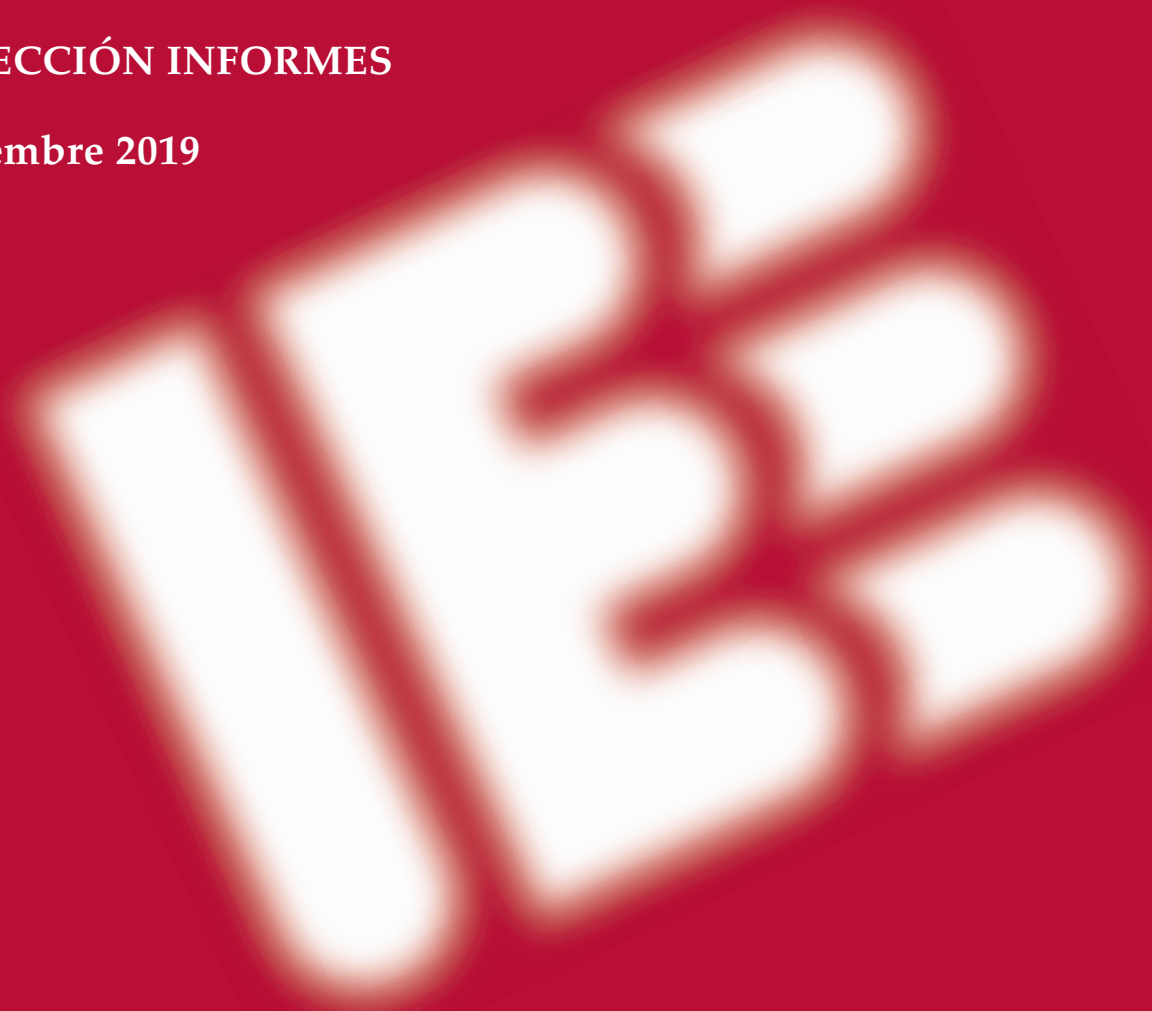


# La deuda pública en España

Implicaciones sobre la política económica

COLECCIÓN INFORMES

Diciembre 2019





# LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

Implicaciones sobre  
la política económica



INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS



*Día de la Deuda*

El capítulo denominado «La deuda pública en España. Implicaciones sobre la política económica» es original y ha sido elaborado expresamente por el Instituto de Estudios Económicos (IEE), reflejando su opinión institucional sobre esta cuestión. Se autoriza la difusión por terceros de este capítulo, de forma total o parcial, siempre y cuando quede reflejado inequívocamente que la autoría del mismo es del IEE. En este caso, rogamos que nos envíen una copia de la referencia al IEE.

Por su parte, el *Día de la Deuda* es un informe del Institut Économique Molinari divulgado en España en colaboración con el Instituto de Estudios Económicos. La adaptación a España corre a cargo de Diego Sánchez de la Cruz, investigador asociado al Instituto de Estudios Económicos, junto con el Servicio Técnico del IEE.

© 2019 INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS  
Tel.: 917 820 580  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)  
[www.ieemadrid.es](http://www.ieemadrid.es)

Depósito Legal: M. 38.533-2019

Impreso por FRAGMA  
Tel.: 913 555 623  
Correo: [america@fragma.es](mailto:america@fragma.es)

*Printed in Spain* • Impreso en España

# ÍNDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	5
------------------------	---

## LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA. IMPLICACIONES SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

1. Introducción.....	7
2. La economía política de la deuda pública. ¿Por qué la deuda pública importa?.....	8
2.1. <i>Deuda pública y crecimiento</i> .....	8
2.2. <i>Cómo asegurar la sostenibilidad de la deuda</i> .....	10
2.3. <i>La heterodoxia monetaria camufla los riesgos</i> .....	12
3. La deuda pública en España .....	17
3.1. <i>España tiene un elevado nivel de deuda pública. ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?</i> .....	17
3.2. <i>El papel del Banco Central Europeo y la política monetaria en el ciclo de deuda</i> .....	20
3.3. <i>La financiación externa de la deuda pública</i> .....	23
4. La contención del gasto público y la mejora de su eficiencia como motores de reducción de deuda .....	25
5. Conclusiones.....	29
Bibliografía.....	31

## DÍA DE LA DEUDA EN ESPAÑA

INSTITUT ÉCONOMIQUE MOLINARI

1. <i>Día de la Deuda</i> .....	33
1.1. <i>Más de una década de desequilibrio fiscal</i> .....	33
1.2. <i>España agota sus recursos fiscales el 9 de diciembre</i> .....	35
1.3. <i>El agujero de las pensiones</i> .....	36
2. Conclusiones.....	36
Bibliografía.....	38



## RESUMEN EJECUTIVO

Tras la crisis financiera el nivel de la deuda pública aumentó considerablemente en muchos países, instalándose en ratios de deuda/PIB muy elevados. En el caso español, la deuda pública se situó en el 97,6% del PIB en el año 2018, a la vez que los desequilibrios fiscales no terminan de corregirse de manera contundente, a pesar de que la economía se ha expandido en los últimos años a ritmos muy superiores a su crecimiento potencial. El nivel de deuda pública afecta al crecimiento económico de forma no lineal, desencadenándose sus efectos negativos a partir de un determinado umbral. Así, un elevado grado de apalancamiento por parte del sector público vuelve a la economía más vulnerable ante *shocks* adversos, reduce el margen para llevar a cabo una respuesta de política fiscal contracíclica, aumenta la incertidumbre sobre el pago de la deuda, amén de que puede desplazar al sector privado del acceso a financiación y modificar el comportamiento de los agentes económicos si estos anticipan futuras subidas de impuestos. Además, los Estados se ven obligados a destinar una parte relevante de sus ingresos al pago de intereses.

El Instituto de Estudios Económicos ha realizado una adaptación para España del informe elaborado por el Instituto Económico Molinari sobre el *Día de la Deuda*, en el que se señala que el 9 de diciembre es la fecha en la que se agotan los ingresos públicos y el gasto pasa a financiarse vía déficit público, con el consiguiente incremento de la deuda pública.

En el momento actual algunos de los riesgos derivados de los elevados niveles de la ratio deuda/PIB están diluidos debido a la política monetaria extraordinariamente expansiva que ha seguido el BCE, con abundante disponibilidad de liquidez, bajos tipos de interés y compra de bonos soberanos, lo que ha contribuido a la reducción de los *spreads* de riesgo y del coste de financiación de la deuda. En este contexto, los Gobiernos han desatendido la adopción de las reformas estructurales y medidas necesarias para acometer la reducción de la deuda, desaprovechando la oportunidad que está brindado esta etapa, de elevado crecimiento económico y reducidos costes de financiación. Antes o después, se iniciará un proceso de normalización de la política monetaria que conllevará el aumento de los tipos de interés y el encarecimiento del coste de la deuda. Por ello, aplazar la necesidad de cuadrar las cuentas públicas solo pospone un problema a costa de hacerlo más grave en el futuro.

Resulta prioritario volver a la ortodoxia económica y fiscal para garantizar, de forma estructural, que la deuda pública se sitúa en un nivel sostenible, mediante un renovado impulso reformista que incremente el crecimiento potencial de la economía, así como a través de una decidida consolidación fiscal que proyecte una senda consistente y creíble de superávits fiscales. Por ello, acometer un proceso de reducción de deuda es necesario, pero debe hacerse preservando, en la mayor medida posible, el crecimiento económico que junto con el coste de la deuda, el *stock*

de dicha deuda y el saldo fiscal primario son los factores que influyen en la sostenibilidad de la deuda pública.

La evidencia reciente de nuestro entorno y los últimos estudios muestran que los procesos de consolidación fiscal que se realizan a través de la mejora de la eficiencia del gasto público y mediante la contención del gasto, en especial de los menos productivos, son menos lesivos para el crecimiento de la economía y del empleo, y se perciben durante mucho menos tiempo que cuando la consolidación fiscal se acomete por la vía del incremento de los impuestos, lo que tiene una mayor incidencia negativa sobre la inversión privada y la confianza de los agentes, extendiéndose sus efectos negativos durante varios años. Además, dentro de esta contención del gasto público, existe un holgado margen para mejorar la eficiencia del mismo y equipararnos con las mejores prácticas dentro de los sectores públicos internacionales, lo que puede contribuir a un ahorro fiscal compatible con el mantenimiento de la calidad de los servicios.

*Palabras clave:* **deuda pública, gasto público, déficit público, crecimiento económico, impuestos, multiplicadores, sostenibilidad, consolidación fiscal, ortodoxia económica.**

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS



# LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA. IMPLICACIONES SOBRE LA POLÍTICA ECONÓMICA

## INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

### 1. Introducción

La deuda pública española se encuentra en unos niveles muy elevados, del 97,6% del PIB en el año 2018, según Eurostat, muy por encima de la media de la UE (80,4%) y de la eurozona (85,9%), lo que nos sitúa como el séptimo país con mayor ratio de deuda de entre los 28 que conforman la Unión Europea. Tan preocupante como el elevado nivel de la deuda pública de España es la notable resistencia a la baja que presenta en los últimos años, a pesar del robusto crecimiento de la economía en esta etapa reciente. El PIB español creció un 3%, de media anual, entre los años 2015 y 2018, mostrando un dinamismo sensiblemente superior al de la eurozona o al del conjunto de la Unión Europea, que presentaron un crecimiento anual promedio del 2,1% y del 2,2%, respectivamente, en dicha etapa.

Afirmar que el elevado nivel de deuda actual es un riesgo para la economía española no es algo que deba estar sujeto a un debate ideológico. Los altos niveles de endeudamiento implican una serie de riesgos, entre los que se pueden destacar: las vulnerabilidades que presentan las economías fuertemente endeudadas ante episodios de estrés financiero; el hecho de que los pagos que conllevan los intereses de la deuda drenan recursos que pudieran destinarse a otros fines; o el mayor riesgo que pueden percibir los inversores, lo que se traduce en un aumento de las primas de riesgo y del coste de financiar la deuda, entre otros.

La pertenencia de España a la eurozona, y estar, por tanto, bajo el paraguas que otorga el Banco Central Europeo (BCE) y el euro, junto con la actual coyuntura de tipos de interés, situados en niveles de mínimos históricos, y con políticas monetarias muy laxas, entre las que destaca la compra de deuda pública por parte del propio BCE, están enmascarando algunos de estos riesgos. Así, estas medidas de la autoridad monetaria de mantener los tipos en mínimos históricos y la sistemática compra de deuda pública han llevado el coste del endeudamiento en los países del euro también a sus niveles más bajos, aparentemente sin tener en consideración los fundamentales de la economía de cada país. De hecho, España está emitiendo deuda nueva con rentabilidades negativas para vencimientos a cinco años e inferiores, lo que no deja de ser una situación anómala, que se revertirá con el tiempo, en cuanto el BCE comience a normalizar su política monetaria.

Conviene señalar que la actual política monetaria del BCE siempre ha venido acompañada de recomendaciones, en las que se instaba a los Gobiernos a aprovechar las actuales condiciones

financieras para acometer las reformas necesarias que contribuyesen a dinamizar sus economías y corregir sus desequilibrios fiscales, al tiempo que debieran reducir sus niveles de deuda pública. No obstante, estas advertencias han sido, en general, desatendidas por parte de la mayoría de los Gobiernos europeos, que se han encontrado con una financiación barata y han aparcado la adopción de medidas que pudieran contribuir a atraer y aumentar la confianza de los inversores.

La situación actual de financiación de los Gobiernos es coyuntural y anómala, y por ello resulta urgente la necesidad de impulsar la reducción decidida de la deuda pública, para que cuando la normalización de la política monetaria comience, y el coste de la deuda se eleve, escenario que ocurrirá antes o después, las ratios de endeudamiento se hallen en unos niveles más sostenibles y sean menos distorsionantes para el crecimiento de la actividad y la creación de empleo.

Una vez que se ha puesto de manifiesto la necesidad y la conveniencia de acelerar el proceso de reducción de la deuda pública, es necesario poner de relieve que el modo en que se lleve a cabo no es irrelevante, existiendo sensibles diferencias entre unas vías y otras. En este sentido, estudios recientes han señalado que, en términos de crecimiento, los mejores resultados se obtienen al reducir los desequilibrios fiscales a partir de la contención del gasto, y mejorando la eficiencia de dicho gasto, frente a la alternativa de aumentar los ingresos por la vía de incrementos impositivos, que tiene una mayor incidencia negativa sobre la actividad y el empleo. Además, también hay estudios que ponen de manifiesto que, a partir de determinados niveles de deuda pública, los multiplicadores de gasto son aún menores.

En definitiva, es necesario acometer una reducción de los elevados niveles de deuda pública existentes en nuestro país. Este proceso debe hacerse a través de la contención del gasto público, mejorando la eficiencia del mismo, y sin subidas de impuestos, para no comprometer el crecimiento de la economía y la creación de empleo.

