

El espacio fiscal en España tras la pandemia y las nuevas reglas fiscales en Europa

Rafael Doménech

I BdE Conference on the Spanish Economy

8 de Julio de 2022

01

España: el espacio fiscal tras la pandemia

El espacio fiscal tras la pandemia

- El análisis del espacio fiscal tras la crisis: [Blanchard](#) (1984) y [Doménech y González-Páramo](#) (2017).
- La **dinámica del saldo presupuestario** respecto al PIB está determinada por la siguiente expresión:

$$\Delta d_t = \frac{r - \gamma}{1 + \gamma} d_{t-1} - t_t + g_t \quad (1)$$

- Sea t_{max} el máximo nivel de ingresos y g_{min} como el nivel mínimo de gasto público aceptable para la sociedad
- El **máximo nivel de deuda sostenible** d_{max} está determinado por:

$$d_{max} = \frac{1 + \gamma}{r - \gamma} (t_{max} - g_{min}) \quad (2)$$

El espacio fiscal tras la pandemia

- Este máximo nivel de deuda sostenible está relacionado con el concepto de **límite fiscal** (véase Andrés, 2016, [Bi](#), 2012, o [Leeper y Walker](#), 2011).
- Más allá de este nivel, los gobiernos no tienen **capital político suficiente** para aumentar impuestos o reducir gasto con la finalidad de estabilizar el nivel de deuda pública.
- Este es un **límite que varía entre países y en el tiempo**, dependiendo de las características económicas e institucionales.
- El máximo nivel de deuda sostenible debe tener en cuenta **compromisos contingentes y futuros** (por ejemplo, los relacionados con el **envejecimiento**) y depende del máximo nivel de presión fiscal que la sociedad está dispuesta a tolerar.

El espacio fiscal tras la pandemia

- La **regla fiscal** establece a qué velocidad el saldo presupuestario primario converge a su máximo nivel:

$$\Delta(t_t - g_t) \leq \alpha [(t_{max} - g_{min}) - (t_{t-1} - g_{t-1})] \quad (3)$$

en donde α es la velocidad de convergencia

- Las ecuaciones **(1) y (3) determinan las dinámicas de la deuda pública y del saldo presupuestario**
- La **senda de convergencia** al estado estacionario en el que la deuda pública y el saldo presupuestario primario convergen a sus máximos niveles (**recta AA'** en el Gráfico siguiente) viene dada por:

$$pb_t = t_t - g_t = \left(\frac{r - \gamma}{1 + \gamma} + \alpha \right) (d_t - d_{max}) + (t_{max} - g_{min}) \quad (4)$$

El espacio fiscal tras la pandemia: calibración

- Tras la revisión de la literatura (véase, por ejemplo, [Ghosh et al](#), 2013, [Nerlich y Reuter](#), 2016, o [Polito y Wickens](#), 2015), [Doménech y Raymond](#) (2017) asumen que $d_{max}=150\%$ del PIB
- También se asume que $(r - \gamma)/(1 - \gamma)$ es igual a 1%, en línea con la evidencia para los países europeos durante el ciclo de 2002 a 2015
- Se asume que $\alpha = 0.1$, en línea con el promedio de las estimaciones de [Afonso](#) (2008), [Bohn](#) (2008), y [Checherita-Westphal y Žďárek](#) (2015 y 2017), menor que en [Blanchard](#) (1984), pero mayor que la respuesta del saldo primario a niveles moderados de deuda estimados por [Ghosh et al](#) (2013)
- **Calibración de $t_{max} - g_{min}$.** Asumiendo que $d_{max} = 150\%$ y $r - \gamma = 1\%$ entonces:

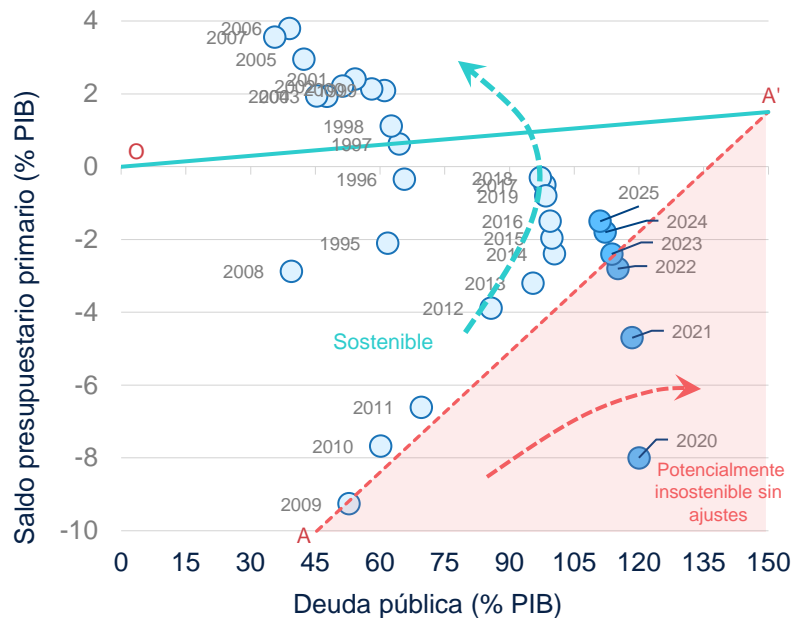
$$t_{max} - g_{min} = \left(\frac{r - \gamma}{1 + \gamma} \right) d_{max} \simeq 1.5\% \quad (5)$$

La crisis ha dejado un legado de más deuda y déficit público

La senda prevista de estabilidad presupuestaria deja las cuentas públicas más expuestas

ESPAÑA: DEUDA Y DÉFICITS PÚBLICOS

(% DEL PIB)



- La **deuda y el saldo primario de 2009 a 2011** estuvieron al borde de experimentar una dinámica de insostenibilidad, lo que es consistente con los aumentos de la prima de riesgo observados.
- Durante la **crisis del COVID**, las medidas del **BCE** han sido muy efectivas para contener y reducir la prima de riesgo de España y los coste de financiación del sector público y privado.
- La **senda de ajuste a 2025 es lenta y se basa en un contexto de crecimiento favorable**. Si los riesgos de recesión se materializan, la sostenibilidad de la deuda pública puede volver a ser cuestionada.

02

El debate sobre las nuevas reglas fiscales

Las razones del debate y las propuestas

- El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) puede dar lugar intensos ajustes fiscales en países muy endeudados y ser procíclico en las recesiones si no se acumulan márgenes de maniobra. Con la deuda actual, un ajuste estricto bajo el PEC no es realista y podría conducir a una desaceleración y malestar social.
- Las propuestas del Consejo Fiscal Europeo (CFE) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) abordan la complejidad y la potencial prociclicidad del PEC, manteniendo el compromiso de reducción de la deuda, reflejando la mayor capacidad de endeudamiento en un entorno de menores tipos de interés.
- Preferencia por la propuesta del CFE por:
 - Es sencilla y menos sensible a la medición del output gap (PEC) o del gap de inversión (MEDE)
 - Más aceptable por la mayoría de países: mantiene el nivel objetivo de deuda del 60%
 - No es procíclica: depende del crecimiento potencial y del objetivo de inflación del BCE
 - Consolidación fiscal más gradual, menos riesgo de desacelerar la economía
- Aunque el CFE permite un período más largo de convergencia al objetivo de deuda, la propuesta de 15 años es apropiada para la mayor parte de países: su extensión no suaviza el ajuste fiscal.

