasta alcanzar el 2,6%. Al mismo tiempo, el déficit primario efectivo previsto disminuiría desde el 4,5% al 3,5%, lo que dejaría la necesidad de la consolidación fiscal aún en el 6,1% del PIB. En 2013 la mejora de las perspectivas de crecimiento real y nominal contribuiría a que el superávit primario sostenible se redujese hasta el 2,1%, aunque el ajuste fiscal continuaría siendo un importante 4,8% del PIB. Si en lugar del 5,4%, los tipos de interés exigidos por los mercados financieros se situaran en los niveles alcanzados a principios de noviembre del 5,8%, entonces el ajuste fiscal tendría que ser 3 décimas superior en todos los años entre 2011 y 2013.

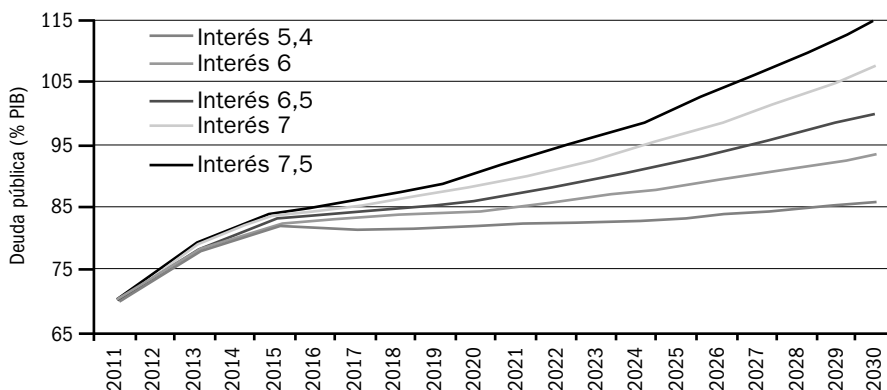
En la última columna de la Tabla 1 se ha establecido un escenario de medio y largo plazo partiendo del mismo nivel de deuda bruta de España del 78,0% previsto por la Comisión Europea para 2012. Se ha supuesto una tasa de crecimiento económico real del 2,0%, basado en las previsiones del Servicio de Estudios del BBVA para la próxima década y que se encuentran próximas al 1,7% que el FMI estimaba para 2016 en el *World Economic Outlook* de abril de 2011. Para la evolución de los precios se ha tenido en cuenta el objetivo del Banco Central Europeo de disponer de una inflación inferior pero cercana al 2%. Finalmente, el tipo de interés promedio para el periodo se ha supuesto en el 5%, el mismo que asume en sus estimaciones de sostenibilidad fiscal el Banco Central Europeo (2011). La esperable reducción de la presión sobre la deuda soberana española a medio plazo hará disminuir el tipo de interés, mientras que el empeoramiento de las perspectivas económicas también podría elevarlos. El efecto neto sería probablemente situar los tipos de interés de la deuda pública española en el medio plazo en el entorno del 5,0%. Con estos supuestos, el superávit primario español que cumpliría la condición de sostenibilidad fiscal en el medio y largo plazo sería del 1,0% del PIB. En consecuencia si la situación económica se normalizase, un superávit primario del 1,0% sería suficiente para asegurar la sostenibilidad fiscal de las cuentas públicas españolas. Si el Gobierno español fuese capaz de alcanzar esa meta en los próximos años, aunque para entonces la deuda pública fuera más alta, entonces es muy posible que las dudas sobre la capacidad de nuestro país de afrontar el pago del servicio de la deuda remitiesen. El superávit primario sostenible se ha ido incrementando poco a poco en los últimos años. En 2009, el *Sustainability Report* de la Comisión Europea estimaba el superá-

vit primario sostenible de España en el 0,7% y más tarde en el Programa de Estabilización del Ministerio de Economía y Hacienda se situaba el objetivo de superávit primario para 2014 en el 0,8%, probablemente porque se entiende que ésta es la cifra que permitiría que las cuentas públicas de España sean sostenibles. Los datos de medio y largo plazo de la columna 4 señalan que esta cifra ascendería ahora ya al 1,0%.

