

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 Junio 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:

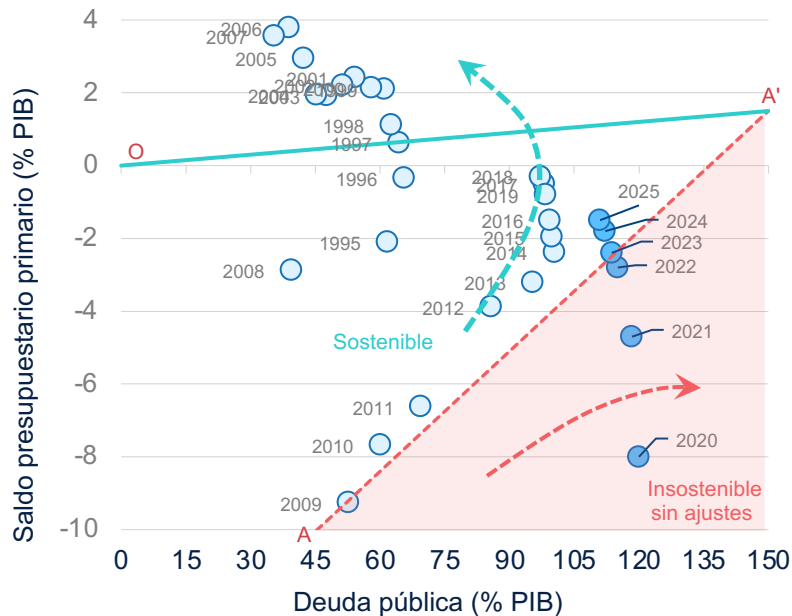
$$t_{max} - g_{min} = \left(\frac{r - \gamma}{1 + \gamma} \right) d_{max} \simeq 1.5\% \quad (5)$$

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 arriesgada, 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.