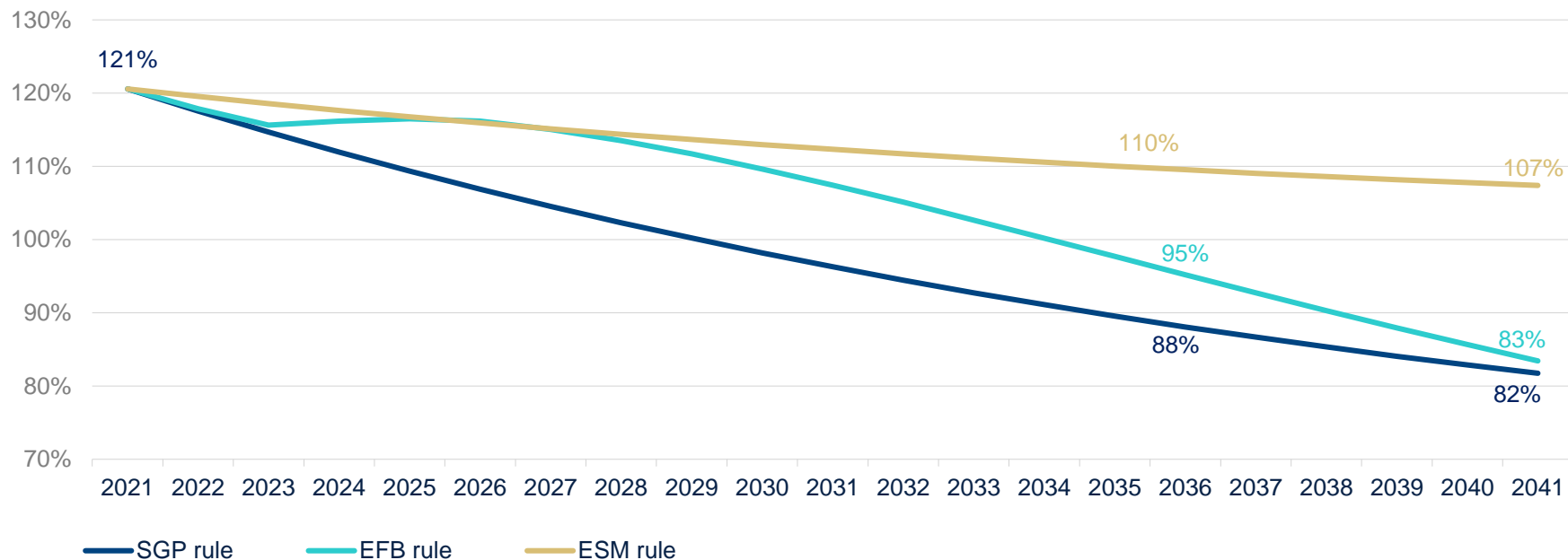
Propuestas en función de tres criterios

	SGP	CFE (2021)	ESM (2021)	ECB (2021)	Blanchard et. al (2021)	Darvas et. al (2018)
Sostenibilidad y esfuerzo fiscal	Objetivo deuda del 60 % a largo plazo. CFE implica esfuerzos fiscales más graduales	No requieren modificar tratados de la UE: el objetivo de deuda y el límite de déficit siguen siendo los mismos	Niveles de deuda más elevados Mayores esfuerzos que CFE	Menor velocidad de reducción de la deuda, países más endeudados durante más tiempo	Sustituye regla fiscal por estándar fiscales: Analizar cada caso individualmente y su contexto. Evaluación continua de los riesgos de la deuda y los beneficios de la consolidación	Similar al PEC y CFE. Mayores esfuerzos fiscales que EFB en países más endeudados
Propiedades cíclicas	Si no se acumulan márgenes, procíclica	No es procíclica	No es procíclica, pero puede serlo si $D/PIB > 100\%$	Mayor gasto si inflación menor que objetivo BCE		Como CFE, utiliza el PIB potencial nominal
Simplicidad	Uso de variables no observables y más sensibles	Sólo una regla de gasto y un objetivo de deuda	Dos reglas en función de D/PIB Definición de cláusula de escape	Reducción deuda como PEC y regla de gasto	Pros: flexibilidad Cons: arbitrariedad	Una regla de gasto, pero reducción de deuda específica para cada país