## 2. La economía política de la deuda pública. ¿Por qué la deuda pública importa?

### 2.1. Deuda pública y crecimiento

Un incremento de la deuda, desde niveles moderados y en determinadas situaciones de deterioro económico, puede estar justificado, en situaciones excepcionales y transitorias, para apoyar un progresivo ajuste del déficit y tener efectos dinamizadores sobre el crecimiento a corto plazo. Sin embargo, la acumulación de un *stock* de deuda elevado resulta, con el tiempo, siempre perjudicial para el crecimiento, hallándose una **relación negativa a largo plazo entre el nivel de deuda pública y el PIB per cápita** (Mika y Zumer, 2017). Aunque no se puede establecer una **referencia exacta del momento a partir del cual el nivel de endeudamiento puede perjudicar al crecimiento económico**, los estudios apuntan a un **intervalo de prudencia que estaría**, para los países avanzados, **entre el 60%** (Andrés *et al.*, 2017), que coincide con el adoptado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y el 95% (Baum *et al.*, 2012), **siendo el 90%** (Reinhart y Rogoff, 2010; Reinhart *et al.*, 2012; Egert, 2013) **el umbral más habitualmente utilizado**. Así, un análisis desde 1790 hasta 2009, muestra que una deuda pública superior al 90% del PIB está asociada a un crecimiento económico para ese periodo de entre uno y dos puntos porcentuales inferior

al de periodos con menor endeudamiento (Reinhart y Rogoff, 2010). Además, **aunque a corto plazo la deuda puede suponer un estímulo positivo para el crecimiento, este solo es posible si los niveles de endeudamiento de partida son bajos, mientras que el efecto se pierde si el ratio de deuda pública sobre el PIB es ya elevada** (Gómez-Puig y Sosvilla-Rivero, 2017).

Estas referencias pretenden ser orientativas, pues existe heterogeneidad entre países y situaciones concretas del ciclo y respuesta fiscal, lo que hace muy difícil fijar umbrales generales, para cualquier realidad espacial o temporal, cuya superación por parte de la deuda pública resulte contraproducente. En todo caso, lo que parece claro es que **la deuda tiene efectos no lineales sobre el crecimiento**, de forma que, aunque la acumulación de la misma puede parecer estéril, **encamina a la economía hacia un umbral de riesgo a partir del cual se manifiestan de manera sobrevenida sus efectos negativos**. Si bien el nivel de deuda pública a partir del cual se producen estas interferencias resulta difícil de establecer de modo generalizado, **de forma prudente se pueden inferir distorsiones cuando esta alcanza el nivel de producto de una economía**.

Son varias las vías por las que unos niveles elevados de deuda pública pueden lastrar la actividad económica. En primer lugar, **el elevado grado de apalancamiento vuelve a la economía más vulnerable ante shocks adversos y reduce el margen para llevar a cabo una respuesta contracíclica de política fiscal expansiva**. Además, las necesidades de financiación pública **pueden detraer recursos financieros para el sector privado**, que iban a ser destinados a actividades productivas (efecto *crowding-out*), no solo en volumen sino también en coste. Esto es, el bono soberano suele actuar de suelo para la valoración de instrumentos de deuda del sector privado, de modo que **elevaciones de la prima de riesgo soberana impactan también en el coste de financiación del tejido empresarial, lo que tenderá a lastrar la inversión**. Una **inversión que también se verá afectada, en todo caso, si existe un entorno de incertidumbre** acerca de cómo (y si) pagará la deuda el Estado en cuestión. A su vez, la generación de déficits públicos y/o **la acumulación de un elevado stock de deuda puede generar la expectativa en los agentes de futuras subidas de impuestos**, lo que supone un **efecto riqueza inverso** sobre el sector privado, que condicionará sus decisiones de consumo y ahorro. De ahí la importancia de que prevalezca en la gestión del saldo fiscal la llamada **regla de oro**, según la cual los ingresos corrientes deben cubrir los gastos corrientes, utilizando solo la deuda para financiar inversiones que generen crecimiento, y basándose siempre en el principio de necesidad y de prudencia a la hora de valorar la relación coste-beneficio.

**La deuda condiciona también la política económica, no solo porque esta debe realizar los ajustes necesarios para lograr una senda consistente de superávits, sino también porque el Estado se ve obligado a destinar una parte relevante de sus ingresos al pago de intereses**. Japón es el caso paradigmático, que, sin cuadrar un presupuesto en 30 años, y con una deuda superior al 230% del PIB, a pesar de pagar un coste exiguo por la nueva emisión de la misma desde hace varios años, aún ocupa casi el 14% de sus ingresos presupuestarios (un 9% del gasto) para atender al pago de intereses. Más llamativo aún resulta el peso de la partida «servicio de la deuda nacional» que recoge el pago de intereses y el repago del principal de deuda, y que supone casi un cuarto del presupuesto. Ante esta situación es fácil intuir que cualquier incremento de los tipos de interés generaría tensiones en las cuentas públicas del país nipón. Por su parte, España destina más del 6% de sus ingresos presupuestarios a esta cuestión, y ello a pesar del ahorro que ha supuesto la caída de los tipos de interés.

También resulta relevante mencionar que el ahorro en el pago de intereses se ha conseguido mediante la vía de la llamada «**represión financiera**». Una de las manifestaciones de esta represión es el **establecimiento de tipos de interés reales muy bajos, a ser posible negativos** (efecto liquidación de la deuda), para facilitar el servicio de dicha deuda (Reinhart y Rogoff, 2013; Reinhart y Sbrancia, 2015). La consecuencia de esta política es la **penalización al ahorrador**, al que se le fuerza, para conseguir algo de rentabilidad, a asumir un nivel de riesgo que no es compatible con su tolerancia y aversión a este, y cuya asunción, además, y debido a la relajación monetaria, no está remunerada correctamente por el mercado. En este contexto, y ante la incertidumbre percibida, muchos optan por mantener su dinero en saldos de tesorería, ya que el coste de oportunidad de hacerlo se reduce, lo que puede afectar, también, al crecimiento económico. Además, este entorno erosiona los márgenes y la rentabilidad del sector bancario, lo que dificulta las mejoras de las ratios de capital de las entidades y puede distorsionar la asignación de crédito (Fondo Monetario Internacional, 2016).

## 2.2. *Cómo asegurar la sostenibilidad de la deuda*

La sostenibilidad de la deuda depende, fundamentalmente, de cuatro factores: el crecimiento económico, el coste de la deuda, el *stock* de dicha deuda y el saldo fiscal primario. Así, cuando el diferencial entre el crecimiento económico y el tipo de interés a abonar es positivo, o cuando el saldo fiscal primario es superavitario, se favorece la reducción del *stock* de deuda, mientras que si el tipo de interés supera al crecimiento, o existe déficit por cuenta corriente, el nivel de deuda se incrementará.

$$\text{Variación ratio } \frac{\text{deuda}}{\text{PIB}} = \frac{\text{tipo de interés} - \text{crecimiento económico}}{1 - \text{crecimiento económico}} \times (\text{ratio deuda/PIB}_{t-1}) - \text{saldo primario}$$

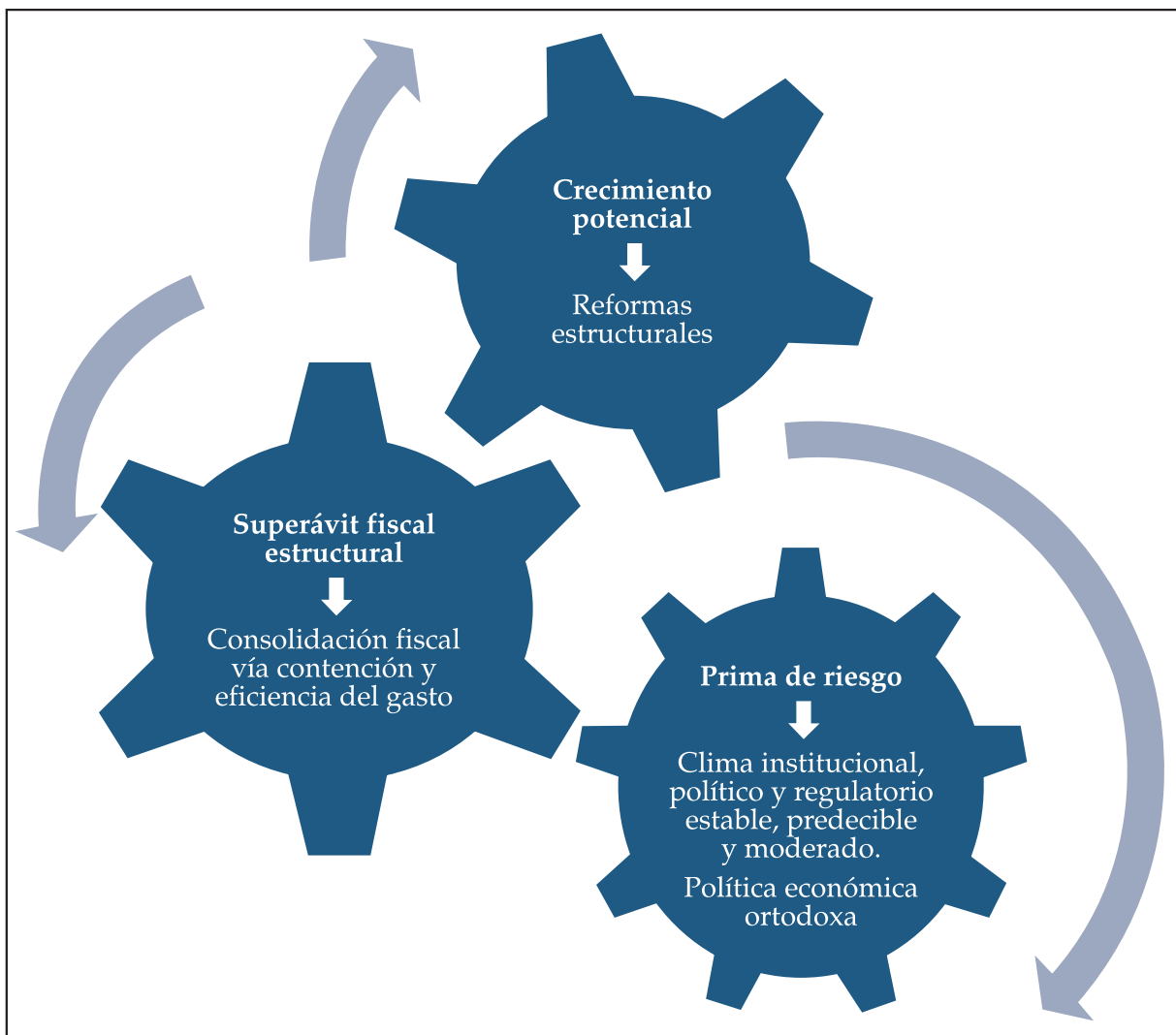
A su vez, el tipo de interés se puede dividir en el tipo libre de riesgo, que es una variable exógena (que recoge la prima por plazo y las expectativas de inflación) y una prima de riesgo (que recoge el riesgo de crédito, o dicho de manera laxa, la probabilidad de impago del emisor). De igual modo, el saldo primario es el saldo fiscal previo a atender los intereses de la deuda. Esta desagregación de la ecuación inicial sirve para advertir los **factores endógenos que afectan a la sostenibilidad de la deuda sobre los que un país sin soberanía monetaria puede trabajar para mejorarla, que son, fundamentalmente, la prima de riesgo, el crecimiento económico y el saldo fiscal primario**. Como se quiere analizar la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo, estas variables se pueden traducir en prima de riesgo, crecimiento potencial y saldo fiscal estructural.

El crecimiento potencial precisa de reformas estructurales que afecten a los mercados de factores y productos, en especial en un contexto, como el español, de baja productividad y envejecimiento demográfico. La reducción del déficit estructural requerirá de una adecuada consolidación presupuestaria, mientras que la prima de riesgo experimenta tensiones cuando el clima institucional y regulatorio no es estable y predecible, y cuando la política económica no está caracterizada por la ortodoxia; pero también depende de la voluntad y capacidad de ajustar la senda de déficits, y del crecimiento económico potencial (además del *stock* de deuda existente).

Por tanto, **todos los factores se encuentran, a su vez, interrelacionados**. Una mejora del crecimiento potencial, gracias a la realización de reformas estructurales, puede contribuir a reducir el déficit estructural. Por otro lado, ya se ha expuesto anteriormente que un *stock* de deuda y unos tipos de interés elevados pueden lastrar el crecimiento al encarecer la financiación, aumentar la incertidumbre o generar expectativas de subidas futuras de impuestos. Unos niveles altos de deuda, o un coste elevado de esta, también inciden sobre el saldo fiscal, ya que condicionan la necesidad de un mayor superávit primario que pueda atender el servicio de la deuda. De igual modo, la forma de lograr el equilibrio fiscal no es indiferente, y resultará menos perjudicial para el crecimiento hacerlo por la vía del gasto que mediante impuestos, más aún si el *stock* de deuda es elevado. En este sentido, el principio de solvencia requiere que el valor actual neto de los futuros saldos presupuestarios sea, como mínimo, igual al valor actual neto de la deuda pública viva (Banco Central Europeo, 2012).

GRÁFICO 1

FACTORES ENDÓGENOS DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos.

### 2.3. La heterodoxia monetaria camufla los riesgos

La situación extraordinaria de política monetaria marcadamente expansiva, con tipos de interés cercanos a cero o incluso negativos, y con una liquidez disponible abundante, ha deprimido los tipos de interés y los *spreads* de riesgo, lo que ha provocado que los efectos sobre el coste de la financiación anteriormente comentados se encuentren total o parcialmente diluidos. Así, a pesar de que muchos países acumulan importantes volúmenes de deuda sin generar, al mismo tiempo, una senda consistente y creciente de superávits fiscales, el coste al que refinancian y emiten deuda nueva se encuentra en niveles muy reducidos, hasta el punto de que las rentabilidades exigidas a los bonos soberanos han alcanzado mínimos históricos en muchos países de la zona del euro.

**No parece, por tanto, que los precios de estos activos se correspondan con la situación real de las finanzas públicas de los distintos países.** Por ejemplo, España se financia a 10 años a menos del 0,5% de interés, a pesar de que continúa teniendo un déficit superior al 2% y una deuda próxima al 98% del PIB. Pero el caso que mejor ilustra la distorsión en el mercado de deuda pública es la del persistente tipo negativo que exhibe el tipo del bono alemán, carente de racionalidad económico-financiera, por más que se repunte como el activo refugio por excelencia dentro del área de la moneda común.

Esta situación de anestesia monetaria que comprime los *spreads* de riesgo genera una situación de evidente *moral hazard* o riesgo moral para los Gobiernos, puesto que ven que el tipo de interés que le exigen, por emitir su nueva deuda y refinanciar sus vencimientos, es extremadamente reducido. Esto ha supuesto, en muchos casos, una situación de complacencia que ha llevado a un parón del proceso reformista iniciado, por ejemplo, en el caso de España, y a una disminución en el ritmo al que se reduce el déficit público. De este modo, se observa que, en los países europeos con desequilibrios fiscales, el grueso del ajuste presupuestario realizado se localiza en la etapa anterior al inicio del Quantitative Easing (QE, 2010-2014), a pesar del ahorro vía pago de intereses y de que el crecimiento de la economía durante el QE ha sido sensiblemente superior. Esto es relativamente explicable para países como Irlanda, que ya han concluido su ajuste y presentan superávit, pero no se entiende para otros que aún siguen con recorrido por delante en la consolidación fiscal como España, Francia o Italia.