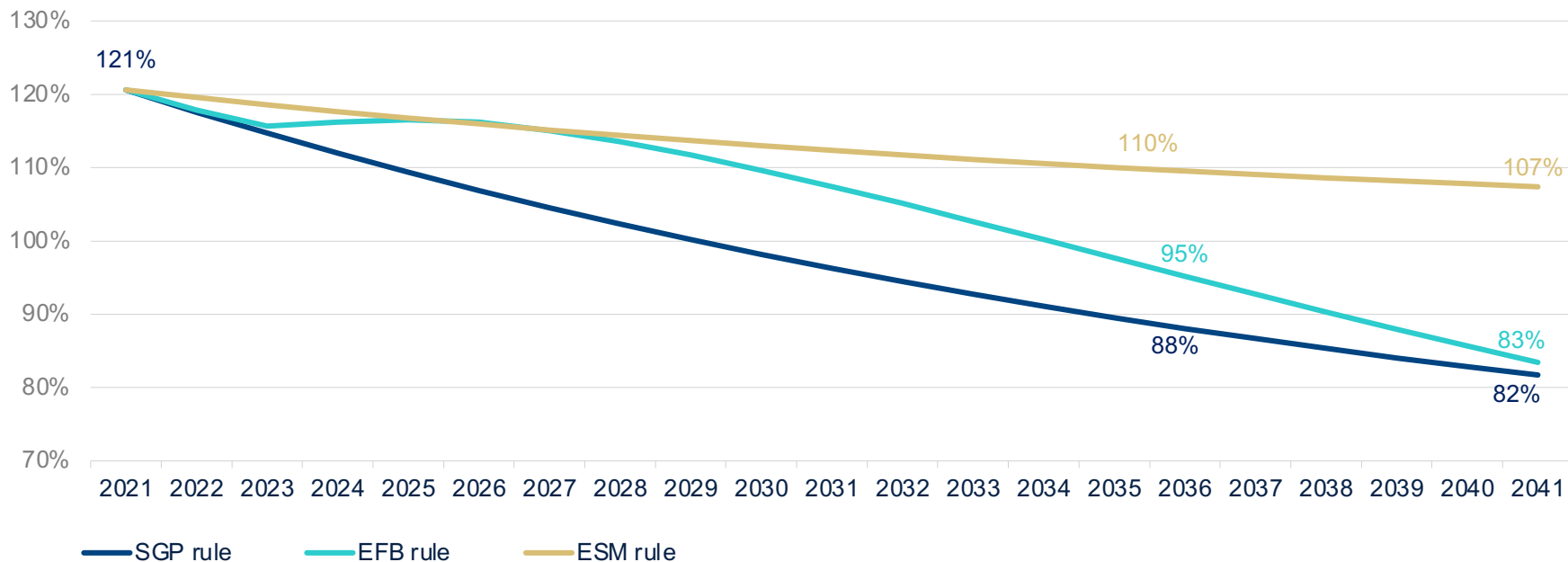
Propuestas en función de tres criterios

| | 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

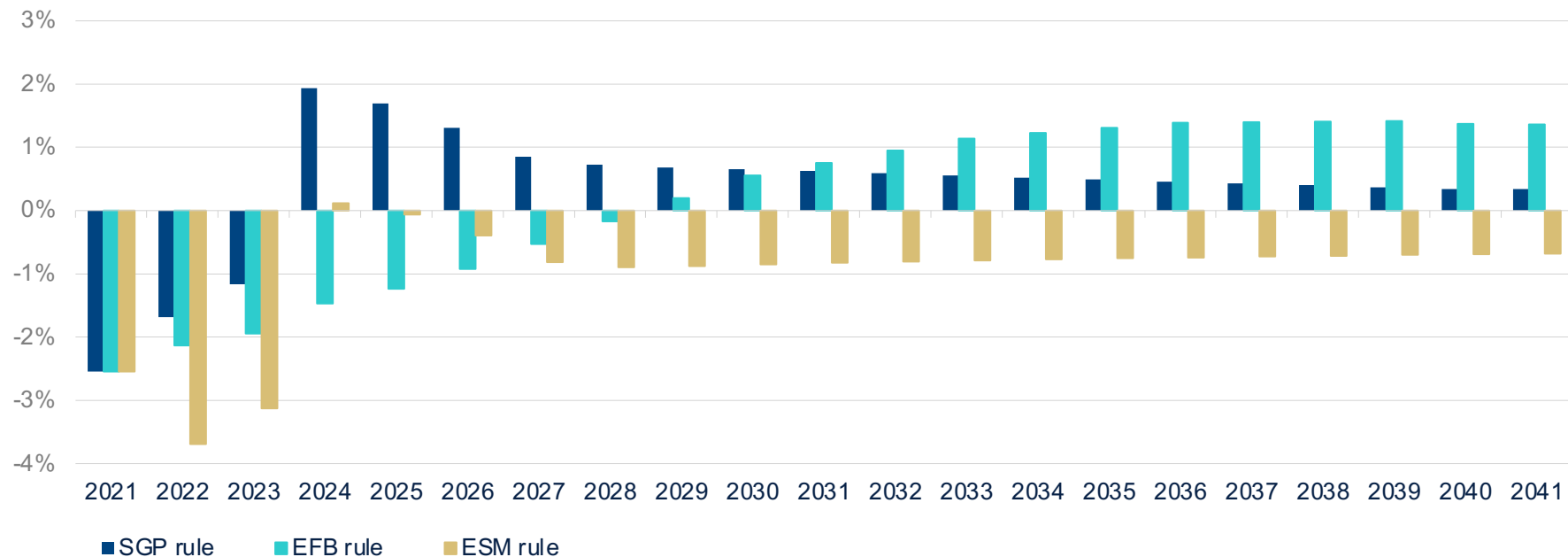
(% DEL PIB)



