

LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA

Tras el acuerdo entre el Consejo y el Parlamento Europeo, se espera que en las próximas semanas se ratifique la reforma del marco de gobernanza económica de los países de la Unión Europea¹, que afectará en particular a las reglas fiscales. Su diseño tiene especial relevancia de cara a garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas de los países de la UE², y, de esta manera, evitar riesgos para la estabilidad financiera. Esto es especialmente cierto en un contexto en el que, tras la activación de la cláusula de escape, varios países de la Unión Económica y Monetaria (UEM), incluido España, han acumulado elevados saldos deficitarios en términos estructurales (de -3,1 % para el promedio de la UEM en 2023, según las previsiones de la Comisión Europea, y de -3,7 % en España, de acuerdo con las previsiones del Banco de España) y niveles elevados de endeudamiento público (superiores al 100 % del PIB, como es el caso de España).

El nuevo marco pretende normalizar la situación de las finanzas públicas de la UEM mediante un tratamiento diferenciado de los esfuerzos de consolidación nacionales, considerando el nivel de deuda y los riesgos fiscales específicos de cada país. Para ello, se basa en la elaboración de planes a medio plazo por parte de los estados miembros, que incluyan compromisos en forma de senda de gasto, reformas estructurales y planes de inversión pública.

En el caso de los países más endeudados, la senda de gasto debe asegurar que la relación entre la deuda pública y el PIB se sitúe en una trayectoria descendiente de forma plausible hacia el valor de referencia del 60 %, bajo la condición de que el déficit público se mantenga por debajo del 3 % del PIB a medio plazo. El período de ajuste para alcanzar estos objetivos es de cuatro años, aunque puede extenderse hasta siete si se implementan inversiones y reformas estructurales que mejoren el crecimiento potencial o la sostenibilidad fiscal a medio plazo.

Los objetivos de estabilización fiscal mencionados se expresan mediante un único instrumento: la senda plurianual del gasto primario neto³, que se establece en función de una

trayectoria de referencia elaborada por la Comisión Europea, a través de un análisis específico de la sostenibilidad de la deuda en cada país. Además, el nuevo marco contempla también requisitos adicionales (salvaguardas) de forma que la senda de gasto cumpla ex ante con unos ajustes mínimos en el déficit y/o la deuda con el fin de garantizar la predictibilidad del marco, y la generación de *buffers* fiscales.

En el caso de España, el nivel de endeudamiento público es muy alto, superior al de la mayoría de los países de la UEM (véase gráfico 1). Así, a finales del año 2023, la ratio de deuda pública sobre PIB en España, del 107,7 % del PIB, se situó más de 30 puntos porcentuales (pp) (17 pp) por encima de la media simple (ponderada) de la UEM, y también ligeramente por encima del percentil 75 de los países del área del euro.

En este contexto, cobra especial relevancia la identificación de los riesgos para la sostenibilidad de este nivel de endeudamiento, uno de los pilares del diseño de los planes de ajuste multianuales en el nuevo marco europeo de gobernanza económica. En la actualidad, se perciben elementos tanto de medio como de largo plazo, que constituyen fuentes de vulnerabilidad para la dinámica futura de la deuda pública.

Uno de los elementos centrales de esta dinámica es el diferencial entre el coste de financiación de los gobiernos y el crecimiento económico de un país.

Si bien el diferencial entre el tipo de interés implícito sobre el saldo total de deuda y el crecimiento nominal de la actividad económica habría registrado una mejora desde 2019 hasta la actualidad, situándose en 2023 en niveles negativos (de en torno a -6,2 pp en el caso de España, según los datos más recientes, y -5,8 pp en el caso de la UEM, según las previsiones de la Comisión Europea), las perspectivas para los próximos años señalan que esta tendencia revertiría de manera significativa. Así, y según las previsiones más recientes del Banco de España y la Comisión Europea, este diferencial podría corregirse en casi 5 pp en España en los próximos dos años y en más

1 Véase [comunicado del Consejo Europeo](#).

2 Véase Mario Alloza, Javier Andrés, Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega. (2021). «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico». Documentos Ocasionales, 2121, Banco de España.

3 El concepto de gasto primario neto al que se refiere el nuevo marco de gobernanza económica excluye, además del gasto por intereses, el financiado con recursos europeos así como la cofinanciación nacional de programas europeos, el gasto cíclico por desempleo, las medidas puntuales y temporales, o las medidas discrecionales de ingresos.

LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA (cont.)

Gráfico 1
La deuda pública española en el contexto europeo (a)

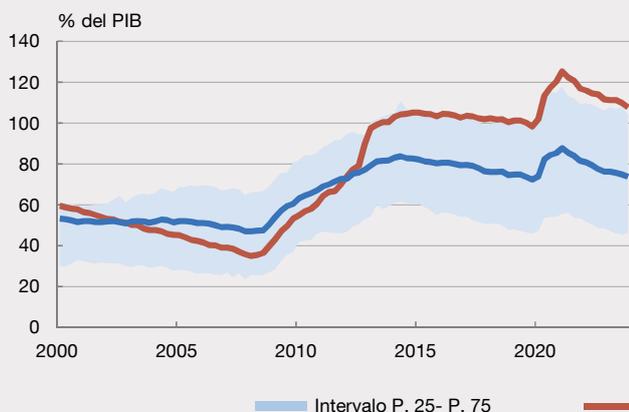
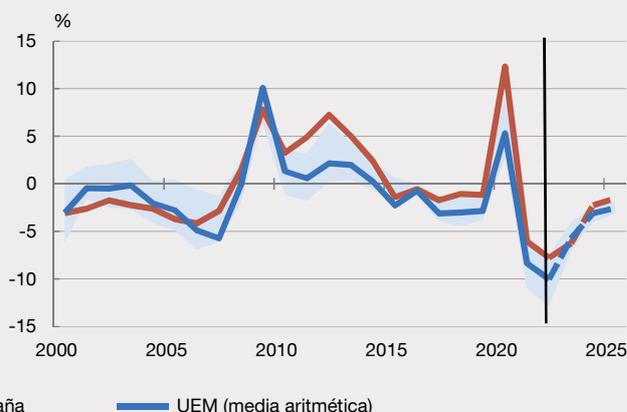


Gráfico 2
Diferencial tipo de interés - crecimiento nominal (b)



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea y Banco de España.

- a Estimaciones de noviembre de 2023 de la Comisión Europea para el cuarto trimestre de 2023 (excepto para España).
- b Este diferencial se calcula utilizando el tipo de interés implícito de la deuda pública y la tasa de crecimiento del PIB nominal. El tipo de interés implícito se calcula como la ratio entre la carga de intereses y el stock de deuda pública del período anterior.

de 3 pp en el caso de la UEM, aunque se mantendría en valores negativos (véase gráfico 2).

Desde una perspectiva a más largo plazo, el paulatino envejecimiento de la población se traduce en presiones al gasto público (como, por ejemplo, los relacionados con las pensiones o la sanidad). En el caso de España, se estima que el gasto en pensiones sobre el PIB podría aumentar en más de 2 pp durante las próximas dos décadas (y en casi 1 pp en la UEM)⁴, en ausencia de reformas significativas. A esta tendencia demográfica cabría añadir otros desafíos de largo plazo como el aumento del gasto en defensa⁵ y las necesidades de inversión pública para la transición climática⁶.

Las implicaciones de medio y largo plazo de estos desarrollos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas

pueden ser analizadas, de manera más formal, a través de las herramientas DSA (por sus siglas en inglés, correspondientes a *Debt Sustainability Analysis*). Se trata de modelos estilizados que, teniendo en cuenta la interrelación entre actividad económica, condiciones financieras y política fiscal, pueden proyectar diferentes dinámicas de la deuda para identificar las vulnerabilidades en la sostenibilidad de las finanzas públicas. En concreto, estos modelos relacionan la evolución de la deuda pública con las sendas esperadas de sus determinantes mediante ecuaciones que describen la evolución del PIB real, la inflación y los tipos de interés⁷.

Con el objetivo de lograr una caracterización más completa de estas dinámicas para el caso de España, se considera un modelo que incorpora explícitamente la incertidumbre relacionada con la evolución del entorno

4 Véase Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2023). «Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: la incidencia de la demografía», que incluye los cambios derivados de la reciente reforma de pensiones en España, y Comisión Europea. (2021). «The 2021 Aging Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070)». respectivamente.

5 Véase Demosthenes Ioannou, y Javier J. Pérez (eds.) (2023). «The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment», Occasional Paper Series, 311, European Central Bank.

