

Ahorro público, endeudamiento y crecimiento

Rafael Doménech

BBVA Research y Universidad de Valencia

I Foro de Debate David Taguas

Madrid, 19 de febrero de 2015

Introducción

- En 2000 D. Taguas, J. Varela y yo publicamos un artículo en el que analizábamos los **efectos de los déficits fiscales en el ahorro nacional** de los países de la OCDE
- **Resultado:** el ahorro privado solo compensa una parte del déficit público
- El **objetivo** era analizar una de las piezas del rompecabezas sobre los efectos de los impulsos fiscales en la actividad económica a corto y largo plazo

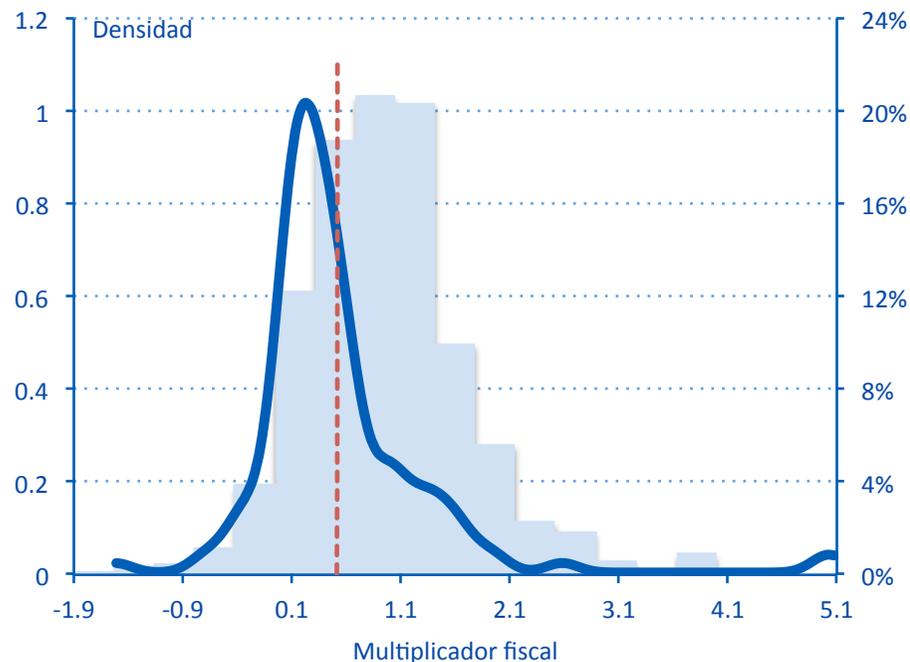
Introducción

- Los **efectos a corto plazo** de un impulso fiscal (aumento del déficit público) suelen ser **positivos**, aunque su magnitud (multiplicador) depende de muchos factores
- En ningún caso existe un **menú gratis** sino una **sustitución intertemporal del crecimiento**
 - Los efectos son mayores cuando se anuncia la estrategia de salida futura (**reversión**), por lo que se anticipa ya el esfuerzo que hay que hacer más tarde
 - Si no se anuncia la reversión del impulso fiscal, el efecto positivo a corto es menor y el futuro efecto negativo (por el aumento de la deuda pública) mayor

Los efectos a corto plazo de un impulso fiscal

Evidencia internacional sobre multiplicadores fiscales: Función de densidad y distribución de frecuencias

Fuente: Andrés y Doménech (2013a) en base a Spillimbergo, Symansky y Schindler (2009) y a Gechert y Will (2012)



El multiplicador fiscal depende del tipo medida fiscal:
la composición importa

El multiplicador depende de las características específicas de cada economía, que son variables en el tiempo (e.g., expansiones vs recesiones)