En la última columna de la Tabla 1 se ha dibujado un escenario en el que la situación económica se normaliza, aumentando la tasa de crecimiento económico actual hasta el 2,0% y disminuyendo el tipo de interés al 5,0%. Pero sería interesante observar qué ocurriría si la situación empeorase antes de mejorar. ¿Podría ponerse en duda la sostenibilidad fiscal de España en algún momento si se produjese un agravamiento en los mercados financieros? Para comprobar este extremo, el Gráfico 2 presenta cuál sería la evolución de la deuda pública española en función de los tipos de interés que haya que pagar por la deuda soberana.

GRÁFICO 2

Deuda pública en el periodo 2011-2030 en función de los tipos de interés de la deuda soberana



Nota: Para la elaboración del gráfico se han considerado las siguientes hipótesis: La tasa de crecimiento en cada año para el PIB real y la inflación son las contenidas en la Tabla 1. Para estas variables se asume adicionalmente entre 2013 y 2016 una progresión lineal hasta los valores de largo plazo que se mantienen constantes hasta el final del periodo. Para la evolución del balance fiscal primario se asume que éste se corrige a razón de 1,1 puntos por año hasta alcanzar un superávit primario en 2016 que se mantiene a largo plazo. La duración media de la cartera de deuda pública se asume en 6 años siguiendo las hipótesis del Banco Central Europeo.

Pues bien, el Gráfico 2 muestra que España podría mantener su deuda pública en torno al 85% hasta 2030, pagando las nuevas emisiones al 5,4%. Es decir, con ese tipo de interés, si se consiguiera alcanzar el superávit primario del 0,8% que preveía el Gobierno en su Programa de Estabilización antes del 2016, la deuda pública de nuestro país es sostenible. El déficit fiscal se situaría entonces en el 2,8% del PIB en 2016, consecuencia de un superávit primario de 0,8% y unos pagos por intereses del 3,6%.

Un aumento del tipo de interés al 6,0% desde comienzos de 2012 tendría un impacto en el coste del servicio de la deuda gradual, porque inicialmente sólo afectaría a las emisiones de ese ejercicio y elevaría la deuda pública en 2030 hasta 93,1% del PIB, aún manejable pues se situaría en la media que proyecta la Comisión Europea para el conjunto de la Eurozona en 2013 (90,9%). En este escenario, además, un superávit primario anual de cuatro décimas superior al asumido del 0,8% o un ajuste fiscal de mayor calado pero concentrado en cuatro o cinco años devolvería la deuda pública en 2030 al entorno del 85%.

Si el tipo de interés de la deuda soberana española se elevase y se mantuviese durante todo el periodo 2012-2030 en el 6,5%, nuestro país encontraría más problemas en enderezar sus cuentas públicas, pues la deuda pública en 2030 se situaría en el 99,8% del PIB. Este escenario requeriría que nuestro país realizase un proceso de consolidación fiscal de mayor alcance, bien con un superávit primario del 1,6% del PIB todos los años o con un ajuste presupuestario más concentrado en un corto periodo de tiempo.

Los escenarios en los que indudablemente la posición fiscal de España sería insostenible serían aquellos en los que el tipo de interés de nuestra deuda soberana superara el 7,0%. Como se observa en el Gráfico 2, con un 7% la deuda pública de España alcanzaría ya el 107,1% en 2030 mientras que con un 7,5% llegaría hasta el 114,9%. Estos cálculos coinciden con el consenso del mercado que señala que cuando Irlanda y Portugal superaron la barrera del 7% en los tipos de interés sobre sus bonos públicos a 10 años en los mercados secundarios su situación fue ya irreversible. Son las mismas estimaciones que han alertado de la imposibili-