6 Véase European Commission. (2024). «Securing our future. Europe's 2040 climate target and path to climate neutrality by 2050, building a sustainable, just and prosperous society», Staff Working Document, 63. European Commission.

7 Véase Pablo Hernández de Cos, David López-Rodríguez y Javier J. Pérez. (2018) «Los retos del despalancamiento público». Documentos Ocasionales, 1803, Banco de España; y Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, y Javier J. Pérez. (2022). «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool». Documentos Ocasionales, 2210, Banco de España; para una aplicación concreta.

LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA (cont.)

Gráfico 3
Senda simulada de deuda pública/PIB en España en ausencia de un plan de consolidación

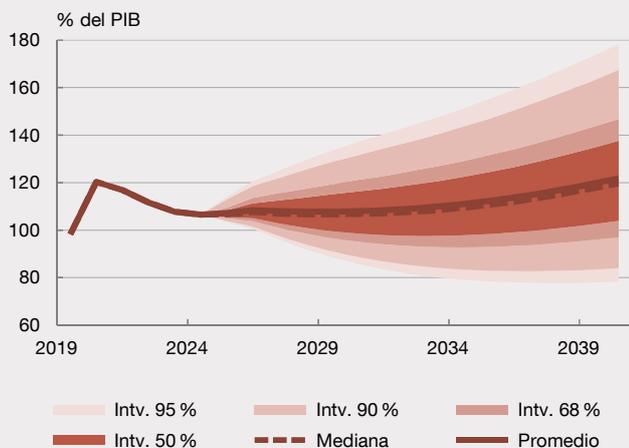
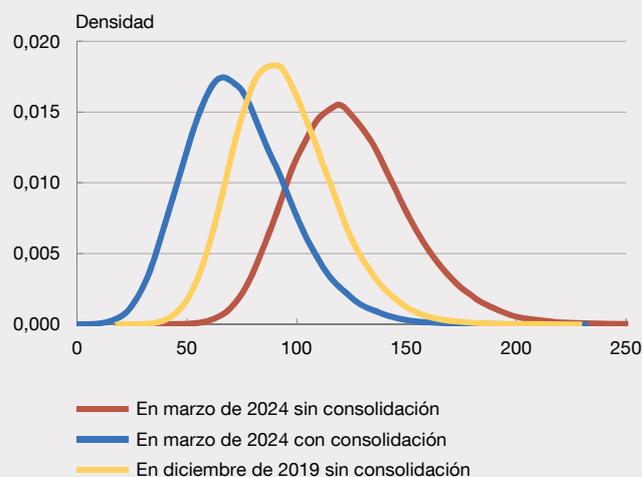


Gráfico 4
Distribución de las ratios de deuda pública/PIB en España en 2040 en distintos escenarios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado, AIREF y Banco de España.

macrofinanciero. Así, y en base a la evidencia empírica reciente, este modelo permite generar un amplio número de trayectorias de deuda que ilustran las vulnerabilidades relacionados con el entorno macrofinanciero y cómo estas varían a lo largo del tiempo bajo distintos supuestos de esfuerzo fiscal⁸.

Así, el gráfico 3 muestra la evolución esperada de la ratio de deuda pública de España hasta el año 2040 bajo el supuesto de ausencia de cambios en las políticas fiscales y presupuestarias (lo que supondría un incumplimiento de las nuevas reglas fiscales). Esto situaría de forma esperable la deuda pública en niveles cercanos al 108 % del PIB en 2026 y en el entorno del 120 % en el año 2040.

Además, teniendo en cuenta la incertidumbre proveniente del entorno macrofinanciero, esta ratio se situaría, en la gran mayoría de las posibles sendas simuladas (85 % de los casos), incluso en muchas de las que incluyen fases expansivas más intensas y duraderas que el escenario central o condiciones de financiación más favorables, por

encima de los niveles de endeudamiento alcanzados con anterioridad a la pandemia (98 % del PIB en 2019).

Debido al actual punto de partida más adverso de las finanzas públicas, así como a los cambios en las condiciones de financiación, el escenario de largo plazo que se dibuja en esta simulación es significativamente menos favorable que el que se habría proyectado con la información disponible en diciembre de 2019. En ese caso (línea de color amarillo en el gráfico 4), la distribución de las posibles ratios de deuda pública sobre PIB habría mostrado una imagen más benigna, en la que solo se habrían alcanzado niveles de endeudamiento del 120 % del PIB en algo más del 10 % de las posibles sendas simuladas, las más adversas.