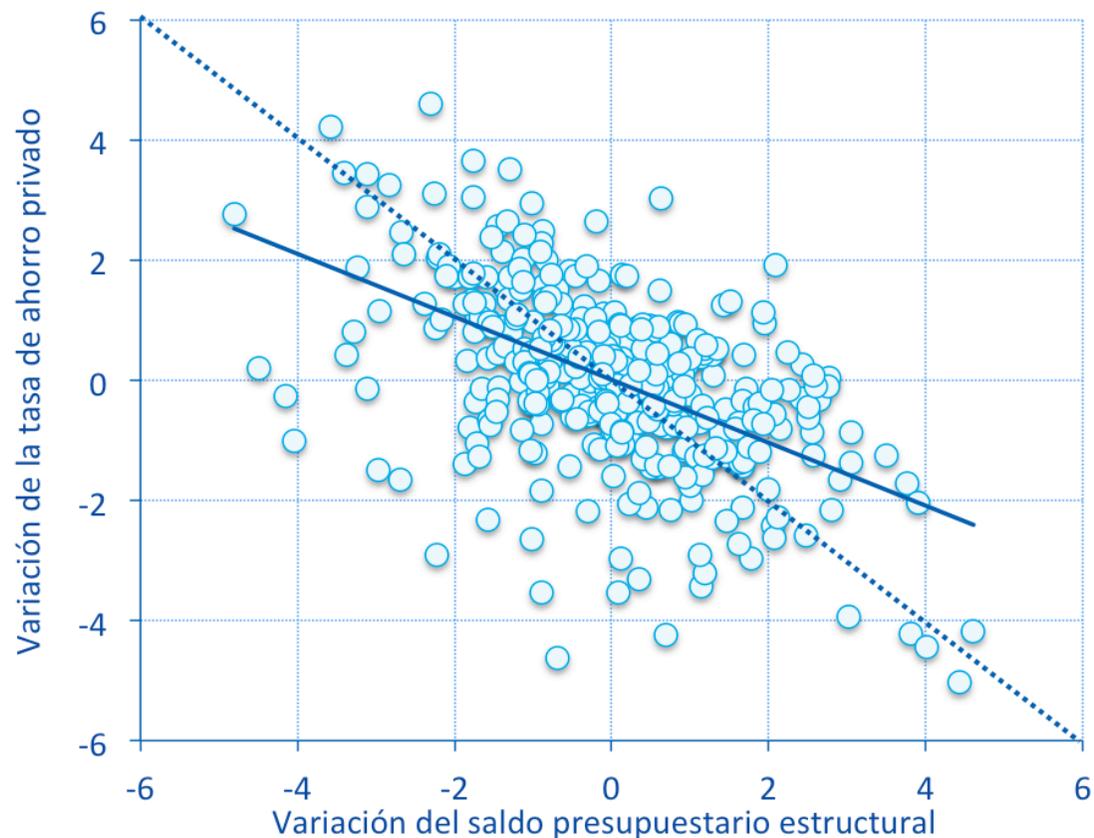
Como regla general, un multiplicador fiscal entre 0,5 y 1 es una aproximación aceptable

Las políticas de estímulo (*transitory*) o de ajuste (*permanent*) deben diseñarse cuidadosamente (*timely and targeted*)

Equivalencia ricardiana: sólo parcialmente

UE15 y EE.UU.: variación anual del saldo presupuestario y ahorro privado (% PIB)

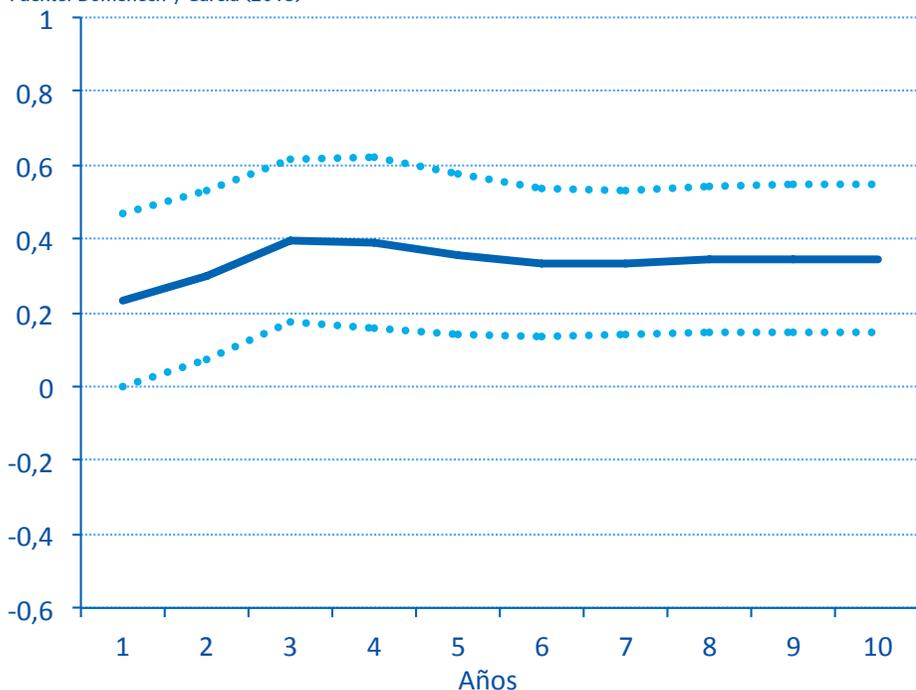
Fuente: Doménech y García (2013)



Equivalencia ricardiana: sólo parcialmente

UE15 y EE.UU.: respuesta de la tasa de ahorro privado a un aumento del déficit estructural de 1pp del PIB

Fuente: Doménech y García (2013)



VAR bivalente con restricciones de largo plazo (Blanchard-Quah)

Cambios permanentes en el ahorro privado no tienen efecto a largo plazo sobre el saldo presupuestario estructural (independiente del ciclo económico)