España: la regla del EFB implicaría un ajuste fiscal más gradual

ESPAÑA: SENDA DE DEUDA PÚBLICA CON DISTINTAS REGLAS FISCALES

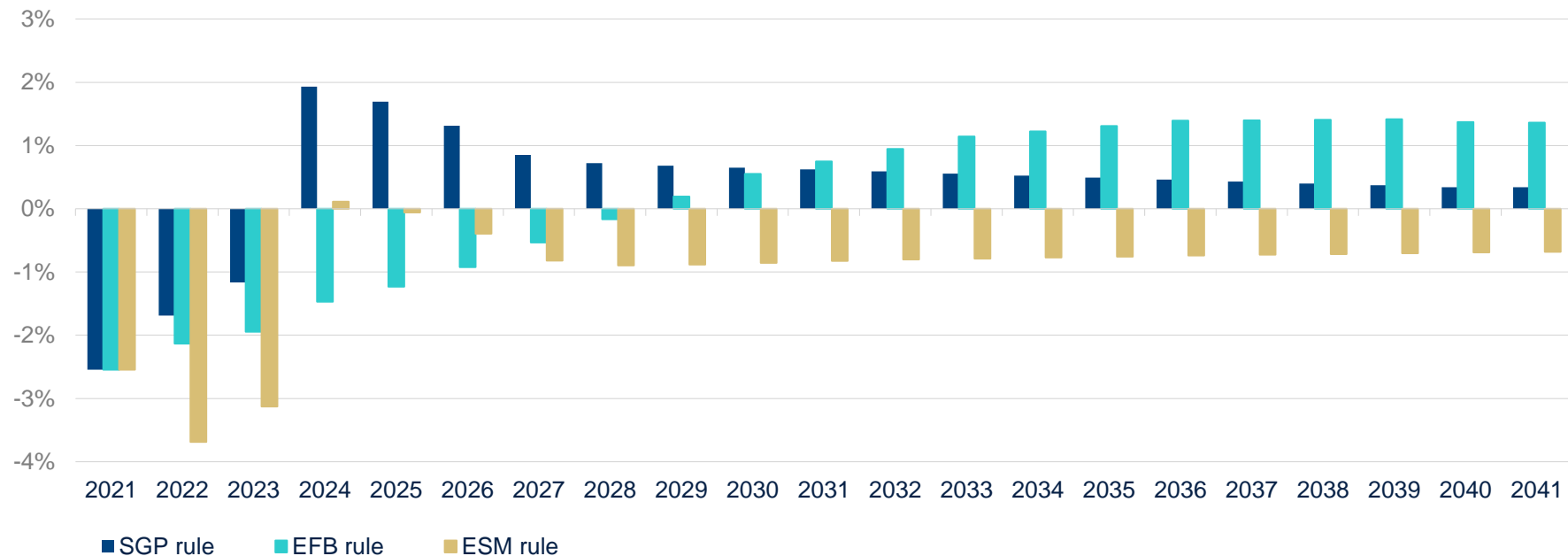
(% DEL PIB)



España: la regla del EFB implicaría un ajuste fiscal más gradual

ESPAÑA: SENDA DEL SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO CON DISTINTAS REGLAS FISCALES

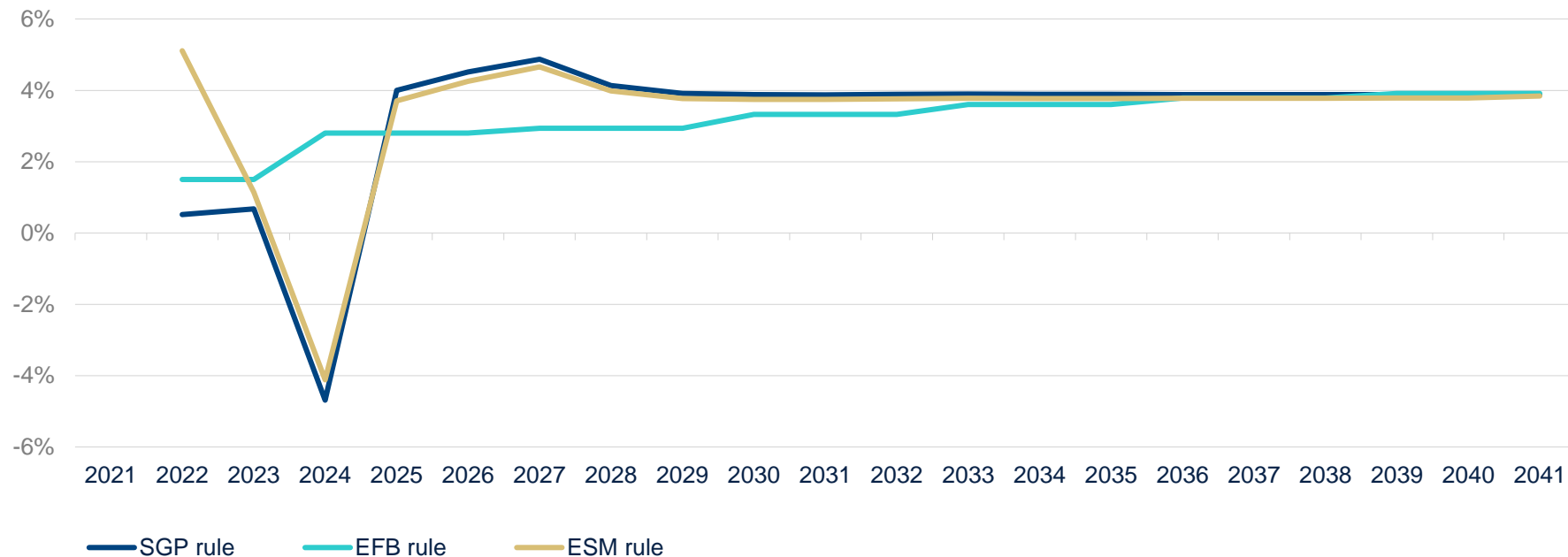
(% DEL PIB)