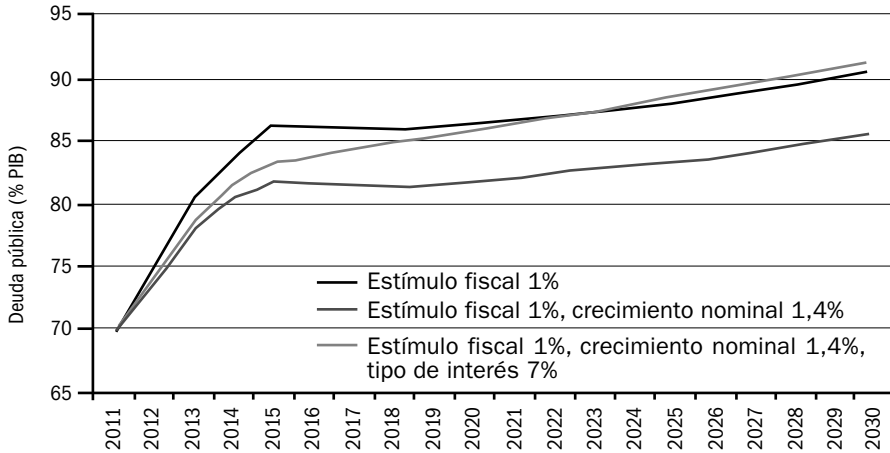
dad de que Italia soporte por mucho tiempo pagar los tipos de interés superiores al 7,0% que puntualmente le han exigido los mercados en algunos días del mes de noviembre. Y es que en estos momentos de tanta incertidumbre económica, cuando la desconfianza de los mercados financieros se cierne sobre un país se genera un proceso de retroalimentación por el que las dudas sobre la sostenibilidad fiscal incrementan los tipos de interés a pagar por las nuevas emisiones de deuda, lo que a su vez empeora las expectativas sobre las cuentas públicas y, en general, sobre las perspectivas de crecimiento. Sin este proceso de retroalimentación tanto España como Italia sí podrían aguantar un breve lapso de tiempo pagando un 7,0% de interés, por cuanto que este tipo se paga sólo sobre las nuevas emisiones de deuda pública. Por ejemplo, la Comisión Europea muestra que nuestro país está pagando un 3,2% en media de interés sobre nuestra deuda pública, por lo que se requerirían varios años hasta que ese tipo medio subiera hasta el 7,0%.

SUAVIZACIÓN DEL AJUSTE FISCAL, CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SOSTENIBILIDAD FISCAL

Las primas de riesgo de aquellos países que han perdido la confianza de los inversores se han resentido como consecuencia de sus magras perspectivas de crecimiento económico. La expectativa de unos años con tasas de crecimiento bajas cuestiona la capacidad de un país para afrontar su servicio de la deuda. Se ha argumentado que los ajustes presupuestarios que se han llevado a cabo en varios Estados miembros de la UE han contribuido a reducir el crecimiento económico y la creación de empleo. A este respecto, autores como Paul Krugman o Joseph Stiglitz insisten en que las políticas de consolidación fiscal empeoran la posición fiscal de un país, por cuanto deprimen la actividad económica y la recaudación impositiva, y con ello ponen en duda la capacidad de devolver la deuda. Según los defensores de este argumento, este efecto negativo de los ajustes presupuestarios sobre la sostenibilidad fiscal se impondría al positivo que se deriva de recortar los déficits públicos y evitar, así, una acumulación excesiva de deuda.

GRÁFICO 3

Evolución de la deuda pública española en el periodo 2011-2030 si se produce una suavización del ajuste fiscal