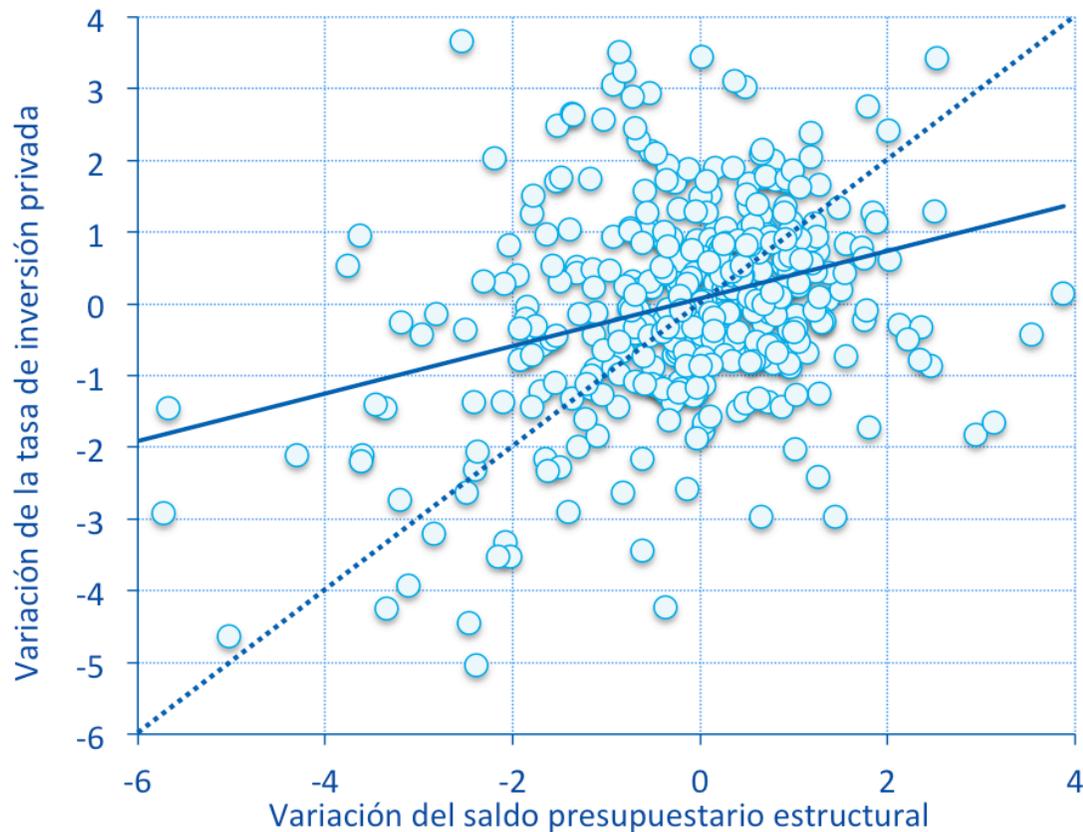
Las decisiones discrecionales de la autoridad fiscal son los determinantes del saldo estructural y pueden afectar al ahorro privado

La tasa de ahorro privado apenas compensa con un aumento de 0.4pp el aumento del déficit estructural en 1pp

Efecto *crowding out* sobre la inversión privada

UE15 y EE.UU.: variación anual del saldo presupuestario e inversión privada (% PIB)

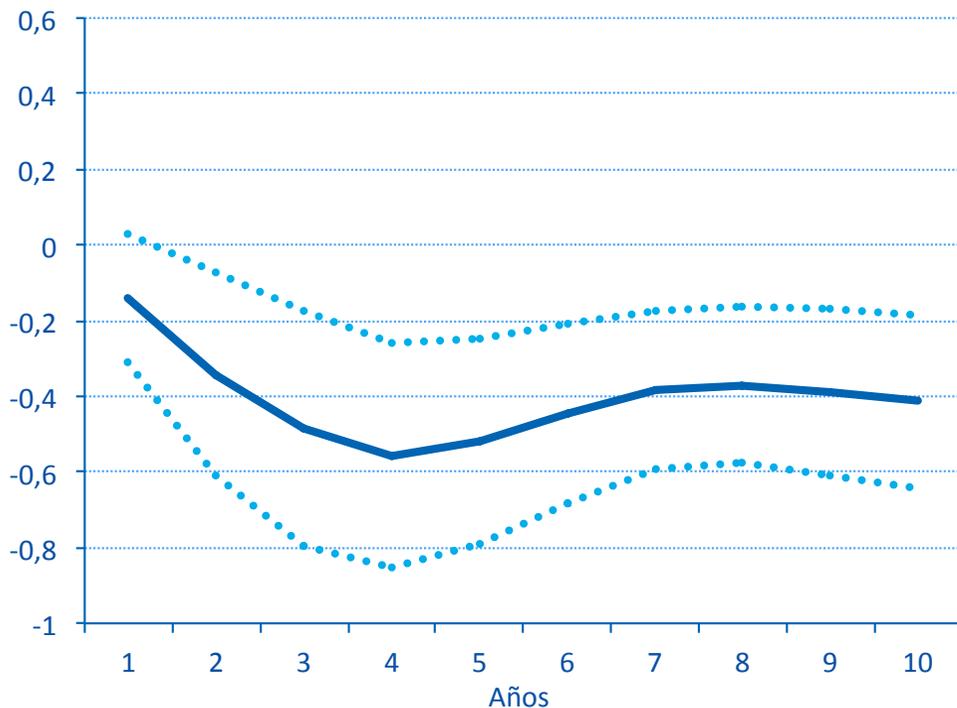
Fuente: Doménech y García (2013)



Efecto *crowding out* sobre la inversión privada

UE15 y EE.UU.: respuesta de la inversión privada a un aumento del déficit estructural de 1pp del PIB

Fuente: BBVA Research



VAR bivalente con restricciones de largo plazo (Blanchard-Quah)

El saldo presupuestario estructural a largo plazo solo depende de las decisiones discrecionales...