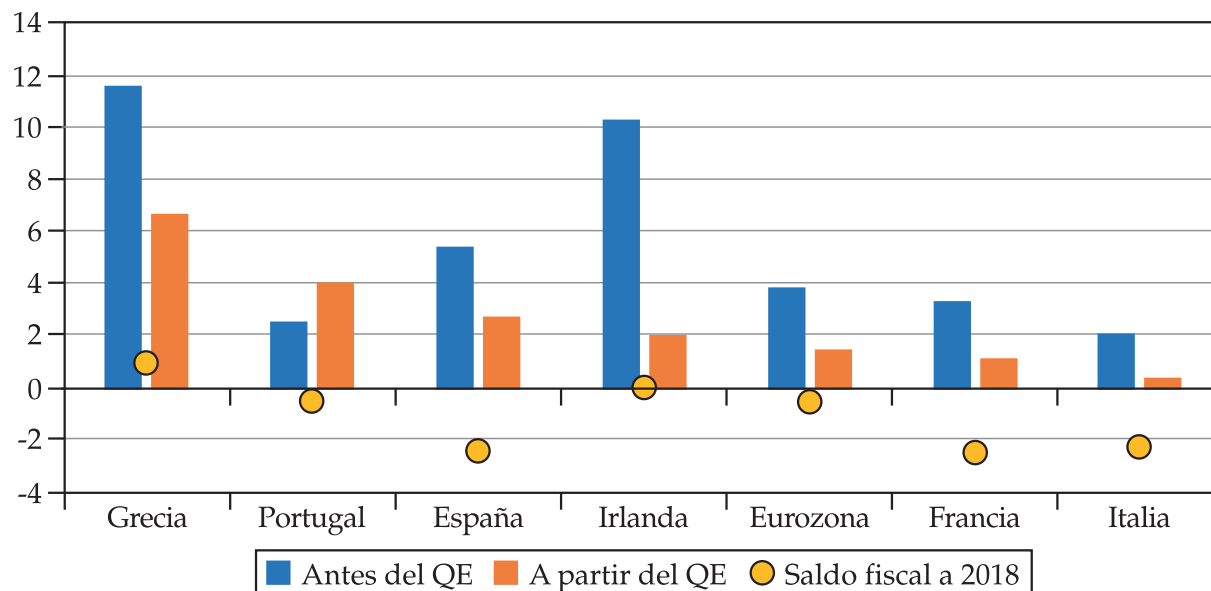
Portugal es la única excepción a esta tendencia, con un ajuste fiscal superior en la etapa del QE, y es, además, junto a Grecia, la que mayor ajuste realizó durante este período. Esto viene a ilustrar que, cuanto mayor es la reticencia inicial de un Gobierno a utilizar la ortodoxia económica para contener el déficit público, y se sustituye esta por medidas más o menos populistas, mayor es también la posterior exigencia y sacrificio para recuperar la credibilidad fiscal. O, dicho de otro modo, aplazar la necesidad de cuadrar las cuentas solo pospone el problema a costa de hacerlo más grave, y ello, aunque el Banco Central apoye con su arsenal de medidas expansivas de política monetaria (Gráfico 2).

A este contexto de tipos de interés exigüos se le ha añadido la etapa de recuperación económica, lo que ha dado lugar a que, en algunos países como España, **el diferencial entre el coste de la deuda y el crecimiento se haya hecho negativo en favor del segundo, contribuyendo a una reducción del endeudamiento** y a mejorar la sostenibilidad del mismo. Esto **ha provocado una ralentización de la otra parte de la ecuación, los superávits primarios**, en aquellos países con una situación financiera más potencialmente vulnerable, como es el caso, por ejemplo, de España,



GRÁFICO 2

REDUCCIÓN DEL DÉFICIT (EN PUNTOS DEL PIB)  
 ANTES Y A PARTIR DE LA EXPANSIÓN CUANTITATIVA (QE)



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de Eurostat.

que a pesar de crecer durante varios periodos por encima de su PIB potencial, aún exhibía en 2018 una décima de déficit en su saldo primario. Todos los países periféricos que experimentaron problemas durante la crisis registran, ya desde hace varios años, superávits primarios, y solo Francia, Estonia y Rumanía comparten la situación deficitaria de las cuentas primarias españolas.

El crecimiento ya ha comenzado a desacelerarse, y si bien el *forward guidance* del BCE parece indicar que los tipos estarán bajos por un periodo prolongado de tiempo, no hay que perder de vista que se trata de una situación anómala, que no puede durar eternamente y que tendrá que revertirse en el futuro. De hecho, un análisis del propio BCE muestra que, **en el período 1985-2017, los doce principales países del área del euro experimentaron, en general, un diferencial entre el tipo de interés y el crecimiento económico de signo positivo** (y, por tanto, tendente a la acumulación de deuda), **que fue, además, mayor en recesión y cuando el endeudamiento, en términos de PIB, superaba el 90%**. Solamente para combinaciones de bonanza económica y endeudamiento inferior al 90% del PIB, en el período 1999-2017, se encontró un diferencial ligeramente negativo (Cuadro 1).

Por su parte, la Airef, en el «Observatorio de Deuda» de noviembre de 2019, ha puesto de relieve que el factor de crecimiento habría favorecido, en los últimos 5 años, una rebaja de 16 puntos en la ratio de deuda sobre el PIB, si bien este efecto ha sido casi totalmente compensado por los desequilibrios fiscales estructurales, que han contribuido en sentido contrario a esta ratio con 14 puntos. A su vez, el Observatorio recoge una serie de escenarios en función de la evolución que tomen los tipos de interés y la política fiscal. Así, **en la hipótesis prudente de que los tipos de interés fueran gradualmente convergiendo (a partir de 2023) con el promedio histórico de la unión monetaria, si se mantuvieran los desequilibrios fiscales actuales la deuda se proyectaría hasta el 130% del PIB en 2050**. Incluso, aunque se realizaran los deberes en materia

CUADRO 1

DIFERENCIAL DEL TIPO DE INTERÉS Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN FUNCIÓN DEL NIVEL DE DEUDA PÚBLICA Y EL MOMENTO DEL CICLO ECONÓMICO\* (Eurozona 12)

	<i>Total</i>	<i>Deuda pública &lt; 90% PIB</i>	<i>Deuda pública &gt; 90% PIB</i>
1985-2017	0,9	0,4	1,9
1999-2017	0,6	0,0	1,7
	<i>Total</i>	<i>Ciclo económico normal/favorable</i>	<i>Ciclo económico desfavorable</i>
1985-2017	0,9	0,1	2,9
1999-2017	0,6	-0,5	3,0
	<i>Total</i>	<i>Deuda pública &lt; 90% y ciclo desfavorable</i>	<i>Deuda pública &gt; 90% y ciclo desfavorable</i>
1985-2017	2,9	2,4	3,7
1999-2017	3,0	2,5	3,8

\* Cuanto más positivo es el dato, existe una mayor dificultad para la sostenibilidad de la deuda.

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de BCE, *Monthly Economic Bulletin*.

fiscal, la ratio de deuda sobre el PIB en este escenario de progresiva normalización monetaria se mantendría en niveles cercanos al 90% dentro de 30 años; mientras que, en el supuesto de que permaneciera la curva actual de tipos de interés, realizar los ajustes fiscales necesarios llevaría a la ratio de deuda sobre el PIB al 60%. Dicho de otro modo, **solo la hipótesis poco realista de que la política monetaria pospondrá su normalización 30 años, llevaría a los niveles de deuda sobre el PIB a las referencias establecidas en Maastricht**. Un supuesto más conservador, como es el de la progresiva normalización monetaria hasta converger con la media histórica de tipos en la eurozona, y en ausencia de corrección de los desequilibrios fiscales, dispararía la actual ratio de deuda sobre el PIB en 30 puntos.

En suma, con un crecimiento robusto durante muchos años (por encima del producto potencial) y una política monetaria extremadamente favorable, **hemos perdido una oportunidad única para corregir los desequilibrios presupuestarios y atajar el problema del excesivo endeudamiento. Al contrario, se ha confiado todo al crecimiento y a la laxitud de la política monetaria**, y se ha descuidado la consolidación presupuestaria. Pero no podemos perder de vista que la política monetaria no convencional está diseñada para una situación extraordinaria y no puede durar por siempre. Por lejano que pueda parecer ahora el proceso de normalización, este llegará. **Se debe mirar a largo plazo y recuperar los principios de ortodoxia económica, dándole un impulso adicional a la consolidación fiscal para lograr, por fin, una senda creíble y consistente de superávits**, aprovechando que el ciclo todavía mantiene un tono positivo. **De lo contrario, el próximo ciclo bajista nos llegará en una posición vulnerable, sin munición monetaria, ni tampoco fiscal.**



## RECUADRO 1

## LECCIONES DE LA BANCARROTA DE GRECIA

Grecia disfrutó en los años previos a la crisis de un notable crecimiento de su economía y de una intensa reducción del desempleo, superior a la de la media de los países de la UE. Sin embargo, detrás de esta aparente bonanza subyacían camuflados una serie de problemas estructurales de la economía helena. El tejido productivo griego presentaba un claro problema de competitividad, situándose a la cola de Europa en este apartado, merced, entre otras razones, a un exceso de regulación que se reflejaba en las rigideces existentes en los mercados de factores y de productos. Por su parte, el Estado griego estaba caracterizado por su hipertrofia, su falta de productividad con base en criterios de mercado, un elevado grado de burocratización y un problema de corrupción estructural. Además, el sistema de pensiones griego garantizaba una tasa de reemplazo del 95% a una edad de jubilación de 58 años, una combinación de una generosidad sin parangón en toda la OCDE que estaba destinada a provocar un progresivo agujero en las finanzas públicas.

Pero el crecimiento económico galopante, típico de las etapas de auge, erradicó cualquier posibilidad de iniciar una agenda reformista para solucionar los problemas mencionados. En su lugar, este vigoroso crecimiento estuvo acompañado de unos registros de déficits públicos muy abultados. El motor de la economía griega funcionaba a pleno rendimiento, pero descansaba en el ahorro exterior canalizado a través del gasto público. La deuda pública griega había venido incrementándose en las últimas décadas, aunque el robusto crecimiento de los años precrisis permitió un incremento muy reducido de la misma, que se mantuvo en niveles, eso sí, muy elevados, cercanos al 105%. En este contexto, y a pesar de la acumulación de déficits, la prima de riesgo se mantenía en niveles moderados, que reflejaban la ausencia de preocupación por los inversores. Por aquel entonces era prácticamente impensable atisbar sobresaltos, si quiera puntuales, en el *spread* del soberano griego con respecto al alemán.

Con la llegada de la crisis los déficits públicos se acentuaron aún más, disparando en mayor medida la deuda helena, que llegó a niveles cercanos al 180%. Pero cada vez escaseaba más el ahorro dispuesto a financiar el desequilibrio fiscal griego, en especial ante la ausencia de visos de reformas. De este modo, el mercado se cerró virtualmente para el tesoro griego, lo que desencadenó la entrada en negociaciones para un rescate. La prima de riesgo se disparó, en los peores momentos del año 2012, por encima de los 4.000 puntos básicos, un año en el que el país heleno tuvo que negociar dos impagos sobre su deuda pública (Gráfico 3).

La claudicación del tesoro griego ilustra a la perfección los efectos no lineales de la deuda sobre el crecimiento, los problemas de no apuntalar la sostenibilidad de la deuda mediante la consolidación fiscal y confiarlo todo al crecimiento y a la disponibilidad de financiación futura, así como la relativa rapidez con la que estos episodios pueden manifestarse. En este sentido, el *rating* del soberano griego solo tres años antes de quebrar era, según Standar&Poor's, de A-, una calificación que, en principio, otorga una elevada calidad

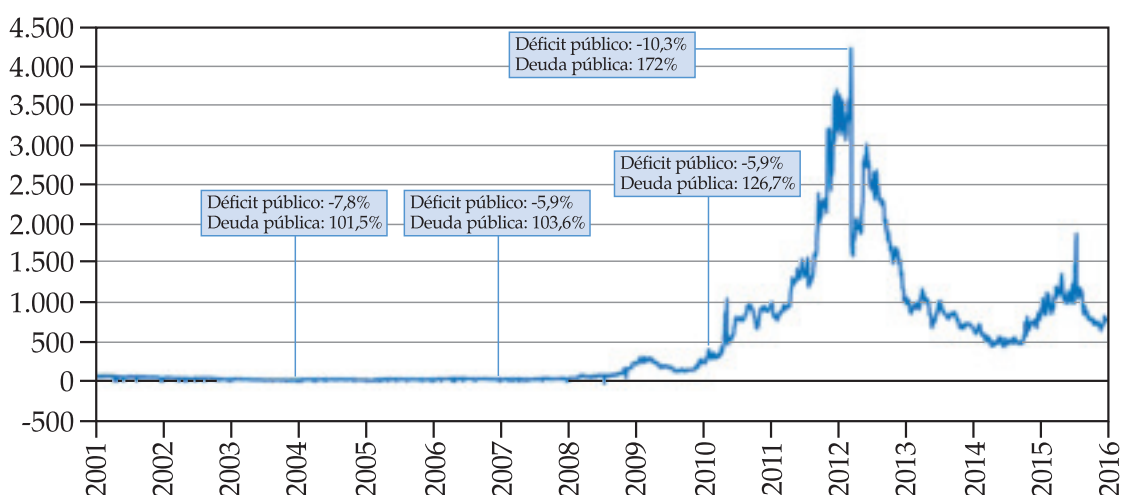
.../...

RECUADRO 1

LECCIONES DE LA BANCARROTA DE GRECIA (continuación)

GRÁFICO 3

PRIMA DE RIESGO DEL BONO GRIEGO FRENTE AL ALEMÁN  
(10 años, puntos básicos)



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos con datos de AMECO y Ministerio de Economía.

crediticia a su emisor. Pero aún peor fue el caso de Chipre, que tres años antes de su impago exhibía una calificación todavía mayor, de A+, superior, por ejemplo, a aquella de la que goza España en la actualidad (A, según S&P). En el siguiente Cuadro se puede observar que no era la primera que vez que un país llegaba al *default*, en una transición de menos de tres años desde una calificación crediticia de «grado de inversión», es decir, por encima de BBB-, umbral a partir del cual pasa a considerarse coloquialmente como «bono basura».

CUADRO 2

PAÍSES QUE HAN HECHO *DEFAULT* CON UNA CALIFICACIÓN CREDITICIA DE GRADO DE INVERSIÓN SOLO TRES AÑOS ANTES (DESDE 1992)

País	Año	Rating 3 años antes del default
Argentina	2001	BBB-
Uruguay	2003	BBB-
Grecia	2012	A-
Chipre	2013	A+

Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de Standar&Poor's «2018 Annual Sovereign Default And Rating Transition Study».

.../...

## RECUADRO 1

## LECCIONES DE LA BANCARROTA DE GRECIA (continuación)

El rescate a Grecia supuso, finalmente, la implementación forzosa y relativamente urgente de medidas para corregir los problemas mencionados, que se habían estado posponiendo durante más de una década, y que podrían haber sido abordadas previamente de forma gradual y con el apoyo favorable del ciclo. Destacan las mejoras en la facilidad para abrir una empresa, la liberalización de las actividades profesionales, la privatización de algunos sectores que mostraban problemas operativos bajo la gestión pública y la reforma del sistema de pensiones, sin perjuicio de que aún quede margen de mejora en todas esas áreas. Por otro lado, la consolidación fiscal descansó parcialmente en algunos recortes de gasto, pero se basó, fundamentalmente, en subidas de impuestos, lo que contribuyó negativamente al crecimiento, atrasando la recuperación.

Salvando las distancias, Grecia es un ejemplo a tener en cuenta en lo que se refiere a desatender las reformas que precisa la economía y retrasar la consolidación fiscal durante el ciclo expansivo, con la herencia de fondo de un *stock* de deuda pública elevado. Ello, sin embargo, no fue evidente, al menos para el mercado, hasta que no se produjo el colapso global y el deterioro del ciclo. Hasta entonces, el país heleno desconocía que estaba a punto de afrontar la recesión más virulenta de los últimos 80 años, sin margen de maniobra en política fiscal y con una economía esclerotizada.