El Gráfico 3 muestra la evolución de la deuda pública española si se produjese una suavización del ajuste fiscal planteado en el epígrafe precedente, de modo que el déficit primario ahora fuera un punto porcentual mayor al considerado en el Gráfico 2 para los años 2012-2014. Es decir, si el déficit público primario fuera del 4,5% en 2012 (déficit total del 6,9% al incluir los pagos de intereses), 3,7% en 2013 (déficit total del 6,3%), 2,6% en 2014, 1,4% en 2015 y a partir de 2016 volviera a situarse en un superávit primario de 0,8% hasta llegar a 2030. Se han asumido los mismos valores para el resto de variables –tipo de interés del 5,4%, crecimiento e inflación siguiendo las previsiones de la Comisión Europea y una tasa del 2% y 1,7%, respectivamente, a partir de 2016–. El resultado de una suavización del ajuste fiscal en un 1% anual en el periodo 2012-2014 sería el de llevar la deuda pública en 2030 hasta el 90,4% en lugar del 85,4% que se produciría en ausencia de esa modulación. Esta evolución se representa por la línea inferior del Gráfico 3, en la que se asume que el estímulo fiscal no tiene ningún efecto sobre el crecimiento económico.

Si la suavización del ajuste presupuestario tuviera algún efecto en el crecimiento económico, este impacto tendría que ser al menos del 1,4%

en términos nominales para que retornase la deuda pública al 85,4% en 2030, esto es, el nivel que se registraría sin la modulación del ajuste presupuestario. Es decir, que empeorar el déficit primario en un 1% del PIB entre 2012 y 2014 sólo compensaría si a cambio el crecimiento nominal del PIB aumentase consiguientemente en esos años en 1,4 puntos porcentuales. La línea central representa la evolución de la deuda pública española hasta 2030, bajo este escenario en el que el aumento en un 1% del déficit generara un incremento en la tasa nominal de variación del PIB de 1,4 puntos.

Desafortunadamente, la evidencia empírica de los últimos estudios de investigación muestra que no es plausible que en un aumento de un 1% del déficit conduzca a un incremento del 1,4% en el crecimiento económico. Gemmell, Kneller y Sanz (2011) concluyen que, en el mejor de los casos, es decir aquel en el que el aumento del déficit se emplea para financiar gastos públicos productivos, se produciría una tasa de crecimiento un 0,1% superior en el largo plazo. Si el aumento del déficit se utilizara para financiar gastos públicos no productivos, el efecto sería de un -0,2%, empeorando aún más el balance neto. El efecto en el corto plazo puede ser algo más positivo. Baum y Koester (2011) estiman que un aumento del gasto público en un 1% del PIB podría incrementar el PIB hasta en el 0,7% en el corto plazo. Sin embargo, estos autores también encuentran que el incremento en los impuestos, que antes o después provoca un mayor gasto público, tiene un efecto negativo de la misma magnitud (-0,66). Además, hay que considerar que, en el momento de incertidumbre actual, incumplir los objetivos de déficit de España en un punto porcentual provocaría una mayor desconfianza sobre nuestra economía, perjudicando sus perspectivas y aumentando la presión sobre nuestra prima de riesgo. Precisamente, Ilzetzki, Mendoza y Vegh (2009) muestran que el multiplicador fiscal del gasto público es más reducido cuanto más elevada es la deuda pública. Suavizar el ajuste fiscal también tendería a incrementar los precios y por tanto el crecimiento nominal. Ahora bien, cualquier efecto positivo en la sostenibilidad de la deuda de un aumento de los precios vía inflación se vería más que compensado con la consiguiente pérdida de competitividad de la economía española y el lastre para el sector exportador.

En la línea oscura superior del Gráfico 3 se puede observar la evolución de la deuda pública española hasta 2030 en el caso en el que un incremento del déficit público de un punto llevara al tipo de interés nominal al 7%, incluso aunque este aumento del déficit también aumentara la tasa nominal de crecimiento del PIB en un 1,4%. Se puede observar que en este escenario –aun con el poco plausible supuesto de un impacto tan elevado en el PIB– el más que probable aumento del tipo de interés terminaría perjudicando aún más la sostenibilidad fiscal². Finalmente, como recuerda el Banco Central Europeo (2011) en *Ensuring Fiscal Sustainability in the Euro Area* el incremento de la deuda pública que se deriva del aumento del déficit, tiene un efecto negativo sobre el crecimiento económico, un impacto que no es lineal pues se acrecienta cuando el nivel de la deuda es mayor. Así, un empeoramiento en la valoración de la deuda soberana afecta negativamente a la credibilidad de los bancos, al mismo tiempo que una disminución en esta última añade presión a las cuentas del sector público, como se ha podido comprobar con la retroalimentación existente entre crisis soberana y crisis bancaria en la zona euro.