...independientemente de las decisiones del sector privado que determinan su tasa de inversión

La inversión privada se reduce en 0.4pp por cada aumento de 1pp del déficit estructural

Deterioro de la balanza por cuenta corriente

Por 1pp de aumento del déficit estructural...



...la tasa de ahorro privado
compensa 0.4pp



...la tasa de inversión privada
disminuye 0.4pp

la tasa de ahorro neto privado aumenta en 0.8pp...

... y la balanza por cuenta corriente se deteriora en 0.2pp



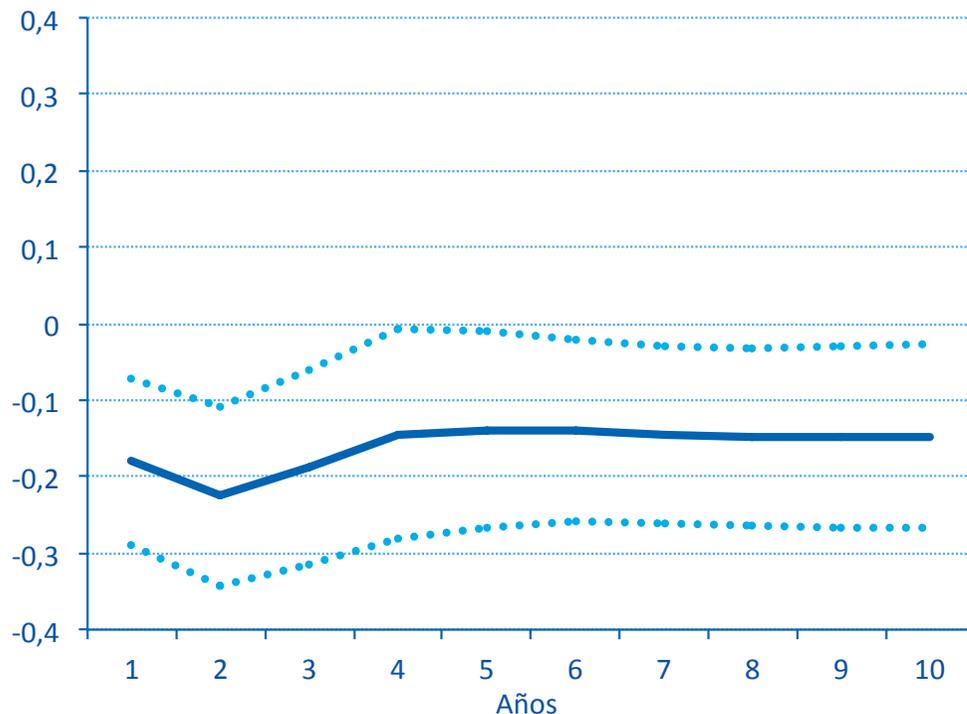
Aumento del endeudamiento
externo y dependencia de
financiación del exterior

Aumento de la prima de riesgo

Déficit público y crecimiento

Respuesta de la tasa de crecimiento del PIB privado a un aumento del déficit estructural de 1pp del PIB en la UE15 y EE.UU.

Fuente: Doménech y García (2013)



El déficit público desincentiva la acumulación de capital físico, derivado de los efectos negativos sobre la inversión

Efecto negativo sobre la PTF, debido a menor inversión en capital tecnológico y humano (incertidumbre y aumento tipos de interés e impuestos)

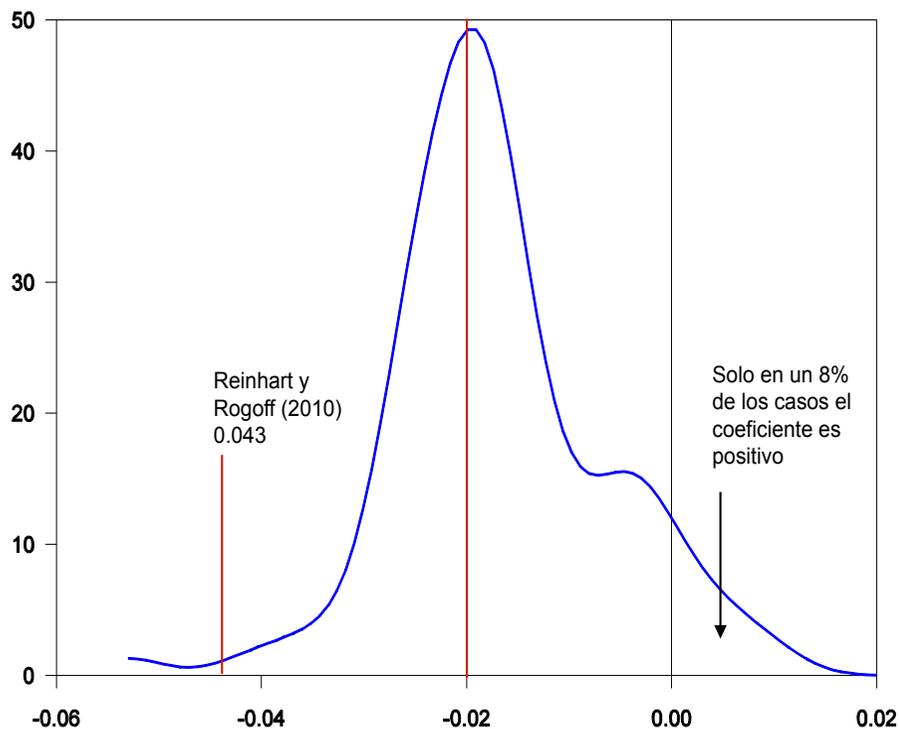
VAR bivalente con restricciones de largo plazo (Blanchard-Quah)