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

ESPAÑA: SENDA DEL SALDO PRESUPUESTARIO PRIMARIO CON DISTINTAS REGLAS FISCALES

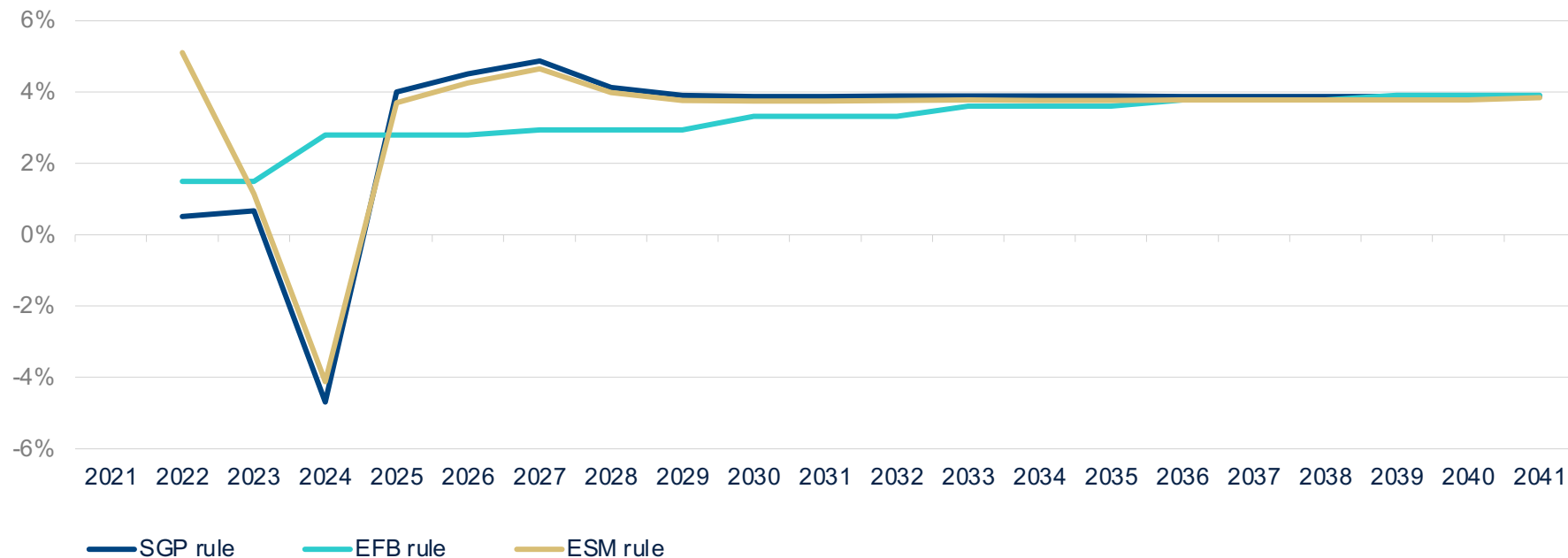
(% DEL PIB)