España no es el mismo caso. Nuestro país ha sido referencia internacional por algunas de las reformas que abordó en los peores años de la crisis, y ha realizado un progresivo ajuste del déficit. No obstante, el impulso reformista ha desaparecido en los últimos períodos, hasta el punto de que se plantea, por algunos grupos políticos, incluso la reversión de algunas de ellas, al tiempo que se ha descuidado el ritmo de consolidación fiscal, en un período de notable crecimiento económico que ahora encara una desaceleración. Aunque la ralentización de la economía no es sinónimo de recesión, es una señal de que el ciclo está más maduro. Por ello, la economía española debe prepararse para afrontar un escenario menos favorable en el futuro, abordando las reformas que están pendientes y realizando un verdadero compromiso con la consolidación fiscal que permita que la sostenibilidad de la deuda no se ponga en jaque cuando se diluyan los factores coyunturales que ahora apoyan.

### 3. La deuda pública en España

#### 3.1. España tiene un elevado nivel de deuda pública. ¿Cómo hemos llegado hasta aquí?

Tras la entrada en el euro la economía española vivió una etapa de expansión prolongada, favorecida por los bajos tipos de interés y la estabilidad que proporciona la moneda única. No obstante, también se generaron una serie de desequilibrios en la economía, entre los que destacan un excesivo endeudamiento de familias y empresas y una sobrevaloración de los activos inmobiliarios. Durante esta etapa, entre los años 2000 y 2007, el nivel del gasto público sobre el PIB se mantuvo relativamente estable, en un promedio del 38,7% del PIB. Por su parte, el nivel de ingresos promedio, en dicha etapa, fue del 39%, y eso que entre 2005 y 2007 se produjo

un incremento extraordinario de los ingresos debido, principalmente, a los desequilibrios anteriormente comentados.

Así, entre 2000 y 2007 podemos distinguir dos fases; inicialmente, entre 2000 y 2004, los niveles de déficit público fueron muy moderados, lo que combinado con un crecimiento vigoroso de la actividad propició una reducción paulatina del nivel de deuda. Posteriormente, entre 2005 y 2007, con unos ingresos extraordinarios y un gasto contenido, se alcanzaron superávits presupuestarios y el nivel de deuda descendió notablemente, hasta situarse en el 35,8% del PIB en el año 2007.

Sin embargo, en 2008 la situación cambió. **Tras el estallido de la crisis financiera se agudizaron los problemas de la economía española y el comportamiento de las finanzas públicas se modificó drásticamente.** Con la llegada de la crisis, los ingresos fiscales cayeron, abriéndose un gap con respecto al nivel de gasto público, que además se elevó como resultado del efecto de los estabilizadores automáticos y de algunas decisiones políticas desacertadas, en parte fruto de un diagnóstico equivocado de la situación en la que realmente se encontraba la economía. **Así, en lugar de reconocer el problema de un nivel de gasto que no era sostenible, se optó, en un primer momento, por huir hacia delante, redoblando la apuesta mediante políticas de estímulo a la demanda que agravaron aún más la situación de déficit público** y no sirvieron para aliviar la situación económica, pues no atacaban el problema de fondo sino sus síntomas.

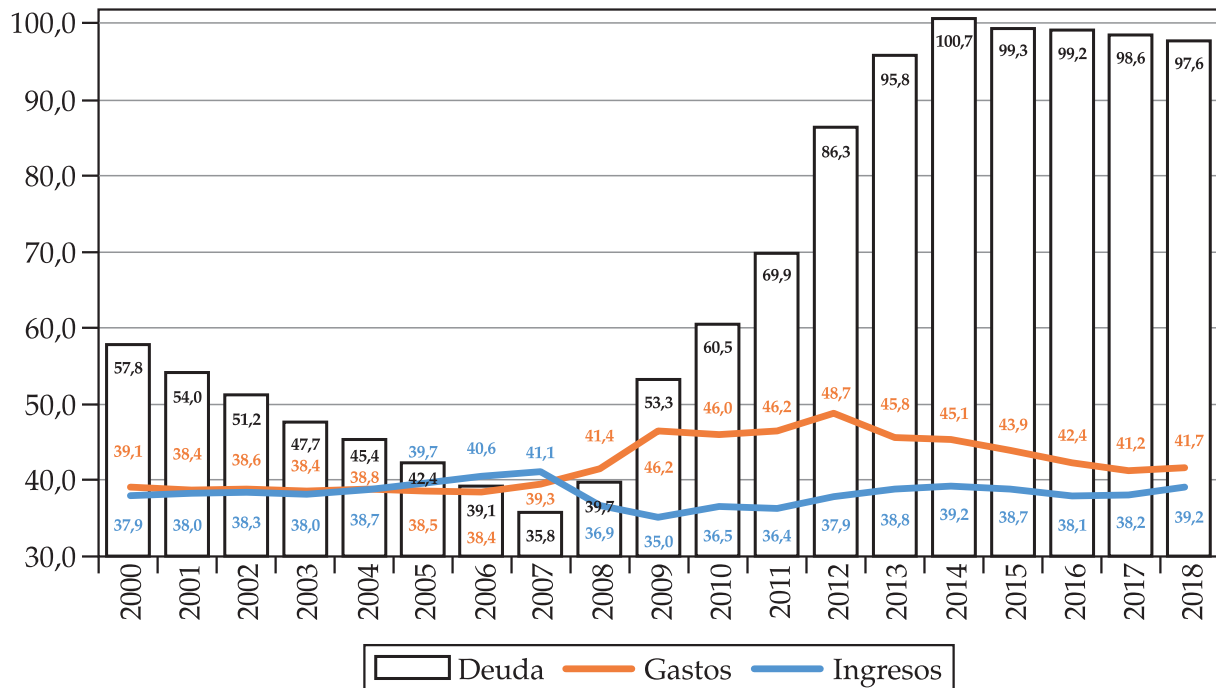
El sector privado español se vio obligado a acometer un esfuerzo encomiable de desapalancamiento, mientras que **el sector público comenzó un vertiginoso proceso de crecimiento del endeudamiento.** En 2012, con un nivel de gasto público de casi 11 puntos sobre el PIB superior al nivel de ingresos, la deuda se situó en el 86,3% del PIB, más de 50 puntos por encima de como estaba tan solo cinco años antes. A partir de 2013 el nivel del gasto público comienza a contenerse, aunque persisten elevados déficits públicos que continúan aumentando la ratio de la deuda hasta el máximo del 100,7% del PIB en el año 2014.

No faltaron ni faltan (en especial adscritos a la corriente de la teoría monetaria moderna) los que justificaban este endeudamiento público como la única forma posible de que el sector privado realizase el proceso inverso. El erróneo argumento que suelen emplear es que, en la hipótesis de una economía cerrada, con solo dos sectores, el privado y el público, una reducción del endeudamiento del primero, solo puede ser a costa de que el segundo desahorre con respecto a este. Sin embargo, este argumento parte de un error conceptual, pues solo sería cierto si el sector privado hubiera contraído sus pasivos contra el sector público. Pero, evidentemente, esto no es así, pues, en general, los agentes privados (igual que los públicos) generan sus obligaciones de pago con otros agentes de ese mismo sector privado (doméstico o extranjero). Por tanto, para honrar sus deudas, la parte deudora del sector privado tiene que ahorrar frente a la parte acreedora de ese mismo sector privado, siendo indiferente, y, por tanto, compatible, la existencia de ahorro público (Rallo, 2017).

**A partir de 2015, con la economía mostrando nuevamente notables tasas de crecimiento y un paulatino descenso del gasto público frente al PIB, los desequilibrios fiscales se han ido reduciendo y la deuda ha comenzado a perder peso con respecto al PIB, aunque lo hace de forma muy discreta,** a mucho menor ritmo que en la etapa entre 2000 y 2007. En 2018, la ratio de deuda sobre el PIB se situó en el 97,6%, apenas tres puntos menos que en el máximo de 2014.

Ante esta situación, **es difícil escapar a la sensación de haber perdido una buena oportunidad para haber llevado a cabo una mayor reducción de la deuda en los últimos años,**

GRÁFICO 4  
 ESPAÑA. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA,  
 DE LOS INGRESOS PÚBLICOS Y DEL GASTO PÚBLICO  
 (Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos de Eurostat.

**aprovechando el dinamismo de la economía**, que se ha disipado por la falta de ambición en la contención del gasto público. Además, preocupa que en 2018 el nivel de gasto público como porcentaje del PIB ha vuelto a incrementarse, a pesar de mantener unos desequilibrios fiscales del 2,5% del PIB, tres décimas más de lo comprometido con Bruselas. **Para 2019 también se espera que los desequilibrios fiscales se sitúen sensiblemente por encima del compromiso del Gobierno, del 1,8%**. En este sentido, **Bruselas ha vuelto a advertir recientemente a España tras considerar que incumplirá sus compromisos de déficit y deuda, recordándole que debe hacer un esfuerzo estructural del 0,65% del PIB**, y que en los últimos años estos esfuerzos han sido prácticamente nulos. De hecho, la Comisión Europea, en su «Informe» de otoño, sitúa el déficit estructural de España en el 3,1% para 2019. Además, ha reprendido a nuestro país por el insuficiente ritmo de reducción de deuda pública, incidiendo en que se está desaprovechando la oportunidad que brindan los menores costes que conlleva el servicio de la deuda, derivados de los niveles mínimos de los tipos de interés, para una mayor reducción de la ratio de deuda.

Comparando la etapa 2000-2007, en la que se produjo una disminución sensible de la ratio de deuda, frente al momento actual, donde a pesar del buen ritmo de crecimiento de los últimos años, el peso de la deuda apenas desciende, se puede observar que las diferencias se concentran en el nivel de gasto público. Así, tenemos que **el nivel de ingresos en 2018 se ha situado en el 39,2%, tasa similar al promedio de los años comprendidos entre 2000 y 2007**, a pesar de que en los últimos años de esta etapa dichos ingresos estuvieron hinchados. Por el contrario, **el nivel**

de gastos en 2018 se sitúa en el 41,7% del PIB, tres puntos por encima del promedio del 38,7% de la etapa 2000-2007, e incluso superior al gasto del año 2008.

### 3.2. El papel del Banco Central Europeo y la política monetaria en el ciclo de deuda

El desarrollo de los mercados financieros, la creciente globalización y el elevado volumen de liquidez disponible como resultado de las políticas monetarias expansivas practicadas por los principales bancos centrales, han devenido en una mayor facilidad de acceso a la financiación. Si bien, empleada de la forma adecuada, esta mayor financiación puede ser una excelente noticia en tanto en cuanto contribuya a la generación de riqueza, una excesiva acumulación de deuda, como instrumento de financiación, comporta una serie de significativos riesgos. Esta apelación a la deuda ha adquirido una importancia creciente, hasta el punto de que, según el Fondo Monetario Internacional, existe actualmente un total de 188 billones de deuda, el equivalente al 230% del PIB. En las economías avanzadas el problema se localiza en los elevados *stocks* de deuda pública, que se encuentran en sus niveles más altos desde la Segunda Guerra Mundial, superando el 100% del PIB (Alesina *et al.*, 2018).

Es difícil entender la evolución reciente de la deuda soberana, en la eurozona en general y en España en particular, sin tener en cuenta el comportamiento del Banco Central Europeo y el papel que ha jugado, atenuando tensiones en un primer momento y facilitando directamente la financiación de los países del euro en una etapa posterior. **Esta situación no ha sido aprovechada por los Gobiernos para acometer las reformas necesarias y reducir sus deudas. Por el contrario, han caído en la complacencia de una financiación artificialmente barata, y han aplazado la adopción de medidas y reformas destinadas a incrementar el crecimiento potencial y a corregir los desequilibrios macroeconómicos.**

Para ello hay que remontarse al año 2010, cuando tiene lugar el primer rescate de Grecia —después llegarían dos más— ante la incapacidad del país heleno de financiarse en los mercados, debido a la acumulación de abultados déficits públicos que aumentaron considerablemente su *stock* de deuda pública, tendencia esta que venía ocurriendo en las décadas previas a la crisis. Después se sucedieron, también, las ayudas financieras a Irlanda, Portugal y Chipre, y la línea de crédito a España. A pesar de ello, Grecia tuvo problemas para estabilizar su situación, y no pudo evitar el impago a principios de 2012. **En este contexto de incertidumbre sobre el futuro del euro, las tensiones en las primas de riesgo de las dos economías más grandes en apuros, España e Italia, no remitían, más bien se acrecentaban, lo que llevó al presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, a pronunciar, en julio de 2012, su famoso «whatever it takes», asegurando que haría todo lo necesario para salvar el euro.**

Seis semanas después del famoso «whatever it takes» de Mario Draghi, se anunció el llamado OMT (Outright Monetary Transactions) que tenía como finalidad la compra de deuda pública de aquellos países que solicitaran formalmente esta ayuda, a cambio de una condicionalidad. Sin embargo, nunca llegó a implementarse, puesto que no fue necesario su reclamo por parte de ningún país: su mero anuncio relajó las tensiones en los mercados de deuda y despejó las dudas que había por aquel entonces sobre la continuidad de la moneda única. Esta no era la primera vez que el BCE echaba mano a la caja de herramientas de política monetaria no convencional, pues ya habían tenido lugar, desde 2009, dos programas de compra de *covered*



*bonds*, en España cédulas hipotecarias, el CBPP1 y el CBPP2, el cambio en el sistema tradicional de subasta a tipo variable por el tipo fijo y la adjudicación plena, o la creación de mecanismos de subastas de liquidez a largo plazo (las llamadas LTRO, VLTRO o TLTRO en función de su plazo y condicionalidad). A su vez, previo al OMT, se había llevado a cabo el Security Market Programme (SMP), en el que el BCE compraba bonos soberanos de los países que estaban experimentando mayores tensiones en los mercados, si bien esterilizaba las compras mediante operaciones de drenaje para evitar el aumento de la base monetaria.

**No fue hasta tres años después del anuncio del nunca empleado OMT, en marzo de 2015, cuando se dio por iniciado el Programa de Expansión Cuantitativa o Quantitative Easing (QE)**, con el programa de compra de bonos soberanos, PSPP (Public Sovereign Purchase Programme), que completó al ABSPP (Asset Backed Securities Purchase Programme) y al CBPP3 (Covered Bonds Purchase Programme), en el llamado programa de compra de activos (APP o Asset Purchase Programme), y que posteriormente se amplió también para recoger la compra de bonos corporativos (CSPP o Corporate Sector Purchase Programme). En medio de este baile de siglas, y a un ritmo mensual promedio de 60.000 millones de compras, la autoridad monetaria ha más que duplicado su balance, desde los 2,2 billones de euros de finales de 2014, hasta los 4,7 billones a octubre de 2019, o lo que es lo mismo, más del 40% del PIB de la eurozona.