Respuesta negativa y significativa. Caída permanente de alrededor de 0.2pp

Deuda pública y crecimiento

Función de densidad de los coeficientes de deuda pública en ecuaciones de crecimiento

Fuente: Doménech y García (2013) a partir de los resultados de Kumar y Woo (2010)



Un aumento de 10 puntos del ratio de deuda sobre PIB supone dos décimas menos de crecimiento de la renta per cápita

92% casos el coeficiente estimado es negativo

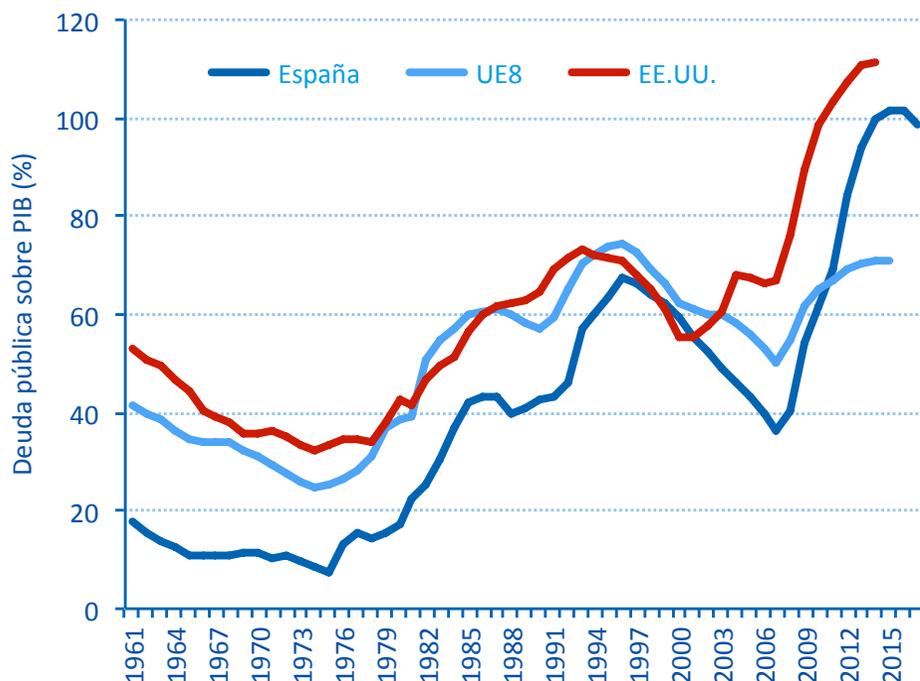
Existe cierta evidencia de no linealidad de la deuda. Los efectos son cuantitativamente más importantes a partir de niveles de deuda por encima del 90%

Una reducción de 10pp en el ratio de deuda da lugar a un aumento del PIB a largo plazo de un 0.8%

Deuda pública y crecimiento

Deuda pública sobre PIB en España, UE8 y EE.UU.

Fuente: Andrés y Doménech (2014b) en base a OCDE y Programa de Estabilidad



Aumento de la deuda pública de más de 60 pp del PIB durante la reciente crisis

La deuda pública aumenta rápidamente pero disminuye muy lentamente

El sector público no puede funcionar adecuadamente si existe riesgo de insostenibilidad por endeudamiento excesivo

El coste de sostener un mayor nivel de deuda pública

España: efectos de un aumento permanente de la deuda pública del 35% al 95% del PIB

Fuente: Doménech y García (2013) en base a REMS

PIB	-5,22
Consumo privado	-4,54
Inversión	-6,42
Empleo	-2,89
Capital	-6,42
Impuestos	9,51

El cambio de estado estacionario de la deuda del 35% al 95% del PIB ...

... exige mayores tipos impositivos (distorsionadores) dado un nivel de gasto público financiero constante, para hacer que la deuda sea sostenible

Por cada 10 p de reducción de deuda el PIB aumenta un 0.87% (0,8% Kumar y Woo, 0,7% Elmendorf y Mankiw)

La reestructuración suele tener costes mayores

- ¿Qué ocurre cuando reestructura la deuda pública de manera desordenada?
 1. Ajuste fiscal inmediato: ingresos igual al gasto (déficit cero)
 2. Efectos reales del enorme ajuste fiscal: menos crecimiento y más desempleo
 3. Tipos de interés elevados durante años hasta recuperar la reputación perdida
- Gracias al BCE y a la UE, España ha podido superar la crisis sin reestructurar su deuda pública, a cambio de un ajuste gradual del déficit del 11% del PIB (2009) al 5,5% (2014) -> ajuste fiscal a cámara lenta
- Suspender pagos a principios de 2010 hubiera implicado reducir el gasto público un 25% (déficit cero), con enormes efectos reales (caída del PIB superior al 11%)

¿Cuánta deuda pública mantener a lo largo del ciclo?