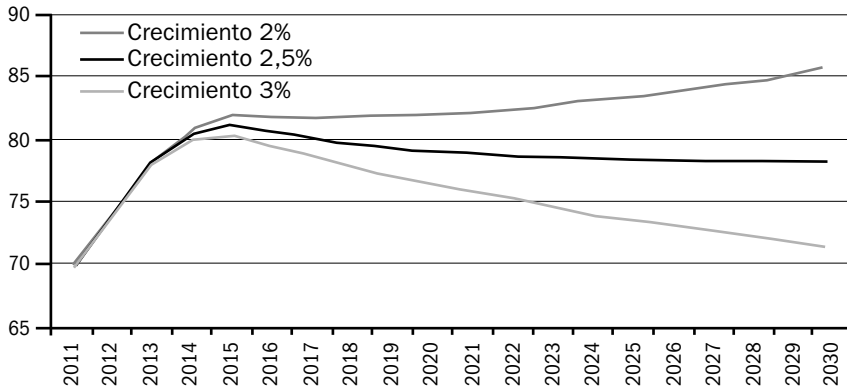
También se ha argumentado que un aumento del gasto público y del déficit podría conducir a un incremento en la recaudación fiscal a través de su efecto en la actividad económica, amortiguando el impacto negativo en la sostenibilidad fiscal. Por esta vía sólo se conseguiría recuperar una pequeña parte del déficit, porque el efecto del mayor gasto público sobre el crecimiento sería muy limitado y, en todo caso, a corto plazo. Por supuesto, compartimos la idea de que un mayor crecimiento económico es la mejor vía para mejorar sustancialmente la sostenibilidad fiscal. No obstante creemos, al igual que el BCE, que este objetivo no se debe buscar a través de un mayor gasto público sino a través de reformas estructurales que permitan a nuestro país mejorar su productividad (Banco Central Europeo, 2011: *Ensuring Fiscal Sustainability in the Euro Area*). Las estimaciones del FMI (2011) *Re-assessing Spain's Fiscal Sustainability: 3 percent and Beyond* con-

² Se ha asumido que en 2016 el tipo de interés que exigirían los mercados financieros por la deuda pública española retornaría a los niveles iniciales del 5,4%. En caso contrario, si se mantuviesen en el 7,0% hasta 2030, la deuda soberana terminaría en un 107,1%.

cuyen que alcanzar unas mayores tasas de crecimiento de la productividad, que el FMI sitúa en el 1,7% frente al 0,3% del periodo 1995-2007, mejoraría las perspectivas fiscales de España en mayor medida que cualquier otra política. Las reformas del mercado de trabajo, del sistema educativo y el incremento de incentivos al emprendimiento se perfilan como las medidas de fondo más importantes para mejorar la sostenibilidad fiscal de España a largo plazo.

GRÁFICO 4

Evolución de la deuda pública española en el periodo 2011-2030 en función de la tasa de crecimiento económico



El Gráfico 4 presenta la evolución de la deuda soberana entre 2011 y 2030 en función de las tasas de crecimiento económico que alcance España. Así, la línea superior representa el escenario de partida en el que se asumen las tasas de crecimiento del PIB real previstas por la Comisión Europea para el periodo 2011-2013, y se supone que la tasa aumentará gradualmente en 2014 y 2015 hasta alcanzar y mantenerse en el 2,0% de 2016 en adelante. En la línea central se observa la evolución de la deuda pública española si, como resultado de la introducción de reformas estructurales, la tasa de crecimiento se eleva en 0,5 puntos a partir de 2014, hasta registrar un 2,5% en el periodo 2016-2030. A partir de 2015, la deuda soberana comienza a descender hasta estabilizarse en el 78% en 2030, justo el mismo nivel que prevé la Comisión