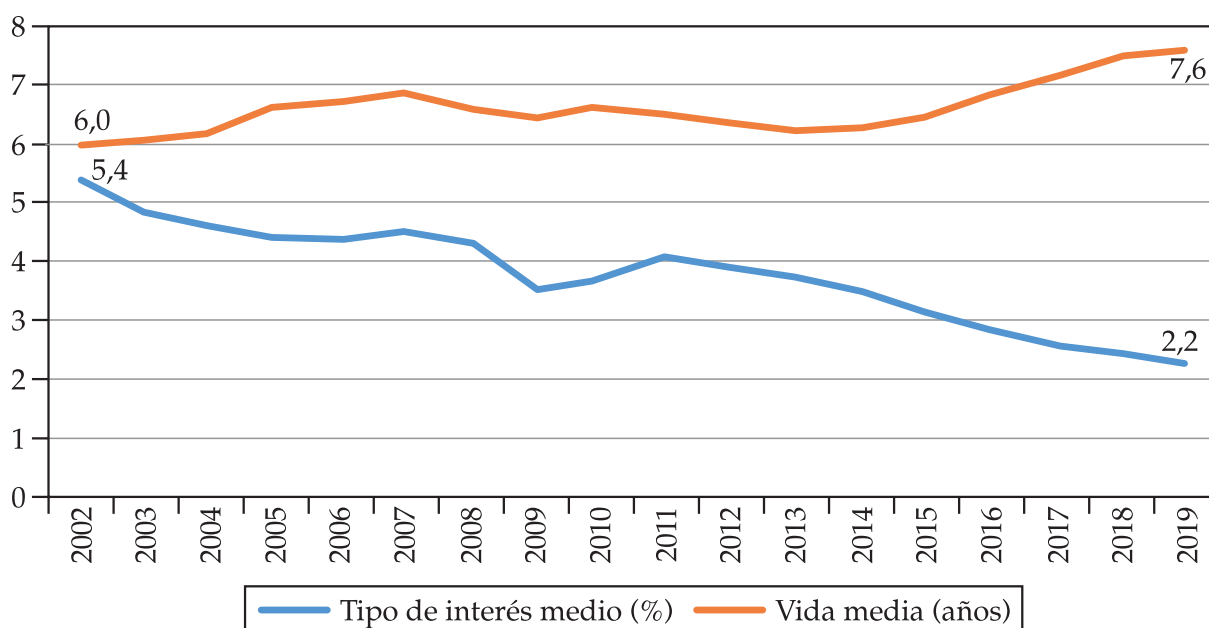
De igual modo, se sucedieron desde el inicio de la crisis las bajadas de tipos de interés, que llevaron al tipo de referencia al 0%, niveles en los que se sitúa desde hace ya más de 3 años. A su vez, el BCE situó la facilidad marginal de depósito, esto es, el tipo de interés al que la institución monetaria remunera los depósitos que en él realizan las entidades financieras, en terreno negativo y actualmente se sitúa en el -0,5%. Este entorno de abundante liquidez y tipos reducidos ha llevado a las rentabilidades exigidas a los bonos soberanos europeos, incluidos los periféricos, a mínimos históricos. En este contexto de financiación favorable, **el tesoro español aprovechó para emitir deuda a más largo plazo a menores tipos de interés, alargando la vida media del saldo vivo de deuda y reduciendo el coste de este**, lo que le ha permitido un notable ahorro por pago de intereses al tiempo que se dotaba de una mayor resiliencia ante *shocks* a corto plazo (Gráfico 5).

**En total, la deuda española en manos del Banco Central Europeo supone un quinto del total de deuda, cuando antes del inicio del QE las tenencias del Eurosistema apenas representaban un testimonial 4% de toda la deuda de España.** Más llamativo, aún, resulta observar cómo el incremento de la deuda española en manos de la autoridad monetaria ha sido equivalente al aumento del total de deuda española, lo que ha convertido al banco central en el principal comprador neto. No obstante, estas adquisiciones del Banco Central Europeo han venido a sustituir a la fuerza compradora del resto de los agentes domésticos (instituciones financieras y otros sectores residentes), pero no tanto a la de los no residentes, que, si bien en los años siguientes a la crisis perdieron peso considerablemente en el *mix* de deuda pública, han mostrado, en especial a partir del QE, un renovado interés que les ha hecho recuperar su proporción en el total de deuda pública, algo por debajo de la mitad (47%) (Gráfico 6).

Si bien el programa de compra de activos llegó a su fin en diciembre de 2018, la ralentización del crecimiento de la eurozona y las incertidumbres por el agitado entorno internacional hacían rebrotar las dudas sobre la convergencia del crecimiento de los precios con los niveles de inflación objetivo, por lo que el Banco Central Europeo tomó la decisión de retomar el programa en noviembre de 2019. El APP (Asset Purchase Programme) tiene, esta vez, una

GRÁFICO 5

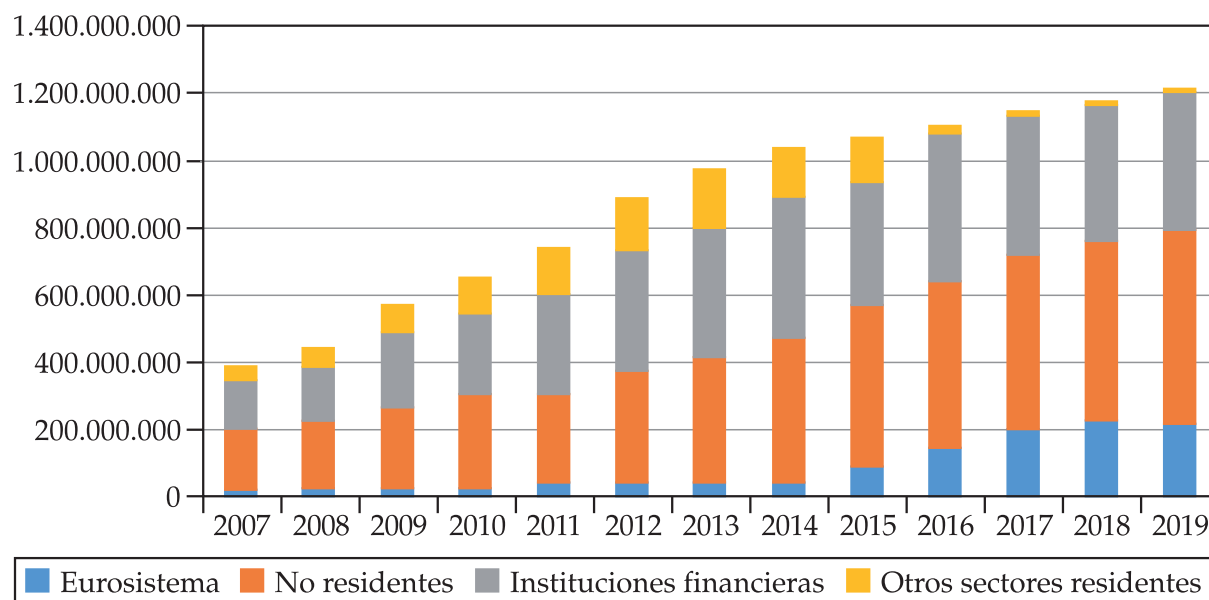
TIPO DE INTERÉS MEDIO Y VIDA MEDIA DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA VIVA



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del Tesoro.

GRÁFICO 6

DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA POR TENEDORES



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del Banco de España.

particularidad, y es que carece, *a priori*, de fecha límite, por lo que estará operativo hasta que la autoridad monetaria considere que la evolución de la inflación se corresponde con sus objetivos.



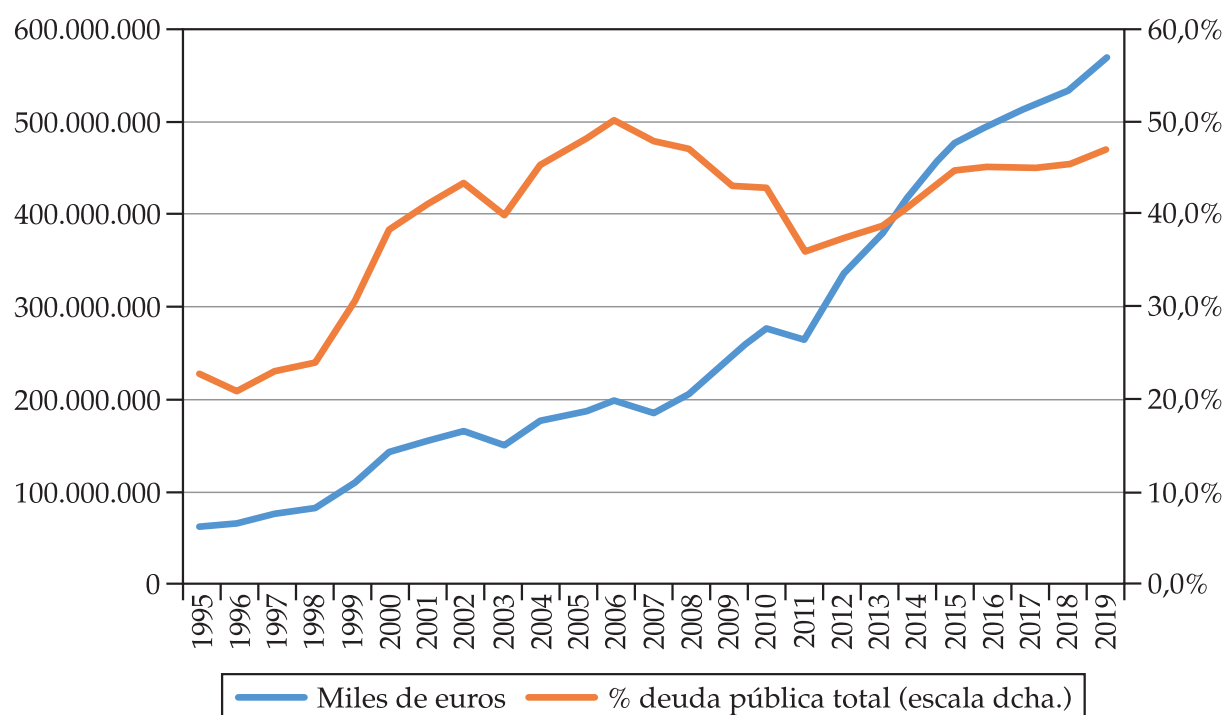
En definitiva, las medidas del BCE han llevado los tipos de interés a mínimos históricos, lo que, unido a la compra mensual de bonos por parte de esta institución, ha contribuido notablemente al descenso del coste de la deuda.

### 3.3. La financiación externa de la deuda pública

La deuda pública española en manos de inversores extranjeros ha tenido una tendencia creciente en términos absolutos desde principios de siglo, gracias a la entrada de España en la Unión Monetaria, que otorgaba una mayor confianza y estabilidad a la moneda de emisión de esta deuda, el euro, de la que hasta entonces había gozado la extinta peseta. Apenas se observan algunos episodios que contradicen esta tendencia, en los primeros compases de la crisis a finales de 2007, y en la crisis de deuda del año 2012, pero estos se resumen a unos pocos trimestres de amortización neta de la deuda en manos de no residentes. Desde que se superó la crisis de deuda, además, se observa un renovado auge del interés extranjero por la deuda pública española, en un clima de mayor confianza como resultado del apoyo, bien retórico, bien fáctico, de tipo expansivo, que con posterioridad ha venido ofreciendo el Banco Central Europeo, pero también merced a la mayor credibilidad que se labró España al abordar algunas reformas estructurales que se consideraban prioritarias.

GRÁFICO 7

#### EVOLUCIÓN DE LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA DE NO RESIDENTES



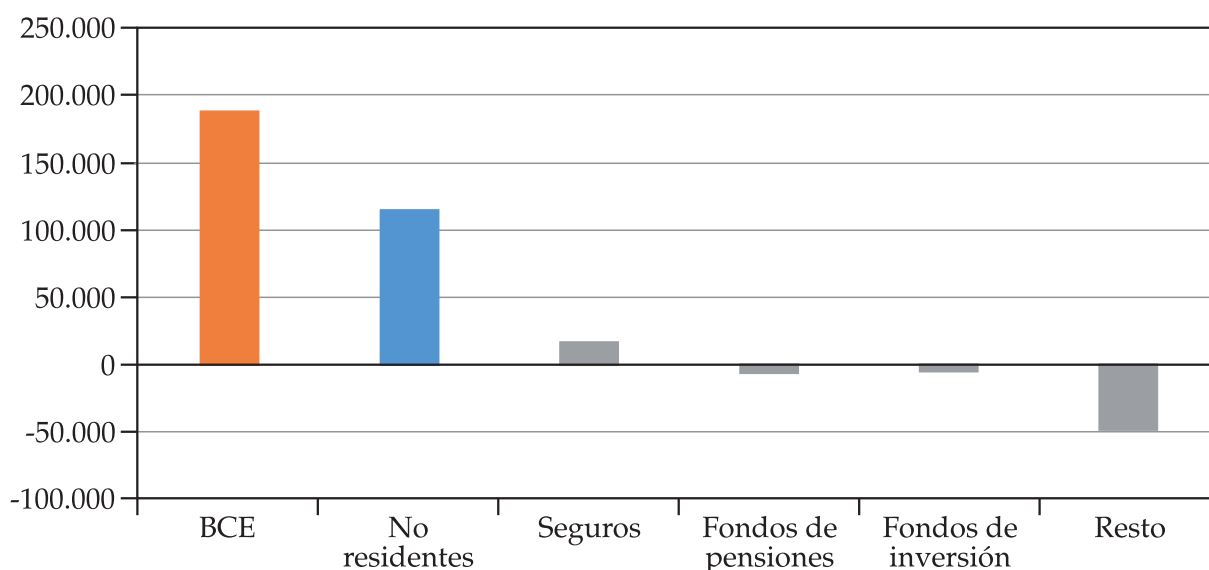
Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del Banco de España.

En términos relativos al total de deuda pública, las tenencias en manos de inversores extranjeros fueron ganando peso en los años previos a la crisis, debido al modesto incremento del

endeudamiento público durante este período, hasta alcanzar el 50% del total en el año 2006. Con posterioridad, la deuda pública externa sí que experimentó una importante reducción relativa ligada a la incertidumbre de la crisis, para después recuperar progresivamente los niveles previos a esta, cercanos a la mitad del total (47% en junio de 2019). Tal es así que, desde que se inició el QE, se ha convertido, junto al Banco Central Europeo, en el principal comprador neto de las emisiones de deuda españolas.

GRÁFICO 8

COMPRAS NETAS DE DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA DURANTE EL QE  
(Millones de euros)



Fuente: Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de datos del Tesoro.

En un mundo globalizado, con pocas barreras, en general, a la movilidad del capital, no es difícil encontrar movimientos masivos de entrada y salida de flujos ante *shocks* internos o externos. El caso más reciente se vivió en el bloque emergente en abril de 2018, cuando el inicio de la normalización monetaria por parte de la Reserva Federal, ahora parcialmente revertida, provocó una intensa salida de flujos desde estos mercados hacia otros con un binomio rentabilidad-riesgo más atractivo. De este modo, los mercados emergentes asistieron a un periodo convulso, caracterizado por una fuerte depreciación de sus divisas y un repunte de las primas de riesgo.

Aunque lo que desató el episodio de tensiones fue un *shock* aparentemente externo, la subida de tipos en Estados Unidos y la apreciación del dólar, en realidad, lo que subyacía de fondo era la problemática propia de las economías de estas regiones. Prueba de ello es que aquellos países con mayores desequilibrios (fiscal y exterior) son los que más sufrieron el impacto, como son Argentina, Turquía o, en menor medida, Sudáfrica. Argentina es, sin duda, el caso más paradigmático, pues durante los años de abundante liquidez global llegó a emitir un bono del tesoro a 100 años, a un tipo de interés del 7,9% en dólares, un coste bastante reducido teniendo en cuenta el plazo del instrumento, la historia crediticia cercana de la región y los problemas que presentaban sus cuentas públicas, como recientemente ha quedado puesto de manifiesto con la asistencia financiera del FMI, primero, y el diferimiento del pago de letras a corto plazo vencidas, después.