España: la regla del EFB implicaría un ajuste fiscal más gradual

ESPAÑA: SENDA DEL GASTO PÚBLICO NOMINAL CON DISTINTAS REGLAS FISCALES

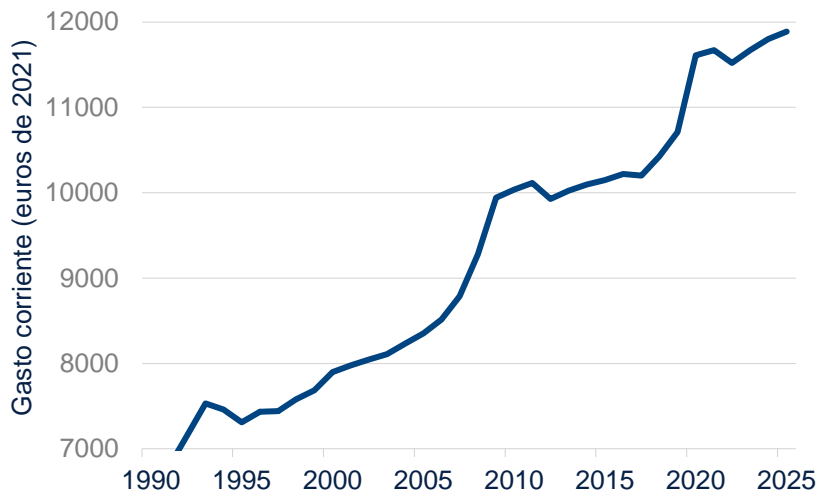
(% DEL PIB)



España: comparación del gasto corriente con una regla de gasto

GASTO PÚBLICO CORRIENTE PER CÁPITA

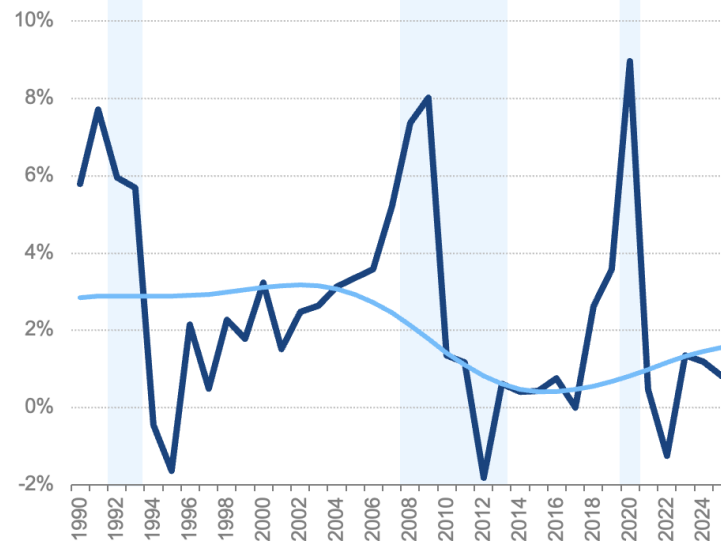
(EUROS DE 2021)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, IGAE, CE y Programa de Estabilidad.
Deflactado con deflactor del PIB.