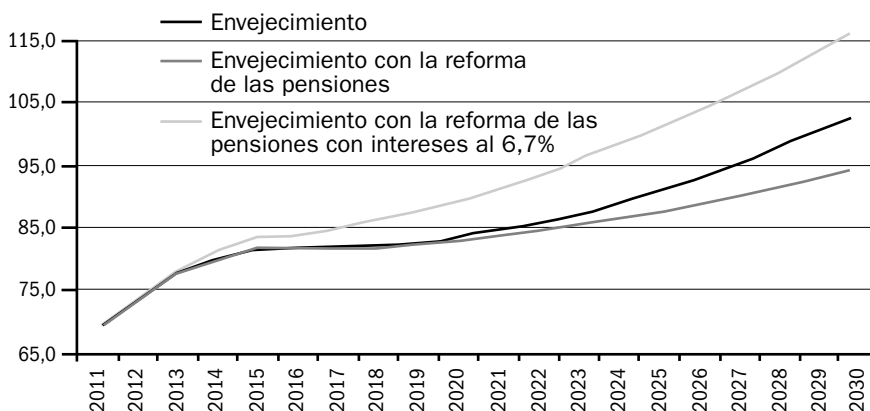
Europea para 2013. La introducción de reformas que incrementen el potencial de crecimiento de la economía española hasta el 2,5% anual o más, confirmaría la sostenibilidad fiscal de nuestro país.

Un crecimiento aún superior entre el periodo 2016-2030, del 3%, situaría la deuda española en el 71,4% en 2030. Esta tasa de crecimiento económico parece ahora muy alejada de las posibilidades de la economía española, pero es la que registró durante el periodo 1992-2006, con la crisis de 1993 incluida. En suma, el Gráfico 4 muestra que efectivamente nuestro país requiere de unas mejores perspectivas de crecimiento económico, también para mejorar la sostenibilidad fiscal, y que ésta mayor actividad debe proceder de reformas estructurales que nos hagan más productivos y competitivos.

ALERTAS ADICIONALES: ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN Y NECESIDADES DE RECAPITALIZACIÓN DEL SECTOR BANCARIO

La retroalimentación entre el empeoramiento de la prima de riesgo española y las condiciones macroeconómicas puede provocar que el punto de no retorno se alcance incluso antes de que el tipo de interés de la deuda alcance el 7,0%. Otro aspecto que puede hacer disminuir la barrera a partir de la cual las cuentas públicas serían insostenibles, es el proceso de envejecimiento de la población en las próximas décadas en muchos países occidentales y muy en especial en España. El Informe *2009 Ageing Report* de la Comisión Europea (2009) estima que el impacto del envejecimiento en el gasto público en nuestro país es de los más elevados de toda la OCDE: podría implicar un aumento de las pensiones y del gasto en sanidad de hasta el 8,4% del PIB en 2060 con respecto a la situación actual, inada más y nada menos que el doble del impacto que se anticipa para el conjunto de la UE! Será un impacto paulatino y creciente en el tiempo que ya se dejará sentir a partir de 2015. Así, desde 2015 hasta 2020, el gasto en pensiones y sanidad se incrementará en un 0,5% del PIB y en un 1,7% adicional hasta 2030. En el Gráfico 5 se observa que la incorporación de las previsiones demográficas y su efecto fiscal, llevarían la deuda pública hasta el 102,2% del PIB en 2030 (línea central).