Es cierto que el episodio de tensiones en emergentes acaecido el año pasado no es estrictamente comparable con la posible inflación de activos existente en el mercado de deuda de la eurozona. Sin embargo, sirve para ilustrar los efectos colaterales que supone la laxitud monetaria, que inhibe el esfuerzo de los Gobiernos en la reducción de los desequilibrios macroeconómicos, así como la realización de las reformas estructurales necesarias, y para evidenciar la rapidez con la que los inversores internacionales pueden girar el rumbo cuando llega un *shock* adverso. Cuando se levanta el velo monetario y se recuperan las sensibilidades al riesgo, los inversores vuelven a fijarse en los desequilibrios internos y huyen de aquellos países que no han solucionado sus problemas. Desde luego que la confianza en el euro es muy superior a la de las divisas emergentes, pero ya se vieron en el pasado fantasmas de ruptura del euro que fueron solventados gracias a contar con un importante margen de maniobra en política monetaria del que hoy carece el área de la moneda común.

En suma, una vez que termine el programa de compras del BCE, está por ver qué agentes tomarán el relevo y serán capaces de absorber la demanda que hasta ahora satisfacían las compras del Eurosistema. Atendiendo a la reciente evolución de las tenencias de deuda, los inversores extranjeros podrían suponer, al menos a corto plazo, la principal fuerza compradora neta. Por ello, resulta crucial asegurar la estabilidad y la moderación institucional, así como el marco regulatorio que permita ofrecer confianza a dichos inversores, reducir el riesgo país y lograr mantener una prima de riesgo contenida. De igual modo, la corrección de los desequilibrios fiscales y las reformas encaminadas a incrementar el PIB potencial también contribuirán a que los *spreads* de riesgo no se disparen agudamente en una situación monetaria normalizada.

#### 4. La contención del gasto público y la mejora de su eficiencia como motores de reducción de deuda

A lo largo del Informe se han señalado los riesgos que conlleva para una economía mantener la deuda en niveles elevados, como los existentes actualmente en España. Estos riesgos, como también se ha indicado, están, en la actualidad, temporalmente atenuados por las políticas del BCE, principalmente por los bajos tipos de interés y por la compra de deuda pública por parte del propio BCE, de forma que el coste de la deuda es inferior al que se daría en un mercado no intervenido. De hecho, en los últimos años, se ha reducido el coste de los intereses de la deuda debido a las medidas del BCE, no porque se hayan reducido los niveles de deuda. Por ello, cuando la política monetaria comience a normalizarse, cosa que ocurrirá antes o después, cabe esperar que los tipos de interés suban, posiblemente aumentará la dificultad para colocar nuestra deuda a los inversores, puede que se incremente nuestra prima de riesgo y, en definitiva, previsiblemente se encarecerá el pago por el servicio de la deuda. Por este motivo, como se ha ido poniendo de manifiesto a lo largo del presente documento, **es fundamental y urgente abordar decididamente el descenso de los niveles de deuda pública**. Esta reducción de la ratio de deuda **debe hacerse afectando en la menor medida posible al crecimiento**, que, como se ha visto, es una variable clave en la sostenibilidad de dicha deuda. En este apartado se pondrá de manifiesto que la forma idónea para contener el nivel de endeudamiento, la que menos efectos negativos tiene sobre el crecimiento, es a través **de incidir en el gasto público, moderándolo y aumentando su eficiencia**, frente a otras alternativas como los

incrementos impositivos que resultan más perjudiciales para el desarrollo de la actividad y del empleo.

Estudios recientes, como el de Alesina, Favero y Giavazzi (2019), en el que se analizan cerca de 200 planes de austeridad en 16 países de la OCDE, entre finales de la década de los 70 y el año 2014, ponen de manifiesto que **cuando los ajustes se hacen por la vía de la contención del gasto son más beneficiosos para el crecimiento que cuando se llevan a cabo mediante incremento de impuestos**. En promedio, reducir el gasto en un punto del PIB tiene unos efectos negativos sobre el crecimiento de un cuarto de punto del PIB, con una duración inferior a dos años. En contraste, un ajuste de la misma magnitud, llevado a cabo mediante incremento de impuestos, genera descensos en el PIB superiores a los dos puntos y sus efectos se extienden por un periodo de tres a cuatro años. Dentro de este promedio tiene cabida una casuística variada entre los que, incluso, destacan casos de «expansión con la austeridad», donde a partir de la reducción del gasto no se perciben efectos negativos sobre el PIB, sino positivos, como en Irlanda, Dinamarca, Bélgica y Suecia en la década de los 80 o en Canadá en la década de los 90.

La mayor incidencia sobre el crecimiento de las medidas fiscales llevadas a cabo a través de incrementos de impuestos frente a las de contención del gasto es consistente con los resultados obtenidos por Ramey (2019), en los que se señala que **los multiplicadores de los impuestos sobre la actividad son mayores que los del gasto público**. En promedio, muestra que los multiplicadores del gasto público se sitúan entre 0,6 y 1,0, aunque pueden ser algo mayores en etapas recesivas y en algunas situaciones específicas, como con políticas monetarias muy acomodaticias y bajos tipos de interés, donde se pueden situar alrededor de 1,5. No obstante, algunos estudios (Reinhart y Rogoff, 2009) apuntan que a partir de un cierto umbral de deuda pública, que ellos sitúan alrededor del 90% del PIB, el crecimiento de la economía se resiente sensiblemente. Por su parte, Nickel y Tudyka (2013) indican que **los estímulos fiscales mediante el aumento del gasto público tienen, en un primer momento, efectos positivos sobre el PIB, aunque negativos sobre la inversión privada. Pero que con niveles de ratio deuda/PIB elevados el impacto agregado sobre el PIB se vuelve negativo**, debido a que el efecto *crowding-out* sobre la inversión privada aumenta significativamente. En contraste, el estudio de Ramey apunta que los multiplicadores de los impuestos son sensiblemente mayores, situándose entre 2,0 y 3,0, con un comportamiento procíclico, por lo que suelen ser más intensos en etapas de expansión, como la actual, que en las de contracción de la actividad. Como acertadamente ha señalado Daniel Lacalle (2017), *«es un error presuponer que las soluciones a las crisis modernas deberían ser las mismas que la de la Gran Depresión, ya que nuestra época es consecuencia de esos mismos excesos de gasto y crédito que hoy se nos presentan como la solución»*.

Como se pone de manifiesto en el Cuadro 3, **los ajustes fiscales que se realizan a partir del gasto público tienen menos efectos negativos sobre el crecimiento y estos se extienden durante menos tiempo que los que tienen lugar por la vía del aumento de los impuestos**. De hecho, buena parte de la diferencia viene del comportamiento muy desigual que se traslada a la **inversión privada**. Así, en el ajuste vía gasto, la confianza de los empresarios se recupera antes, ya que un descenso del gasto traslada un mensaje de no subida de impuestos que libera rentas y aumenta la confianza de los agentes, en mayor medida cuanto más creíble es este mensaje. En esta línea también se pronuncian Buti y Pench (2012) que afirman que **los efectos negativos en el corto plazo de una reducción del gasto se compensan en el medio y largo plazo, afectando positivamente al crecimiento y al empleo por la mejora de la confianza de los agentes del sector**

CUADRO 3

## EFECTOS DE LOS AJUSTES FISCALES SOBRE EL PIB Y SOBRE LA INVERSIÓN PRIVADA EN EL CORTO Y EN EL MEDIO PLAZO

	<i>Efectos sobre el PIB</i>	<i>Efectos sobre la inversión privada</i>
Contención del gasto	Efecto casi nulo en el año en que se aplica y ligeramente negativo en el siguiente. A partir del segundo año los efectos acumulados son prácticamente nulos.	Efecto negativo durante el año en curso algo inferior al -0,5%, llegando al -1% en el año siguiente. A partir del tercer año los efectos acumulados se vuelven ligeramente positivos y crecientes.
Incremento de impuestos	Efecto negativo algo inferior al -0,5% en el primer año y acumulado del -2% a los cuatro años.	Efecto negativo de aproximadamente el -1% en el año en curso y acumulado del -4% a los cuatro años.

*Fuente:* Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos a partir de Alesina *et al.* (2019): «Effects of Austerity: Expenditure and Tax-based Approaches».

**privado, por el compromiso con el control del déficit y la expectativa de menos impuestos futuros, así como por los efectos positivos de una menor inflación y las ventajas que se pueden trasladar al sector exportador.** Por el contrario, el incremento de impuestos, máxime si estos se destinan a aumentar los programas de gasto, generan expectativas de nuevos incrementos impositivos que inciden negativamente sobre las rentas y la confianza de los agentes. Además, Gunter *et al.* (2019) ponen de manifiesto que **a medida que el nivel de impuestos es mayor, los efectos, sobre el crecimiento y la inversión, de subidas adicionales de dichos impuestos son aún más negativos.** Estos autores evidencian el efecto en forma de U invertida de los impuestos, tras analizar los multiplicadores fiscales de 51 países, encontrando que, en los desarrollados, que en general presentan mayores niveles de impuestos, el multiplicador fiscal es de -3,6 frente al -1,2 de los países en vías de desarrollo. Por su parte, Cai *et al.* (2018) también destacan los efectos negativos que tienen los impuestos sobre la innovación y el progreso técnico, lo que afecta negativamente a la productividad de los países.

Adicionalmente, es necesario tener en cuenta que, dentro de cada política fiscal, los resultados pueden variar en función de sobre qué elementos se incida. Así, Gemmel *et al.* (2014) señalan que **los impuestos que mayor efecto negativo tienen sobre el crecimiento son el impuesto sobre sociedades, los impuestos sobre las rentas de capital, los impuestos sobre las rentas del trabajo y las contribuciones a la Seguridad Social, en este orden, mientras que los menos distorsionantes son los impuestos indirectos sobre los bienes y los servicios, es decir, el equivalente al IVA.** En la misma línea, Egger *et al.* (2018) encuentran evidencias de que el aumento del tipo marginal efectivo de sociedades se traslada, en gran medida, a un descenso de la inversión por parte de las empresas.

Por su parte, en cuanto a las políticas fiscales de gasto, Gemmel *et al.* (2015) señalan que **hay que distinguir entre los gastos públicos productivos, que sí tienen externalidades positivas sobre el crecimiento**, entre los que se encuentran educación, sanidad, transportes y comunicaciones, entre otros, **frente a gastos públicos no productivos que no tienen efecto sobre el crecimiento económico**. Además, también destacan que los efectos finales para el crecimiento de incidir sobre una política de gasto están condicionados por la forma en que se financia dicha política, recordando nuevamente que hay unos impuestos más distorsionantes para la actividad que otros. De hecho, **si, como se ha visto, los multiplicadores de los impuestos son mayores que los de los gastos, incrementar el gasto financiándolo con subidas de impuestos puede generar efectos negativos para el crecimiento de la economía, máxime a partir de unos niveles impositivos ya elevados**, tal y como se ha comentado anteriormente. En este mismo sentido se manifiestan Sainz, Sanz y Sanz (2019) que concluyen que los incrementos de déficit para destinarlos a gastos públicos productivos tienen efectos ambiguos sobre la actividad económica, que dependerá del nivel del *stock* de capital público existente, incidiendo en que, a mayor nivel de *stock* existente, mayor será la probabilidad de que los efectos sobre la actividad sean negativos. Además, remarcan que lo que sí es claro es que aumentos del déficit para financiar gastos públicos no productivos tendrán efectos negativos sobre el crecimiento económico.

Por tanto, a lo largo de este apartado se ha puesto de manifiesto que **las medidas fiscales más convenientes para reducir el déficit y la deuda pública han de centrarse en la vía del gasto y no en la de los impuestos**. En este sentido, **las medidas pueden dirigirse a la contención del gasto, principalmente del menos productivo, y a la mejora en la eficiencia de dicho gasto**, situación que permitiría compatibilizar una moderación del mismo con una adecuada prestación de servicios a la ciudadanía. Así, Afonso *et al.* (2019) ponen de manifiesto que **hay un amplio margen para la mejora en la eficiencia del gasto público**, ya que, tras analizar dicha eficiencia en 36 países de la OCDE, concluyen que, en media, hay un margen de mejora del 33%, en comparación con los países más eficientes; es decir, que se podrían ofrecer los mismos servicios públicos con un 33% menos de gasto, situación que en España superaría el 40% entre los años 2013 y 2017, lejos de sus mejores registros en la etapa 2003 a 2007, cuando la eficiencia del gasto público español se situó en el 78%, en comparación con los países más eficientes en dicho momento. Teniendo en cuenta el elevado nivel de la deuda pública española, el 97,6% del PIB en 2018, la mejora de la eficiencia en el gasto público es crucial para poder seguir manteniendo un buen nivel en la prestación de servicios públicos. Frente a la afirmación de que el nivel de gasto público de la economía española, en el 41,7% del PIB en 2018, es sensiblemente inferior al de la media de la UE-28, cabe señalar, por el contrario, que cuando se corrige por el PIB per cápita, se obtiene que el gasto público en España es un 9% superior al del promedio de la UE-28, lo que probaría que existe cierto margen para abordar la vía del gasto, a través de la contención o de la mejora de la eficiencia, como mecanismo de consolidación fiscal.

En definitiva, hay que volver a **incidir en la necesidad de acometer una decidida reducción de la deuda pública, pero debe hacerse preservando el crecimiento económico y el empleo**. Por ello, **la vía de la contención y la mejora de la eficiencia del gasto público, que como se ha visto tiene una incidencia más positiva sobre la confianza de los agentes y sobre la inversión privada y, en definitiva, sobre la actividad económica, es el camino que debe seguirse**, desechando la vía de incrementos de impuestos, cuyos multiplicadores son mayores y los efectos negativos sobre la inversión y el crecimiento se prolongan mucho más en el tiempo.



## 5. Conclusiones

A raíz de la crisis financiera la deuda pública creció rápidamente, situándose en unos niveles muy elevados en una gran cantidad de países, entre los que se encuentra España. Si bien un incremento de deuda, desde niveles moderados y en determinadas situaciones de deterioro económico, puede estar justificado para apoyar un progresivo ajuste del déficit y favorecer el crecimiento a corto plazo, la acumulación de *stocks* de deuda elevados resulta perjudicial para el crecimiento de la actividad y del empleo, máxime a partir de unos determinados umbrales, siendo el del 90% del PIB el más habitualmente utilizado.

Los niveles de deuda pública elevados conllevan una serie de riesgos para la economía, al volverse más vulnerable ante *shocks* adversos y ver reducido el margen para poder llevar a cabo una respuesta contracíclica de política monetaria expansiva. Además, las necesidades de financiación del sector público pueden detraer recursos financieros para el sector privado, afectando tanto al volumen como al coste de los mismos, lo que tenderá a lastrar la inversión, que también se verá afectada por la incertidumbre acerca de cómo (y si) se pagará la deuda del Estado en cuestión. A su vez, la generación de déficits públicos y la acumulación de deuda puede acrecentar las expectativas en los agentes de futuras subidas de impuestos, lo que incide negativamente sobre sus decisiones de consumo, ahorro e inversión. La deuda pública también condiciona la política económica, no solo porque deban realizarse los ajustes necesarios para lograr una senda consistente de superávits, sino también porque el Estado se ve obligado a destinar una parte relevante de sus ingresos al pago de intereses.