- No hay resultados teóricos o empíricos concluyentes que avalen la existencia de un nivel óptimo de deuda pública sobre PIB, para el que los beneficios igualan a su coste
- Límite fiscal: máximo nivel de deuda que un país puede o está dispuesto a financiar
- El límite fiscal es diferente entre países y depende de las preferencias sobre la presión fiscal que la sociedad está dispuesta a aceptar, la calidad de las instituciones fiscales, la volatilidad cíclica y la flexibilidad para ajustarse ante perturbaciones
- La prima de riesgo varía entre países con el mismo nivel de deuda pública
- Basta con que los inversores crean que la deuda está sobre una senda insostenible, por lejos que se encuentre del límite fiscal, y que no hay voluntad política y social de reconducir la política fiscal, para que las primas de riesgo aumenten exponencialmente

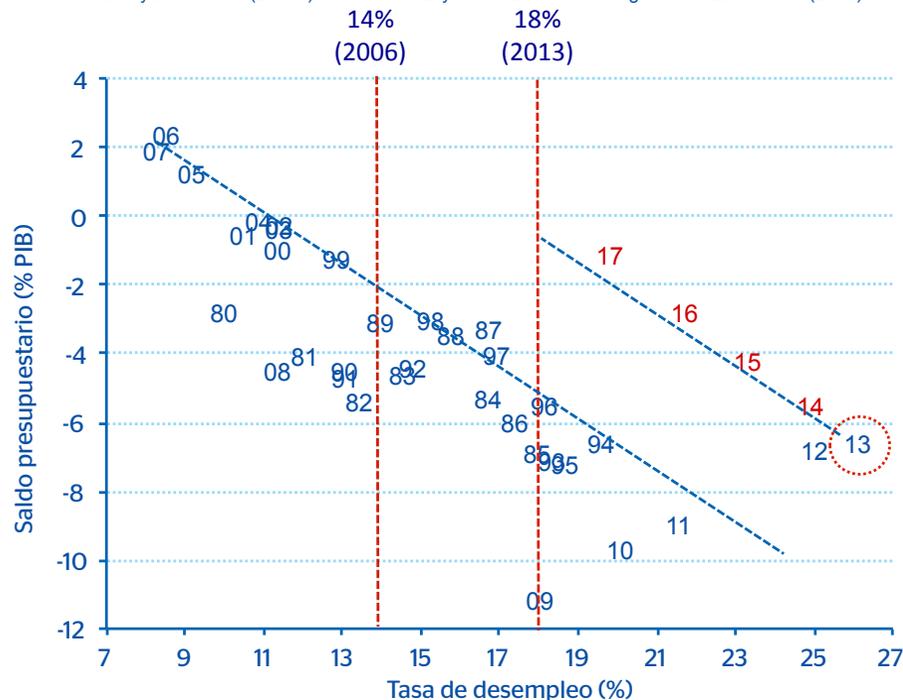
¿Cuánta deuda pública mantener a lo largo del ciclo?

- La literatura económica sitúa entre el 70 y el 100 por cien del PIB el nivel a partir del cual la deuda empieza a tener mayores efectos negativos
- ¿Por qué limitar en España la deuda pública al 60% del PIB? (Art. 135 de la CE)
 - Una evolución demográfica previsiblemente desfavorable
 - Elevada volatilidad del ciclo y alta sensibilidad de la deuda
- ¿Cómo y a qué velocidad reducir ese nivel de deuda?
 - Expectativas de inflación reducida
 - Ajustes fiscales con los que alcanzar un superávit presupuestario primario
 - Crecimiento real y creación de empleo

¿Cómo reducir el nivel de deuda pública?

España: tasa de desempleo y saldo presupuestario de las AA.PP. en España, 1980-2017

Fuente: Andrés y Doménech (2014b) en base a INE y Actualización del Programa de Estabilidad (2014)



Estabilizadores automáticos: 1pp más de desempleo da lugar a 0,75pp más de déficit público