Con todo, y con la información disponible en el último ejercicio de previsiones del Banco de España de marzo de 2023, la implementación de un plan de consolidación presupuestaria caracterizado por un esfuerzo de 0,5% del PIB, hasta lograr un equilibrio en el saldo estructural⁹, mostraría una dinámica sustancialmente diferente¹⁰. En este escenario, la ratio de

8 Véase Mario Alloza, Jorge Martínez, Juan Rojas y Iacopo Varotto. (2024). «La dinámica de la deuda pública: una perspectiva estocástica aplicada al caso español». Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima aparición.

9 El saldo estructural se refiere a la diferencia entre los ingresos y los gastos públicos una vez ajustados de los efectos de ciclo económico.

10 Este esfuerzo sería, a grandes rasgos, coherente con el nuevo marco europeo de gobernanza económica, según algunos cálculos preliminares de Bruegel para un plan de siete años.

LA VULNERABILIDAD DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO ELEVADO EN EL CONTEXTO DE LA REFORMA DEL MARCO EUROPEO DE GOBERNANZA ECONÓMICA (cont.)

deuda pública sobre PIB mostraría una senda decreciente y sostenida que llegaría, en términos medios, a niveles cercanos al 75 % del PIB en el año 2040 (línea de color rojo en el gráfico 4). En dicho contexto, y a pesar de los posibles cambios en las condiciones macrofinancieras, este esfuerzo de consolidación conseguiría reducir la ratio de endeudamiento público por debajo de los niveles pre-pandemia en casi el 90 % de las sendas simuladas.

El análisis de estas dinámicas de deuda pone de manifiesto la necesidad de implementar, con la mayor celeridad posible y en el contexto europeo del nuevo marco de gobernanza económica, un plan de consolidación de las finanzas públicas que suponga una reducción gradual del endeudamiento y una mejora de la capacidad de resiliencia de la economía española para hacer frente a los desafíos futuros.

La implementación de este plan de consolidación es un aspecto clave para el correcto funcionamiento de la política monetaria en el contexto de la UEM¹¹.

Además, mantener un nivel elevado de deuda pública limita la capacidad de la política fiscal para responder a futuras perturbaciones económicas. Un simple análisis descriptivo de los datos internacionales sobre el comportamiento de la deuda pública tras una recesión pone de manifiesto la necesidad de generar buffers fiscales suficientemente amplios para posibilitar posibles actuaciones futuras de política fiscal. A modo de ejemplo, la deuda pública de la UEM ha aumentado, en términos medios, en torno a 20 pp en los cinco años posteriores a una recesión¹².

El mantenimiento de un elevado nivel de endeudamiento y déficit público supone también un elemento de vulnerabilidad antes cambios en la percepción por parte de los mercados financieros, que aumentarían el coste de financiación del sector público con riesgos de traslación al sector privado, incluido el sector bancario^{13, 14}. Estos escenarios podrían afectar a la actividad económica real y con ello empeorar adicionalmente las perspectivas de sostenibilidad de las finanzas públicas.

-
- 11 Véase, por ejemplo, Fernando Broner, Aitor Erce, Alberto Martin y Jaume Ventura. (2014). «Sovereign debt markets in turbulent times: Creditor discrimination and crowding-out effects». *Journal of Monetary Economics*, 61, pp. 114-142, artículo que analiza el contexto de turbulencia financiera que resulta en una sustitución del crédito privado por endeudamiento público, produciéndose un efecto expulsión de la inversión privada productiva.
- 12 Véase Mario Alloza, Juan Andrés, Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega. (2021). «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico». Documentos Ocasionales, 2121, Banco de España.
- 13 Véase Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, André Meier, y Gernot J. Müller. (2013). «Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability». *Economic Journal*, 123(566), pp. F99-F132.
- 14 Véase el capítulo 5 de Kris James Mitchener y Christoph Trebesch. (2021). «Sovereign Debt in the 21st Century: Looking Backward, Looking Forward». NBER Working Paper Series, WP28598. National Bureau of Economic Research, para una revisión de la literatura y la evidencia empírica. Asimismo, véase Emmanuel Farhi y Jean Tirole. (2018). «Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheet Doom Loops». *Review of Economic Studies* 85-(3). pp. 1781-1823.