Los factores que influyen en la sostenibilidad de la deuda son, fundamentalmente, cuatro: el crecimiento económico, el coste de la deuda, el *stock* de dicha deuda y el saldo fiscal primario. A partir de ellos se pueden concretar aquellos factores endógenos sobre los que un país sin soberanía monetaria tiene capacidad de influir para mejorar la sostenibilidad de la deuda, que son, esencialmente, la prima de riesgo, el crecimiento económico y el saldo fiscal. El crecimiento potencial precisa de reformas estructurales que afecten a los mercados de factores y productos, en especial en un contexto, como el de la economía española, de baja productividad y envejecimiento demográfico. La reducción del déficit estructural requerirá de una adecuada consolidación presupuestaria, mientras que la prima de riesgo tiende a experimentar tensiones cuando el clima institucional y regulatorio no es estable y predecible. Además, estos factores están, a su vez, interrelacionados. Por ejemplo, cabe destacar que una mejora en el crecimiento potencial debido a la realización de las reformas apropiadas puede contribuir a reducir el déficit.

En el momento actual, algunos de los riesgos que conllevan los elevados niveles de deuda pública están diluidos debido a la política monetaria extraordinariamente expansiva que ha seguido el BCE, con abundante disponibilidad de liquidez, bajos tipos de interés y compra de bonos soberanos, lo que ha contribuido a la reducción de los *spreads* de riesgo y del coste de financiación de la deuda. Esta situación ha sido terreno abonado para que los Gobiernos dilaten en el tiempo la adopción de las reformas estructurales y medidas necesarias para acometer la reducción de la deuda. En este sentido, la reducción de los déficits públicos en la etapa del QE ha sido muy inferior a la etapa anterior, a pesar de ser un periodo de mayor crecimiento de la actividad y del ahorro en el pago de los intereses que se ha derivado de los menores costes de financiación.

Antes o después, se iniciará un proceso de normalización de la política monetaria que conllevará el aumento de los tipos de interés y el encarecimiento del coste de la deuda. Por ello,

aplazar la necesidad de cuadrar las cuentas públicas solo pospone un problema a costa de hacerlo más grave en el futuro. Así, un escenario de progresiva normalización de la política monetaria, junto con el mantenimiento de los desequilibrios fiscales actuales, elevaría la deuda pública hasta el 130% del PIB en el año 2050. Incluso, aunque se realicen los deberes en materia fiscal, la ratio deuda/PIB se mantendría en niveles próximos al 90%.

Por tanto, dados los niveles muy elevados de la deuda pública en España, el 97,6% del PIB en el año 2018, el séptimo país con mayor ratio de los 28 que conforman la UE, y la resistencia que está mostrando a descender en los últimos años, es necesario adoptar medidas encaminadas a una reducción más decidida del déficit y la deuda pública que contribuyan a atraer y aumentar la confianza de los inversores una vez que la política del BCE comience a normalizarse. Conviene recordar que, aunque el momento actual parezca muy confortable, la situación puede complicarse con relativa celeridad cuando las decisiones que se adoptan no son las adecuadas.

Una vez que se ha puesto de manifiesto la necesidad de abordar, de forma decidida, una reducción de la ratio deuda/PIB es fundamental hacerlo afectando en la menor medida posible al crecimiento, ya que, como se ha indicado anteriormente, también incide sobre la sostenibilidad de la deuda. En este sentido, estudios recientes ponen de manifiesto que cuando los ajustes se hacen por la vía de la contención del gasto son más beneficiosos para el crecimiento y el empleo que cuando se llevan a cabo mediante incrementos de impuestos.

Los ajustes fiscales que se llevan a cabo a partir del gasto público tienen menos efectos negativos sobre la actividad y se extienden durante menos tiempo que los realizados por la vía de los impuestos. Buena parte de esta diferencia se explica por el comportamiento desigual con el que se trasladan estos efectos a la inversión privada. En los ajustes a través de los gastos la confianza de los agentes se recupera antes por el compromiso con el control del déficit y las expectativas de menos impuestos, así como por efectos positivos sobre el control de la inflación y las ventajas que se puedan trasladar al sector exterior. Por el contrario, los ajustes vía incrementos de impuestos son más intensos y se prolongan en el tiempo, afectando negativamente a la confianza de los agentes que contemplan incrementos futuros de impuestos, máxime si estos se destinan a financiar gastos no productivos. Además, los efectos de subidas adicionales de impuestos son cada vez más negativos a medida que los niveles impositivos son más elevados.

En línea con estos argumentos, se tiene que los multiplicadores de los impuestos sobre la actividad (entre 2 y 3 en promedio) son mayores que los multiplicadores del gasto (entre 0,6 y 1 en promedio). Además, en los contextos en los que las economías están muy endeudadas los multiplicadores de gasto tienen aún menor incidencia sobre el crecimiento.

También es necesario tener en cuenta que, dentro de cada política fiscal, los resultados pueden variar en función de sobre qué elementos incide. En este sentido, los impuestos que mayor impacto negativo tienen sobre la actividad son el impuesto sobre sociedades, el impuesto sobre las rentas del capital y del trabajo y las contribuciones a la Seguridad Social, en ese orden, mientras que los menos distorsionantes para el crecimiento son los impuestos sobre bienes y servicios, es decir, el equivalente al IVA. Por su parte, en las políticas fiscales de gasto, los gastos públicos productivos sí tienen externalidades positivas sobre el crecimiento, mientras que los no productivos apenas tienen efecto sobre el crecimiento económico.

En definitiva, la necesaria reducción de la ratio deuda/PIB debe acometerse desde la vía de la contención del gasto, principalmente del menos productivo, e incidiendo en la mejora de la eficiencia de dicho gasto público, aspecto en el que las comparativas internacionales muestran



que hay un amplio margen de mejoría. De esta forma, se tendrá una incidencia más positiva sobre la confianza de los agentes y sobre la inversión privada, con efectos menos negativos sobre el crecimiento y el empleo que los que se generan por la vía de la subida de impuestos que, además, se prolongan durante mucho más tiempo.

## Bibliografía

- AFONSO, A., JALLES, J. y VENÂNCIO, A. (2019): «Taxation and Public Spending Efficiency: An International Comparison». *REM Working Paper*, n.º 080-2019. Universidade de Lisboa.
- ALESINA, A., FAVERO, A.C. y GIAVAZZI, F. (2018): «A new Study offers more evidence that cutting spending is less harmful to growth than raising taxes». *Finance & Development, Climbing out of debt*, IMF, March 2018, vol. 55, n.º 1.
- (2019): «Effects of Austerity: Expenditure and Tax-based Approaches». *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n.º 2, Spring 2019.
- ANDRÉS, J., PÉREZ, J.J. y ROJAS, J.A. (2017): «Implicit public debt thresholds: an empirical exercise for the case of Spain». Banco de España, *documento de trabajo*.
- AUTORIDAD INDEPENDIENTE DE RESPONSABILIDAD FISCAL, AIREF (2019): «Observatorio de Deuda», noviembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2012): «Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro», *boletín mensual*, abril.
- (2019): «Interest rate-growth differential and government debt dynamics», *ECB Economic Bulletin*, 2/19.
- BAUM, A., CHECHERITA-WESTPHAL, C. y ROTHER, P. (2012): «Debt and Growth: new evidence for the euro area». *Working paper Series*, n.º 1450, European Central Bank.
- BUTI, M. y PENCH, L. (2012): «Fiscal austerity and policy credibility, voxeu, Research-based policy analysis and commentary from leading economists». <http://www.voxeu.org/article/fiscal-austerity-and-policy-credibility>.
- CAL, J., CHEN, Y. y WANG, X. (2018): «The Impact of Corporate Taxes on Firm Innovation: Evidence from the Corporate Tax Collection Reform in China», *NBER Working Paper*, n.º 25146.
- CANO, D. (2015): «Siglas para ampliar un balance. ¿Cómo puede el BCE aumentar su balance hasta el billón de euros tal como ha anunciado?». *Empresa Global*, enero 2015.
- CECCHETTI, G.S., MOHANTY, M.S. y ZAMPOLLI, F. (2011): «The real effects of debt». *Working Paper*, Bank for International Settlements (BIS).
- EGERT, B. (2013): «Public Debt, Economic Growth and Nonlinear Effects: Myth or Reality», *CESifo Working Paper Series* 4157. CESifo Group Munich.
- EGGER, P., ERHARDT, K. y KEUSCHNIGG, C. (2018): «Heterogeneous Tax Sensitivity and Firm-Level Investments». *CEPR Discussion Paper*, n.º 13341.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2016): «Debt-use it wisely». *Fiscal Monitor*, October 2016.
- (2018): «Capitalizing on good times». *Fiscal Monitor*, April 2018.
- GEMMELL, N., KNELLER, R. y SANZ, I. (2014): «The growth effects of corporate and personal tax rates in the OECD». *Canadian Journal of Economics*, 47 (4), pp. 1217-1255.
- (2015): «Does the Composition of Government Expenditure matter for Long-Run GDP Levels?». *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 78 (4), 522-547.

- GÓMEZ-PUIG, M. y SOSVILLA-RIVERO, S. (2017): «Public debt and economic growth: Further evidence for the euro area». Instituto de Investigación de Economía Aplicada. Universidad de Barcelona.
- GUNTER, S., RIERA-CRITCHON, D., VEGH, C. y VULETIN, G. (2019): «Policy implications of non-linear distortion- based effects of tax changes on output». *World Bank Working Paper*, n.º 8720.
- LACALLE, D. (2017): *La gran trampa. Por qué los bancos centrales están abonando el terreno para la próxima crisis*. Ediciones Deusto.
- MIKA, A. y ZUMER, T. (2017): «Indebtedness in the EU: a drag or a catalyst for growth?». *Working Paper Series*.
- MILLARUELO, A. y DEL RÍO, A. (2013): «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis». Banco de España, *Boletín Económico*, enero 2013.
- NICKEL, Ch. y TUDYKA, A. (2013): «Fiscal stimulus in times of high debt. Reconsidering multipliers and twin deficits». European Central Bank. *Working Papers Series*, n.º 1513. Febrero 2013.
- RALLO, J.R. (2017): *Contra la Teoría Monetaria Moderna. Por qué imprimir dinero sí genera inflación y por qué la deuda pública sí la pagan los ciudadanos*. Ediciones Deusto.
- RAMEY, V. (2019): «Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?». *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n.º 2, Spring 2019.
- REINHART, C.M. y SBRANCIA, M.B. (2015): «The Liquidation of Government Debt». *IMF Working Paper*, January 2015.
- REINHART, M.C. y ROGOFF, K.S. (2010): «Growth in a Time of Debt». *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100 (May 2010): 573-578.
- (2013): «Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten». *IMF Working Paper*, December 2013.
- REINHART, M.C., REINHART, V.R. y ROGOFF, K.S. (2018): «Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800». *Journal of Economic Perspectives*, vol. 26, n.º 3, Summer 2012, pp. 69-83.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2009): «The aftermath of financial crises». *American Economic Review*.
- SAINZ, J., SANZ, I. y SANZ, J. (2019): «Gasto público, ingresos públicos y crecimiento económico». FAES.

# DÍA DE LA DEUDA EN ESPAÑA

## INSTITUT ÉCONOMIQUE MOLINARI

### 1. *Día de la Deuda*

Desde hace cinco años el Institut Économique Molinari de Francia publica el *Día de la Deuda*, un **informe sobre el estado de las cuentas públicas en los veintiocho países de la Unión Europea (UE-28)** que este año llega a España de la mano del Instituto de Estudios Económicos.

El objetivo último del *Día de la Deuda* es **visibilizar el problema del excesivo endeudamiento acumulado por las Administraciones Públicas (AA.PP.)** a partir de un simple ejercicio en el que el saldo presupuestario del ejercicio anterior (2018) se expresa en un calendario.

Así, si el *Día de la Deuda* coincide, por ejemplo, con el 1 de diciembre, esto significa que el país en cuestión presenta un déficit equivalente a financiar un mes de gasto público recurriendo al endeudamiento público, puesto que sus ingresos fiscales se agotarían el 30 de noviembre.

#### 1.1. *Más de una década de desequilibrio fiscal*

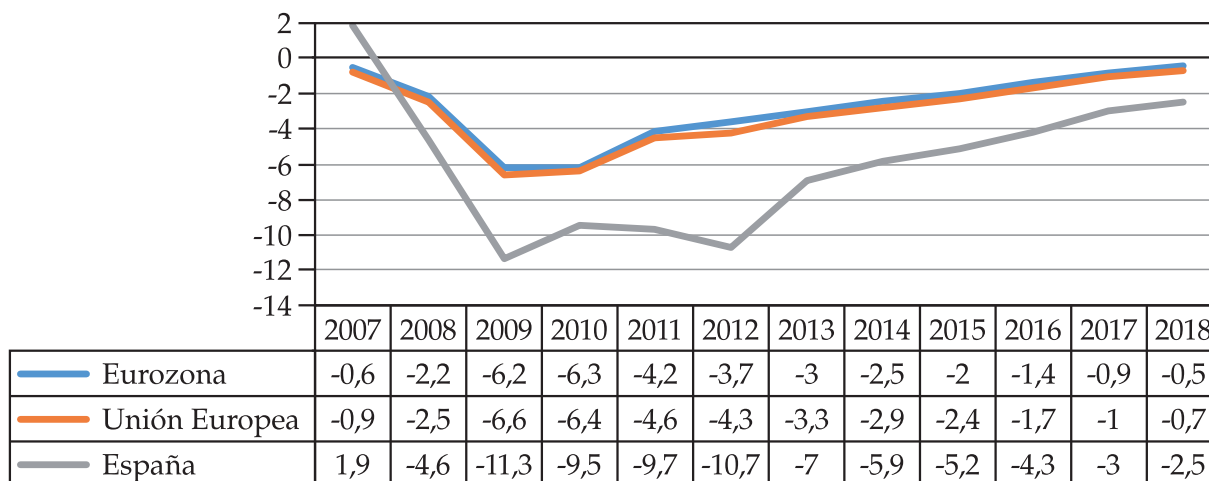
El saldo presupuestario medio de los socios de la UE-28 acumula déficits fiscales de forma ininterrumpida desde antes, incluso, del estallido de la crisis. El caso de España resulta más preocupante, puesto que **el saldo negativo de nuestras cuentas públicas ha sido sistemáticamente mayor al observado en el resto de los países de la Unión**. La comparativa con la eurozona arroja un resultado muy similar: el déficit ha sido la norma desde hace más de una década, pero España registra desfases mucho mayores que el promedio de los países integrados en la moneda única.

**La medición del saldo presupuestario de las AA.PP. como porcentaje del PIB muestra que España se sitúa hoy muy por encima del promedio comunitario**, puesto que nuestro déficit de 2018 fue del 2,5% del PIB, frente al 0,7% de la UE-28 o el 0,5% de la eurozona. En 2009 se alcanzó el nivel más alto de déficit público sobre el PIB, con una desviación entre ingresos y gastos del 11,3% (Gráfico 1).