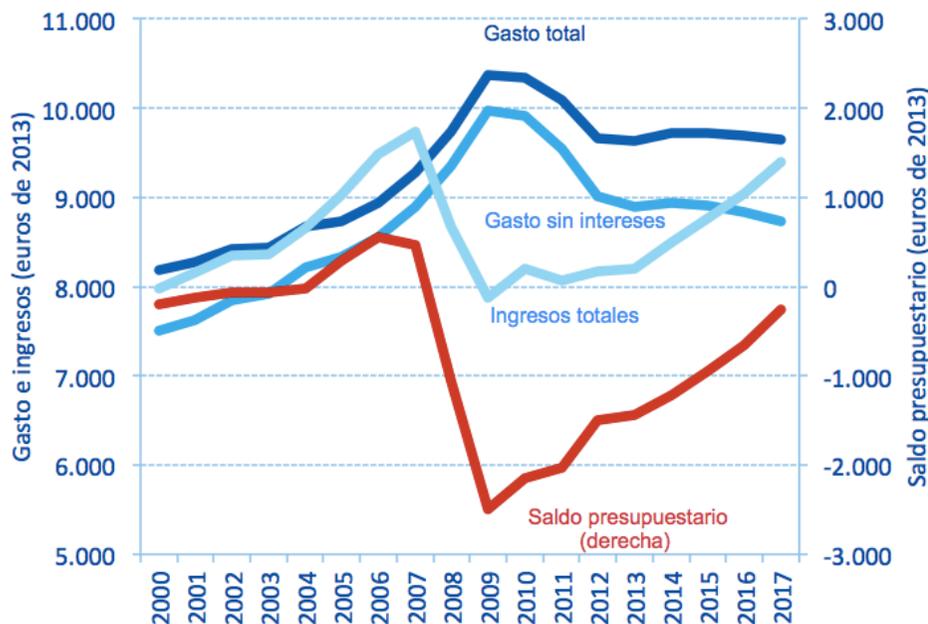
En 2006 el superávit superaba el 2% del PIB, pero como el desempleo estructural era del 14%, el déficit estructural era del 2% del PIB

Tras los ajustes de 2010 a 2013 el déficit estructural ha disminuido al 1% del PIB

¿Cómo reducir el nivel de deuda pública?

España: Ingresos, gasto y saldo presupuestario per cápita en términos reales

Fuente: Andrés y Doménech (2014)



* PIB de 2013 1.023 mm de euros. Población 2013: 47.129.783 personas.
El gasto y el saldo presupuestario no incluyen el coste de reestructuración bancaria.

La mejor receta para la consolidación fiscal son las reformas que reducen la tasa de desempleo estructural y el déficit

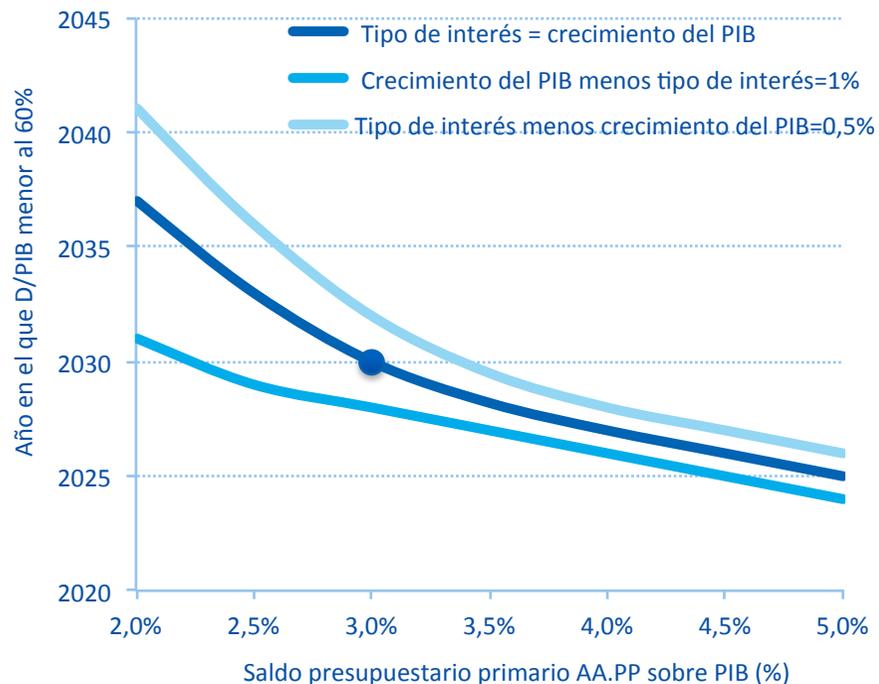
Consolidación fiscal inteligente: reformas apropiadas que permitan reducir la tasa de desempleo estructural y aumentar ingresos, ...

... mientras se mantiene el gasto público per cápita en términos reales hasta que se alcance el equilibrio presupuestario

¿Cómo reducir el nivel de deuda pública?

España: Año en que la deuda pública alcanza el 60% del PIB

Fuente: Andrés y Doménech (2014)



La reducción de la deuda sobre PIB será lenta, incluso en escenarios con un crecimiento nominal superior al tipo de interés ...

... y en los que se alcanza a corto plazo un superávit primario superior al 2%

Difícilmente se alcanzará una deuda del 60% del PIB antes de finales de la próxima década

Reflexiones finales

- Las políticas de estímulo fiscal pueden ser un instrumento útil para la estabilización de la actividad económica a corto plazo (cuando existe margen de maniobra) ...