GRÁFICO 5

Efecto del envejecimiento de la población y de una recapitalización bancaria en la sostenibilidad de la deuda pública española

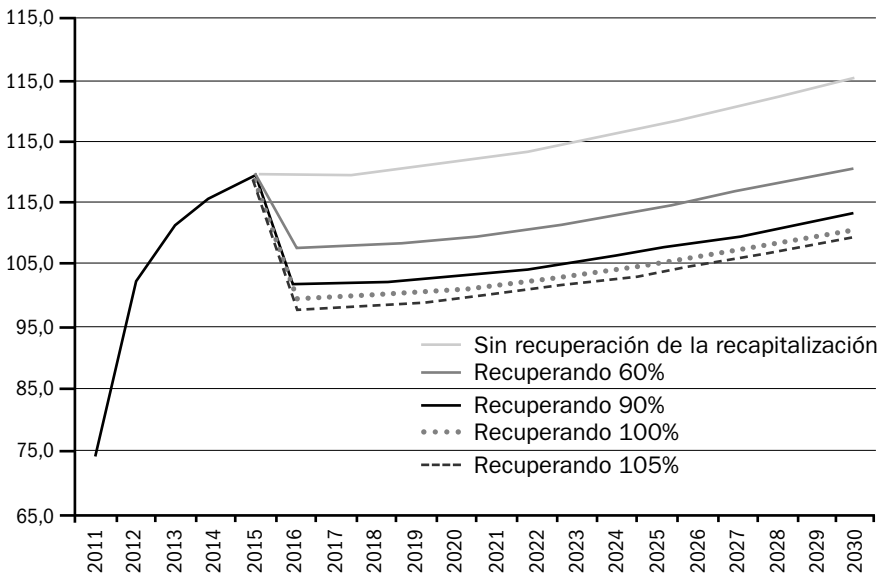
Con posterioridad a estas previsiones, el Gobierno español ha impulsado una reforma del sistema de pensiones alargando, entre otras medidas, la edad de jubilación paulatinamente desde los 65 a los 67 años y que disminuye el impacto del envejecimiento de la población en el gasto público. En concreto, la OCDE estima que esta reforma reducirá el gasto en pensiones en un 2,25% de aquí a 2050 (OCDE, 2011). La disminución de esta partida será creciente: a medida que más personas se jubilen con el nuevo sistema el ahorro fiscal será mayor.

A partir de las previsiones de población por tramos de edad de la propia Comisión se ha estimado la evolución temporal del ahorro de la introducción de la reforma de las pensiones, de modo que se suaviza el impacto de aumento del gasto en pensiones y sanidad. En el mismo Gráfico 5, en la línea inferior, se muestra la evolución de la deuda pública española cuando además de incorporar el efecto del envejecimiento sobre el gasto en pensiones y sanidad se incluye el efecto mitigador sobre el gasto público de la reforma de las pensiones. Asumiendo un tipo de interés del 5,4%, la deuda pública de nuestro país casi llegaría al 93,7% del PIB en 2030.

En suma, la deuda pública española sin tener en cuenta el proceso de envejecimiento alcanzaría el 85,4% del PIB en 2030. Si incorporamos el impacto presupuestario del envejecimiento esta ratio llegaría hasta el 102,2% (línea central) y al considerar también el efecto de la reforma de las pensiones el endeudamiento público se quedaría en el 93,7%.

Si en lugar de asumir unos tipos de interés del 5,4%, se asume el 6,7% entonces España alcanzaría un nivel de deuda pública en 2030 del 114,9% (línea superior). Este es el nivel de deuda soberana que se registraba en el Gráfico 2, sin considerar el envejecimiento de la población, con un 7,0% de interés. Es decir, que la situación en la que el control de las cuentas públicas se vuelve casi ingobernable que se situaba antes en el 7,0%, se rebasaría antes al tener en cuenta el proceso de envejecimiento.

GRÁFICO 6
Efecto del envejecimiento de la población y de una recapitalización bancaria en la sostenibilidad de la deuda pública española



Junto al proceso de envejecimiento, el importe de la recapitalización pendiente en el sector bancario español es otro de los aspectos que tensiona la sostenibilidad fiscal en España. Si se asume que el saneamiento y recapitalización definitiva del sistema bancario español tendría un coste de dinero público que alcance el 10% del PIB, entonces la deuda pública alcanzaría el 100% del PIB en 2030 (Gráfico 6) si todo este importe fuese a ‘fondo perdido’. No obstante, la recapitalización del sector bancario español no tendría –ni debería– implicar la pérdida total de los fondos públicos comprometidos. El Estado podría recuperar estos fondos en el futuro cuando la situación económica mejore, bien mediante la devolución del principal si se conceden préstamos a los bancos, bien en forma de venta de las acciones si se ha entrado en el capital de éstos, o bien tras la venta de los activos adquiridos a las entidades. La evidencia empírica internacional muestra que en estos esquemas de hecho se suelen producir ganancias a largo plazo del sector público como ocurrió en el caso de Suecia en los años noventa.