**El mayor diferencial entre España y la UE-28 se produjo en 2012** y alcanzó 6,4 puntos del PIB. Ese año, el déficit fue del 10,7% del PIB en nuestro país y del 4,3% en la UE-28. **Con respecto a la eurozona, el pico de la divergencia fiscal se da en 2012**, con una brecha de 7,0 puntos entre el déficit del 10,7% del PIB, que cosechó España, y el *gap* del 3,7% que registraron, de

GRÁFICO 1

SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% PIB)

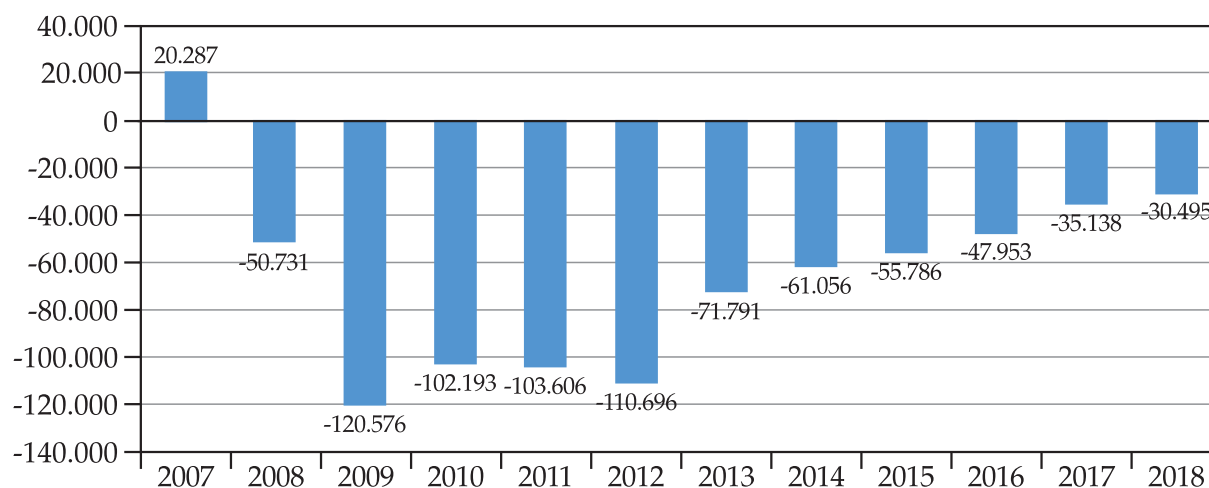


Fuente: Eurostat.

media, nuestros socios. Aunque nuestro país ha logrado mejorar su saldo presupuestario de forma sostenida desde 2012, la mejora experimentada en 2018 fue de apenas 0,5 puntos (del 3% al 2,5% del PIB), mientras que la previsión de déficit de la Comisión Europea para 2019 muestra una corrección aún más modesta, de 0,2 puntos (del 2,5% al 2,3% del PIB).

GRÁFICO 2

SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN ESPAÑA (En millones de euros)



Fuente: Eurostat.

**El ritmo de reducción del déficit muestra una progresiva relajación de las tareas de consolidación presupuestaria.** Tras aumentar en 71.018 millones en 2008 y en 69.845 millones en 2009, el déficit se redujo en 18.383 millones en 2010. La diferencia entre ingresos y gastos volvió a ensancharse en 2011 y 2012, con crecimientos de 1.413 y 7.090 millones de euros. La tarea

de reducción del déficit avanzó notablemente en 2013, con una reducción del desequilibrio presupuestario valorada en 38.905 millones de euros. Sin embargo, las correcciones de años posteriores fueron más modestas: 10.735 millones en 2014, 5.270 millones en 2015, 7.833 millones en 2016, 12.815 millones en 2017 y 4.643 millones en 2018.

## 1.2. España agota sus recursos fiscales el 9 de diciembre

El cálculo del *Día de la Deuda* para 2018, realizado con datos de Eurostat, muestra que, en términos de caja, el saldo presupuestario negativo del conjunto de las AA.PP. más abultado de la Unión Europea fue el cosechado por Chipre, cuyos ingresos fiscales cubrieron solamente los gastos comprendidos entre el 1 de enero y el 24 de noviembre. Rumanía comparte el segundo puesto (30 de noviembre), mientras que España cierra el *top tres* (9 de diciembre). La media del conjunto de las AA.PP. de la UE alcanza su *Día de la Deuda* el 25 de diciembre, con lo que solamente cubre con deuda seis días al año.

CUADRO 1

DÍA DE LA DEUDA DEL CONJUNTO DE LAS AA.PP. (2018)

<i>Noviembre 2018</i>	<i>Diciembre 2018</i>	<i>Enero 2019</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Día 24: Chipre</li> <li>• Día 30: Rumanía</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Día 9: España</b></li> <li>• Día 11: Reino Unido</li> <li>• Día 13: Hungría</li> <li>• Día 15: Francia</li> <li>• Día 15: Italia</li> <li>• Día 22: Eslovaquia</li> <li>• Día 24: Letonia</li> <li>• Día 25: Finlandia</li> <li>• <i>Día 25: Unión Europea</i></li> <li>• Día 26: Bélgica</li> <li>• Día 26: Estonia</li> <li>• Día 27: Portugal</li> <li>• Día 29: Polonia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Día 1: Austria</li> <li>• Día 1: Irlanda</li> <li>• Día 2: Croacia</li> <li>• Día 4: Dinamarca</li> <li>• Día 6: Eslovenia</li> <li>• Día 6: Lituania</li> <li>• Día 6: Suecia</li> <li>• Día 8: Grecia</li> <li>• Día 10: República Checa</li> <li>• Día 13: Países Bajos</li> <li>• Día 15: Alemania</li> <li>• Día 17: Bulgaria</li> <li>• Día 19: Malta</li> <li>• Día 23: Luxemburgo</li> </ul>

*Fuente:* Elaboración propia del Instituto de Estudios Económicos con datos del Institut Économique Molinari.

España aparece en la tercera posición, puesto que los ingresos de nuestras AA.PP. financian apenas el gasto público realizado del 1 de enero al 9 de diciembre. Esto significa que los desembolsos asumidos desde entonces hasta final de año se pagaron emitiendo más deuda pública.

**Once países de la UE-28, a pesar de tener déficit, presentan un mejor cuadro presupuestario que España:** Reino Unido (11 de diciembre), Hungría (13 de diciembre), Francia e Italia (15

de diciembre), Eslovaquia (22 de diciembre), Letonia (24 de diciembre), Finlandia (25 de diciembre), Bélgica y Estonia (26 de diciembre), Portugal (27 de diciembre) y Polonia (29 de diciembre).

Asimismo, hay otros **catorce países miembros de la Unión** que, al igual que los mencionados en el párrafo anterior, **mejoran el resultado de España, pero además consiguen un saldo presupuestario positivo**; es decir, un superávit fiscal que les permitió financiar todo el gasto público de 2018 con los recursos logrados ese mismo año, ingresos que, de hecho, fueron suficientes para pagar parte del gasto de 2019. Es el caso de Austria e Irlanda (1 de enero), Croacia (2 de enero), Dinamarca (4 de enero), Eslovenia, Lituania y Suecia (6 de enero), Grecia (8 de enero), República Checa (10 de enero), Países Bajos (13 de enero), Alemania (15 de enero), Bulgaria (17 de enero), Malta (19 de enero) y Luxemburgo (23 de enero).

Por lo tanto, **solo hay dos países de la UE-28 con un peor desempeño que España en el Día de la Deuda, mientras que los otros veinticinco miembros consiguen un mejor resultado** (la mitad de los 28 consiguió un superávit fiscal, en 2018, medido en términos de caja).

### 1.3. El agujero de las pensiones

Si analizamos la salud de la Seguridad Social en los distintos países de la Unión, llegamos a una conclusión alarmante: **la caja de las pensiones española presenta el peor resultado**, puesto que los ingresos logrados por cotizaciones en 2018 fueron insuficientes para cubrir 37 días de gasto en pensiones. Al margen de España, solo Italia y Dinamarca tienen la caja de la Seguridad Social en *números rojos*, aunque el descuadre del país nórdico es de apenas una jornada, mientras que la república transalpina sí cosecha un resultado preocupante que se acerca al de España, con 31 días de saldo negativo. Por el contrario, todos los países restantes presentan un saldo positivo en su sistema de Seguridad Social, siendo la media europea de 12 días (Gráfico 3).

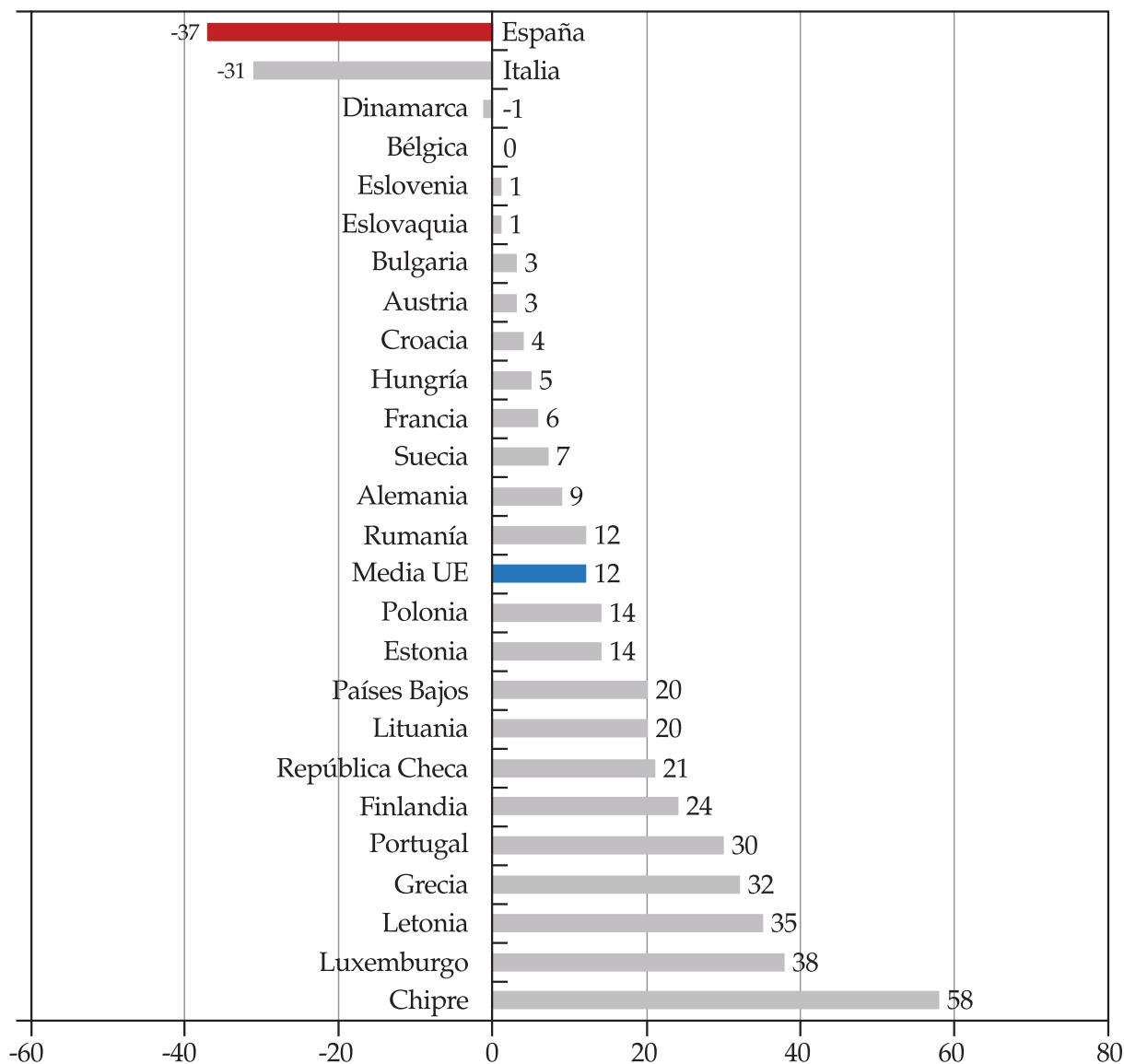
**Desde 2016, el déficit anual del sistema se sitúa por encima de los 16.000 millones de euros**, lo que significa que, en promedio, 150 euros de cada pensión se están pagando a través de emisiones de deuda. La precaria situación de la Seguridad Social queda también de manifiesto si se estudia la deuda asumida por el sistema, que hasta mediados de 2017 se mantuvo estabilizada en torno a los 17.000 millones de euros, pero desde entonces se ha disparado hasta situarse por encima de los 50.000 millones de euros.

## 2. Conclusiones

El estallido de una crisis tan profunda como la que ha atravesado España tuvo importantes implicaciones en la salud de nuestras cuentas públicas. Una docena de años después del comienzo de la *Gran Recesión* **España presenta un escenario de déficit muy preocupante: no solo se sitúa entre los países con mayor desequilibrio presupuestario de la UE-28 y de la eurozona, sino que, además, apenas experimenta mejoras en 2018 y 2019.**

Los ingresos fiscales han alcanzado máximos históricos, a pesar de que miles de empresas han cerrado y de que el desempleo duplica los niveles medios observados en el resto de Europa. Así las cosas, **la falta de eficiencia en el gasto apuntala un desajuste permanente de las cuentas**

GRÁFICO 3  
SALDO DE LA SEGURIDAD SOCIAL EN 2018  
(En días de gasto en pensiones)



Nota: No hay datos definitivos de 2018 para Irlanda, Malta y el Reino Unido.

Fuente: Institut Économique Molinari.

**públicas que eleva la deuda pública hasta el entorno del 100% del PIB, lo que supone más de 25.000 euros por habitante.**

Algo similar ocurre con las pensiones. El déficit acumulado desde hace años por el sistema supuso, primero, el agotamiento del Fondo de Reserva y se traduce, ahora, en un aumento progresivo de la deuda de la Seguridad Social. La desaceleración del empleo, la falta de reformas y el envejecimiento demográfico harán que este indicador se siga deteriorando, generando nuevas cargas y perjudicando la sostenibilidad futura del sistema de pensiones.

## Bibliografía

EUROSTAT (2019): «General government deficit and surplus, 2007-2018».

INSTITUT ÉCONOMIQUE MOLINARI (2019): «Le jour où les États de l'Union européenne ont dépensé toutes leurs recettes annuelles».



INSTITUTO  
DE ESTUDIOS  
ECONÓMICOS

40

**años**

*por la economía  
de mercado*

**INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Servicio de Publicaciones

Tel.: 917 820 580

Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)

[www.ieemadrid.es](http://www.ieemadrid.es)



La deuda pública española se sitúa en el 97,6% del PIB, al tiempo que el desequilibrio fiscal no termina de corregirse de manera contundente, a pesar de que su economía se ha expandido en los últimos años a ritmos muy superiores a su crecimiento potencial. El nivel de deuda pública afecta al crecimiento económico de forma no lineal, desencadenándose sus efectos negativos a partir de un determinado umbral. Así, un elevado grado de apalancamiento por parte del sector público vuelve a la economía más vulnerable ante *shocks* adversos y reduce el margen para llevar a cabo una respuesta de política fiscal contracíclica, amén de que puede desplazar al sector privado del acceso a financiación y modificar el comportamiento de los agentes si estos anticipan futuras subidas de impuestos.

Las políticas monetarias no convencionales de tipo expansivo se han instalado en la agenda de los principales bancos centrales, lo que ha dado lugar a una dilución de los riesgos asociados al alto endeudamiento, facilitando temporalmente la sostenibilidad de la deuda al favorecer unos costes de financiación muy reducidos, y acomodando a los Gobiernos en un clima de inmovilismo, cuando no de complaciente indisciplina. Resulta prioritario volver a la ortodoxia económica y fiscal para garantizar, de forma estructural, que los niveles de deuda pública se sitúan en un punto sostenible, mediante un renovado impulso reformista que incremente el crecimiento potencial de la economía, así como a través de una decidida consolidación fiscal que proyecte una senda consistente y creíble de superávits.



**INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

Tel.: 917 820 580  
Correo: [iee@ieemadrid.com](mailto:iee@ieemadrid.com)  
[www.ieemadrid.es](http://www.ieemadrid.es)