... pero hay una clara evidencia sobre los efectos negativos de una mayor deuda pública sobre el crecimiento económico a largo plazo: no hay menús gratis

- La estabilidad presupuestaria da lugar a importantes beneficios a largo plazo a través de menores tipos de interés y mayores niveles de inversión privada y de PIB, con los consiguientes efectos positivos sobre el consumo privado y el empleo
- Un sector público eficiente y sostenible es imprescindible para asegurar un crecimiento sostenido, estable e inclusivo, y del Estado del bienestar, sin limitar su tamaño
- Estos resultados justifican la existencia de reglas fiscales (e.g., Art. 135 CE) que aseguren la estabilidad presupuestaria a largo plazo y doten de margen de maniobra a la política fiscal para la estabilización en el corto plazo

Reflexiones finales

- Unas finanzas y deuda públicas sostenibles requieren primero estabilizar la deuda y, posteriormente, reducirla hacia niveles consistentes con nuestro límite fiscal
- Este proceso de consolidación exige también un análisis riguroso sobre:
 - La estrategia de consolidación, aumentando impuestos o reduciendo gastos, implica tener un objetivo a medio y largo plazo del tamaño del sector público
 - Elegir una composición del gasto que tenga como objetivo el bienestar de distintas generaciones, presentes y futuras, sin beneficiar a unas en detrimento de otras
 - Elegir una composición de ingresos eficiente que asegure la financiación del gasto y genere incentivos adecuados para maximizar el crecimiento y el bienestar

Reflexiones finales

- La reducción de la deuda sobre PIB será lenta, incluso en escenarios con un crecimiento nominal superior al tipo de interés y con equilibrio presupuestario
- Aprovechar el escenario de bajos tipos de interés para alcanzar de manera gradual el equilibrio presupuestario, y llevar adelante reformas estructurales que aumenten el crecimiento potencial, y que mejoren la eficiencia impositiva y del gasto público
- El tamaño del sector público depende de tres determinantes: preferencias sociales, eficiencia del sector público, y el nivel de renta per cápita y estructura demográfica
- Estos determinantes evolucionan gradual y lentamente
- A largo plazo, es previsible que el tamaño del sector público aumente por encima del 38% (media de ingresos 2 últimas décadas) si la eficiencia y la valoración social aumentan

Reflexiones finales

- Tan importante como el tamaño es la estructura del sector público, tanto en función del tipo de fines a que dedica su gasto como a la forma en la que lo financia
- La estructura fiscal en España es mejorable
 - Mayor progresividad que en otros países, con costes en forma de distorsiones
 - Baja fiscalidad del consumo y el elevado peso de las cotizaciones sociales
 - Margen para mayor transparencia, neutralidad, sencillez, eficiencia y equidad
- La devaluación fiscal aumentaría el PIB, empleo y consumo privado, mejoraría la competitividad externa y sostenibilidad, y reduciría la desigualdad
- Tolerancia cero con el fraude fiscal: incentivos y mecanismos adecuados de control e inspección, y evaluar y rediseñar continuamente estos incentivos y mecanismos

Ahorro público, endeudamiento y crecimiento

Rafael Doménech

BBVA Research y Universidad de Valencia

I Foro de Debate David Taguas

Madrid, 19 de febrero de 2015

Referencias

- Esta presentación se basa en el trabajo de de J. Andrés y R. Doménech (2014b): “Los Retos a Largo Plazo del Sector Público en España”, Mimeo. BBVA Research, y de Doménech y García (2013)
- Andrés, J. y R. Doménech (2013a): Budget Balance, Structural Unemployment and Fiscal Adjustments. Economic Watch, BBVA Research. <http://goo.gl/Xq2sr9>
- Andrés, J. y R. Doménech (2013b): “Fiscal Adjustment and Economic Growth in Europe”. Economic Watch, BBVA Research. <http://goo.gl/CnU8U3>
- Andrés, J. y R. Doménech (2014a): “Los Retos de la Economía Española”, en T. Stehling y E. Olier (eds.), *El Modelo de Economía Social de Mercado como Propulsor de la Salida de España de la Crisis Económica. Geoeconomía*, 10. Instituto Choiseul. <http://goo.gl/BN6uM2>
- Doménech, R., y A. García-Serrador (2013): “La Estabilidad Presupuestaria y El Sector Privado de la Economía”, en *Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Fiscal*, Instituto de Estudios Fiscales. <http://goo.gl/1vraoV>
- Doménech, R., D. Taguas y J. Varela (2000): “The Effects of Budget Deficit on National Saving in OECD Countries”. *Economic Letters*, 69(3), 377-83. <http://goo.gl/Juubso>
- Elmendorf, D. W., y N. G. Mankiw (1999): “Government Debt,” en J. B. Taylor y M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics* 1, part 3: 1615-1669.
- Gechert, S. y H. Will (2012): “Fiscal Multipliers: A Meta Regression Analysis,” IMK Working Paper 97-2012.
- Kumar, M. S. y J. Woo (2010): “Public Debt and Growth.” IMF WP/10/174. <http://goo.gl/j9XINN>
- Leeper, E. M. y T. B. Walker, (2011). “Fiscal Limits in Advanced Economies,” NBER Working Papers 16819, National Bureau of Economic Research.
- Sutherland, D., P. Hoeller y R. Merola (2012): “Fiscal consolidation. How much how fast by what means?”. OECD, Economic Policy Paper, 01. <http://goo.gl/L5W52o>