GASTO PÚBLICO CORRIENTE

(CRECIMIENTO INTERANUAL REAL EN %, 1990-2025)

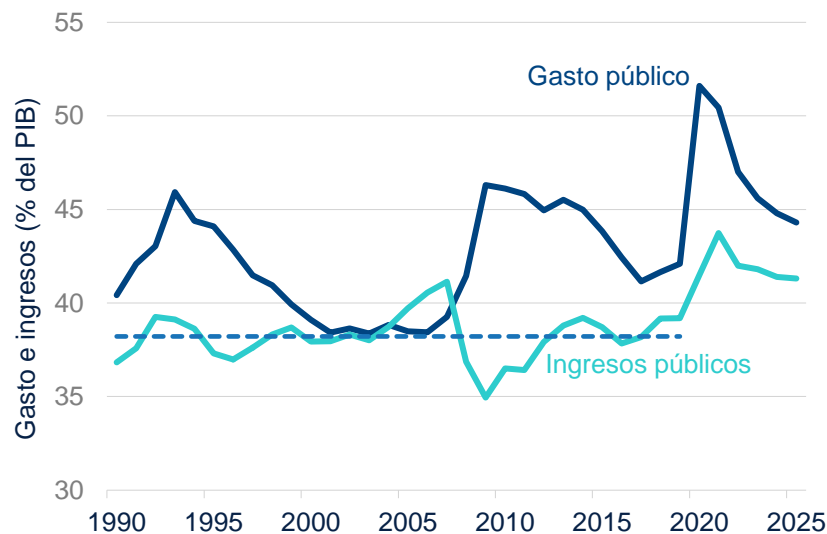


Elevada volatilidad del crecimiento del gasto público corriente, con un comportamiento cíclico dispar: contracíclico en 1992-2003, 2008-9, 2020-1; y procíclico en 1990-1991, 2005-2007, 2012, 2018-2019. Inversión pública procíclica.

España: un ajuste fiscal estructural pendiente

INGRESOS Y GASTO PÚBLICOS

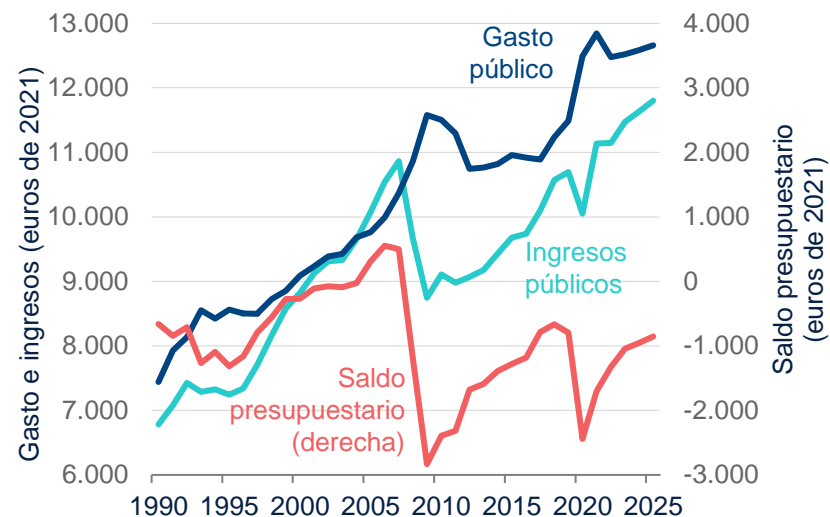
(% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, IGAE y Programa de Estabilidad.

GASTO PÚBLICO CORRIENTE

(CRECIMIENTO INTERANUAL REAL EN %, 1990-2025)



El Programa de Estabilidad prevé el mismo aumento de la presión fiscal y del gasto público, de manera que el déficit estructural se situará alrededor del 3,5%, ligeramente por encima del de 2021 y a un nivel similar al anterior al de la crisis de la COVID

Conclusiones

- Independientemente de los detalles concretos de las reglas fiscales y de sus propiedades, debe operar el **principio de prudencia**:
 - **Acumular márgenes fiscales en las expansiones**, para poder aplicar políticas expansivas en las recesiones
 - Las reglas no deben olvidar que en última instancia los países dependen de la **financiación que obtienen de los mercados**
- La **variabilidad en el tiempo de la aplicación de una misma regla fiscal** en cada país es enorme, dando lugar a ejemplos de políticas fiscales procíclicas, contracíclicas o neutrales, tanto en expansiones como en recesiones
- La experiencia de las últimas décadas en la UE muestra que con una misma regla fiscal, hay una **enorme heterogeneidad entre países en los resultados** en términos de déficit, deuda pública y sostenibilidad de las cuentas públicas.

El espacio fiscal en España tras la pandemia y las nuevas reglas fiscales en Europa

Rafael Doménech

I BdE Conference on the Spanish Economy

8 de Julio de 2022