

Análisis Regional España

Aritmética desagradable

Expansión (España)

Miguel Cardoso

Durante el pasado fin de semana, cuando mi hijo de 11 años me preguntó qué hago en mi trabajo, mi respuesta fue: “aritmética desagradable”, recordando el título de un famoso documento de investigación de Thomas Sargent (Premio Nobel de Economía 2011) y Neil Wallace. Esto lo dije porque durante el desayuno había visto algunas cifras publicadas en la actualización del Programa de Estabilidad (PE) 2021-2024. Utilizando simples cálculos en una servilleta, me fue posible ver que, con los supuestos del PE, necesitaremos una hoja de ruta muy ambiciosa para cambiar algunas tendencias de largo plazo en las cuentas públicas.

La evolución de la deuda, como porcentaje del PIB, depende básicamente de tres variables: el superávit o déficit en las cuentas de las administraciones públicas (AA. PP.) antes del pago por intereses (o saldo primario); el tipo de interés nominal que se paga por los recursos demandados (que junto a la deuda determina la carga financiera); y la tasa de crecimiento nominal de la economía (el denominador de la mencionada ratio). Todo lo demás constante, aumentos en las dos primeras añaden a la deuda, mientras que incrementos en la tercera la reduce en términos relativos al tamaño de la economía.

Pues bien, el PE sitúa el déficit primario “estructural” de las cuentas públicas en alrededor del 3% del PIB para los próximos años. Este será el desequilibrio que perdurará cuando hayan desaparecido componentes coyunturales como consecuencia de la recuperación. Por ejemplo, lo normal es que con la mayor actividad se reduzcan las prestaciones por desempleo o los gastos relacionados con los ERTE. Asimismo, es de esperar que algunas bases de recaudación vuelvan a niveles más “normales”. Dicho déficit estructural coincide con las estimaciones que tenemos en BBVA Research y supone un punto de partida para evaluar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

Por su parte, la carga financiera se encuentra actualmente alrededor del 2% del PIB. Es decir, con un nivel de deuda del 120% del PIB, el Gobierno está pagando un tipo de interés implícito del 1,7%: un mínimo histórico. Finalmente, el crecimiento al que se estima puede avanzar la economía española sin generar desequilibrios lo calcula el Gobierno en torno al 3,5%.

Pero, ¿por qué llevan estos números a una conclusión desagradable? Es relativamente fácil demostrar que, si se quiere estabilizar la deuda pública alrededor de los actuales niveles y si asumimos constante tanto el déficit estructural primario como el crecimiento de la economía, el tipo de interés tendría que permanecer en torno al 1%. Por el momento, la actuación del BCE está permitiendo que incluso a plazos excesivamente largos, esta condición se cumpla.

Sin embargo, estas son condiciones temporales. El próximo año, el BCE finalizará su programa de compras de emergencia durante la pandemia (PEPP). Según los cálculos de BBVA Research, el nivel de equilibrio de la prima de riesgo del bono a diez años estaría sobre los 150 puntos básicos (pb). La eventual normalización de la política monetaria debería llevar a los tipos de interés nominales libres de riesgo a niveles cercanos a los 300 pb. durante los próximos años. Si asumimos que el coste del dinero estará más entre el 3 y el 4,5% en promedio, lo desagradable de la aritmética se vuelve evidente: o la deuda se vuelve insostenible, o tenemos que mejorar nuestra posición en alguna de las otras dos variables (el déficit o el crecimiento).

Es por esto que, tanto la intervención del BCE como la recepción de los fondos ligados al NGEU y las reformas que son condición necesaria para poder disfrutar de las transferencias, representan una oportunidad única para la economía española. Por un lado, evitan que la necesaria reducción de ese déficit estructural tenga que hacerse en un contexto de incipiente recuperación. Por otro, permiten una discusión sosegada de cómo deben repartirse los costes de dichas reformas dentro de la sociedad y entre generaciones. Finalmente, los recursos podrán utilizarse para compensar a los perdedores, y permitir que los beneficios de las reformas puedan consolidarse. En ausencia de consensos y acciones ambiciosas, el desenlace puede ser tan desagradable como la aritmética que utiliza nuestra ciencia lúgubre.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

