Análisis Macroeconómico. Finanzas Públicas

Equilibrio primario: un hito fiscal con bases todavía frágiles

Miguel Cardoso
Expansión (España)

Las cuentas públicas pueden alcanzar este año un saldo primario equilibrado, un paso clave para reducir la deuda de manera sostenida. Sin embargo, parte de esta mejora se debe a causas coyunturales. Además, la posible ralentización de la economía y una menor inflación juegan en contra de dicha reducción. En ausencia de medidas adicionales, la consolidación fiscal y la reducción de la deuda será más lenta durante los próximos años.

En 2025, la economía española puede alcanzar el hito de equilibrar las cuentas públicas, excluyendo el pago por intereses. Es decir, el déficit total podría situarse alrededor o incluso por debajo del 2,5% del PIB, cifra que correspondería totalmente al nivel de gasto asociado al servicio de la deuda de las administraciones.

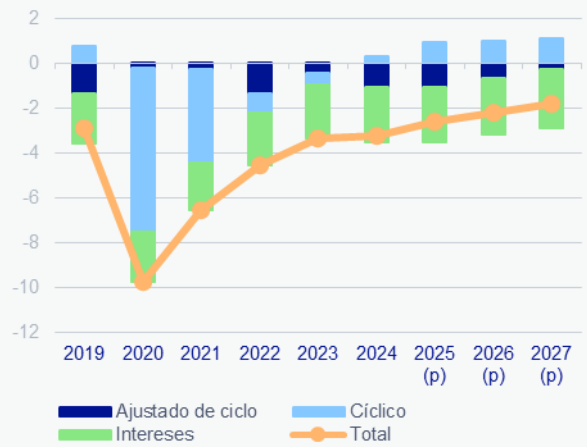
En este contexto de “saldo primario” igual a cero, la reducción de la deuda pública depende exclusivamente de la diferencia entre la tasa de crecimiento del PIB y el tipo de interés: mientras mayor sea la primera respecto al segundo, más rápido disminuye el apalancamiento de las administraciones (en términos del PIB). Por lo tanto, es determinante saber si la situación de equilibrio primario y relativamente elevado crecimiento del PIB persistirá en el tiempo.

$$\Delta d_t = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} - pb_t$$

El déficit público español ha disminuido parcialmente por factores coyunturales ligados al actual ciclo económico favorable. La reducción del paro ha reducido ciertos gastos, como las prestaciones por desempleo. Asimismo, la mejora de los beneficios ha permitido un aumento de la recaudación. Sin embargo, esta situación podría revertirse en un contexto menos propicio. De acuerdo a BBVA Research, sin esta aportación coyuntural que provee el buen momento económico, el déficit público se situaría alrededor del 3,5% del PIB y el saldo primario presentaría todavía un desequilibrio equivalente al 1% del PIB. El mensaje aquí es que, si bien el saldo primario no contribuye en estos momentos al aumento de la deuda pública, esta situación puede no mantenerse en entornos más adversos.

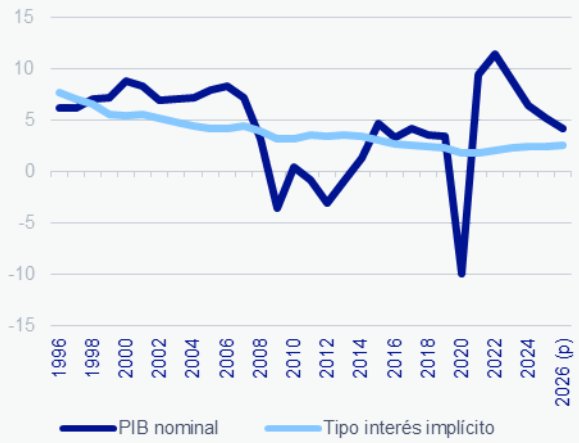
La otra palanca para reducir la deuda, el diferencial entre crecimiento nominal del PIB y el coste de la misma, puede mantenerse en un nivel favorable, pero viene disminuyendo, gracias a que se va dejando atrás el episodio de elevada inflación. Mientras que, en 2022, el PIB nominal llegó a aumentar casi un 12%, se espera que el siguiente año el avance ronde el 4%. Con un tipo medio pagado por el stock de deuda en España de alrededor del 2,5%, el diferencial con el crecimiento nominal permitió por sí solo una reducción de casi 10 pp del PIB en la deuda pública. Sin embargo, la parcial reversión del encarecimiento de algunas materias primas, junto con la política del Banco Central Europeo, han ido reduciendo la inflación. Según BBVA Research se espera que el PIB nominal aumente sólo un 4% en 2026, lo que permitirá una reducción del endeudamiento de sólo 1,5 pp del PIB por el diferencial con el coste de financiación.

DÉFICIT PÚBLICO, CÍCLICO Y ESTRUCTURAL (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de DataComex.

CRECIMIENTO DEL PIB NOMINAL Y TIPO DE INTERÉS IMPLÍCITO DE LA DEUDA (%)



Fuente: BBVA Research a partir de DataComex.

Por su parte, aunque los tipos de interés han caído, a corto plazo se sitúan apenas por debajo del coste implícito de la deuda (2,2% vs. 2,5%). Asimismo, el precio de financiarse a plazos más largos, por ejemplo a 10 años, se ha mantenido relativamente elevado, por encima del 3%. Afortunadamente, los riesgos no son inminentes ya que el Tesoro ha hecho un excelente trabajo al extender el vencimiento medio de la deuda (actualmente alrededor de los 8 años).

Por lo tanto, bajo las actuales condiciones, la reducción de la deuda pública será lenta, lo que limitará el espacio fiscal. No sólo eso, la capacidad de actuación puede disminuir aún más dadas las presiones de gasto que hay que enfrentar a futuro (pensiones, sanidad, defensa, infraestructura). Aunque actualmente se oyen voces presionando a los bancos centrales para mantener los tipos de interés bajos, revertir la caída que se viene observando en sus tenencias de deuda pública y ser permisivos con la inflación, en el escenario más probable, la independencia del BCE hará que la reducción sostenida y creíble del apalancamiento de las administraciones tenga que ser a través del cumplimiento de las reglas fiscales.

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 en su sitio web www.bbvaresearch.com.