En el Gráfico 6 se observan los escenarios en los que el Estado recupera el 60%, 90%, 100% y 105% de los fondos comprometidos en 2016. Recuperando un 60% del 10% del PIB destinado al saneamiento bancario, entonces la deuda pública se situaría en un aún manejable 92%. Si este esquema produjese un crecimiento adicional del PIB de 0,3 puntos, la deuda se situaría entonces en el 85% del escenario base en el año 2030. Si el Estado recuperase el 90% o más de los importes destinados al saneamiento y recapitalización bancaria, entonces la deuda se situaría al final del periodo en ratios inferiores al 90%, prácticamente como en el escenario base sin este esquema. De hecho, bastaría con una décima de crecimiento económico adicional para que esta medida compensase en términos de sostenibilidad fiscal. Y es una constatación empírica que a España el tener un sistema bancario disfuncional le cuesta bastante más de una décima de crecimiento al año.

PALABRAS CLAVE

España • Economía española • Sistema fiscal • Sistema Financiero • Presupuesto y gasto público

RESUMEN

Este estudio analiza la sostenibilidad de la deuda pública española, que los autores hacen depender del logro de alcanzar un superávit primario para 2015 en el entorno del 1% del PIB. Además examinan otras dos incertidumbres que pesan sobre la economía española y que podrían afectar gravemente a la sostenibilidad fiscal de nuestra deuda pública: los periódicos vaivenes de nuestra prima de riesgo y el proceso de envejecimiento demográfico español.

ABSTRACT

This paper analyses the sustainability of Spain's public debt, which the authors set as dependent on reaching a primary surplus of around 1% of GDP in 2015. They also study two other uncertainties that now burden the Spanish economy and which could seriously impact the fiscal sustainability of our public debt: the regular ups and downs of our risk premium and the Spanish process of demographic ageing.

BIBLIOGRAFÍA

Banco Central Europeo (2011):

Ensuring Fiscal Sustainability in the Euro Area. Frankfurt, abril.

Baum, A y Koester, G. B. (2011):

The impact of fiscal policy on economic activity over the business cycle - evidence from a threshold VAR analysis, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, 03, Deutsche Bundesbank, Research Centre.

Blanchard, O. (1990):

Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators, OECD Working Paper, N°. 79.

Comisión Europea (2009):

Sustainability Report, Comisión Europea: Luxemburgo.

IMF (2011):

Re-assessing Spain's Fiscal Sustainability: 3 percent and Beyond, FMI: Washington

Gemmell, N., Kneller, R. y Sanz, I. (2011):

The Timing and Persistence of Fiscal Policy Impacts on Growth: Evidence

from OECD Countries, *Economic Journal*, 121(550), F33-F58.

Giavazzi, F. y Pagano, M., (1990):

Can severe fiscal contractions be expansionary tales from two small European economies? En: Blanchard, O.J., Fischer, S. (Eds.), NBER Macroeconomics Annual.

Iizetzki, E., Mendoza, E.G. y Vegh, C.A. (2009):

How big are fiscal multipliers? New evidence from new data, *voxeu*, Research-based policy analysis and commentary from leading economists, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4036>

Kontopoulos, Y. y Perotti, R. (1999):

Government Fragmentation and Fiscal Policy Outcomes: Evidence from OECD Countries. En J.M. Poterba y J. Von Hagen (Eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, 81-102. Chicago IL: University of Chicago Press.

OCDE (2011):

Restoring fiscal sustainability in Spain, OCDE: París.