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

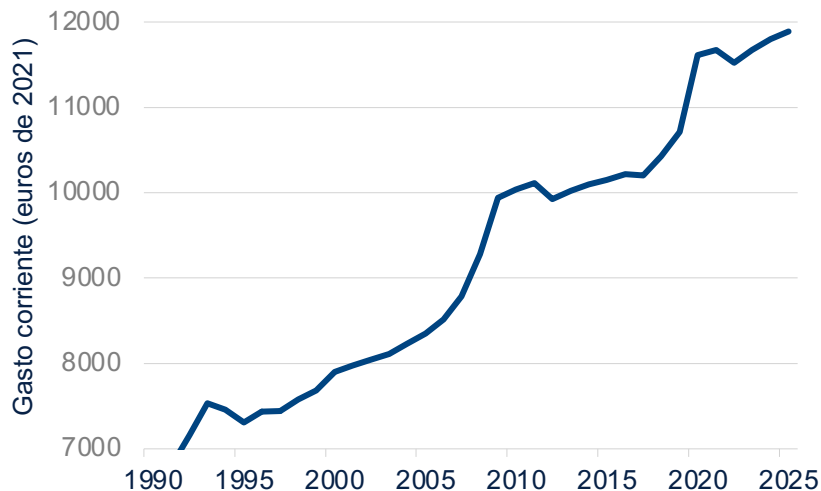
ESPAÑA: SENDA DEL GASTO PÚBLICO NOMINAL CON DISTINTAS REGLAS FISCALES

(% DEL PIB)



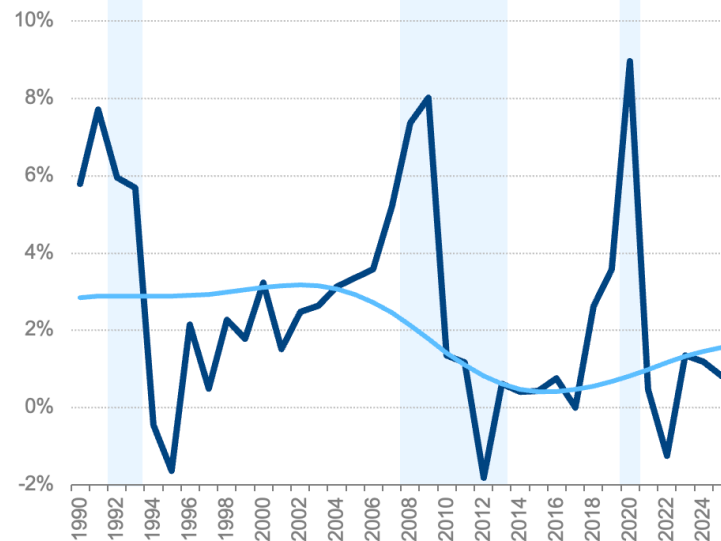
España: comparación del gasto corriente con una regla de gasto

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)

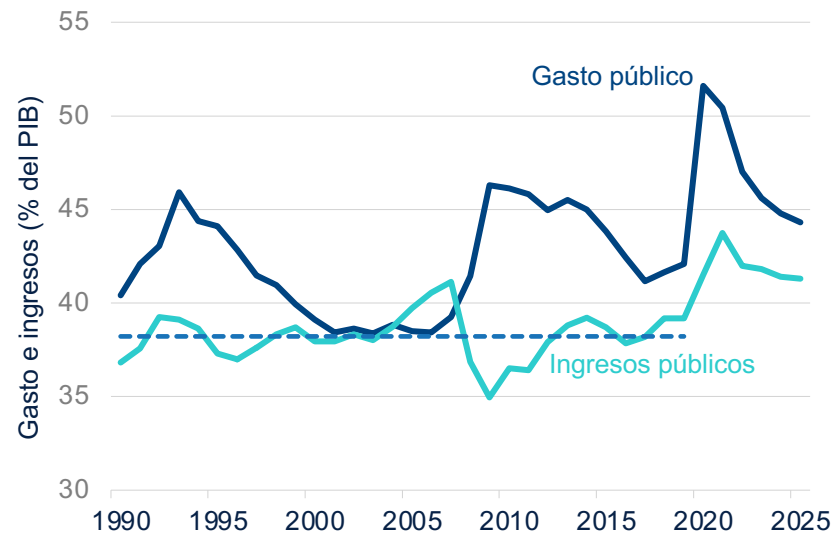


Elevada volatilidad del crecimiento del gasto público corriente, con un comportamiento cíclico dispar: contracíclico en 1992-2003, 2008-9, 2020-1; y procíclico en 1990-1991, 2005-2007, 2012, 2018-2019. Inversión pública procíclica.

España: un ajuste fiscal estructural pendiente

INGRESOS Y GASTO PÚBLICOS

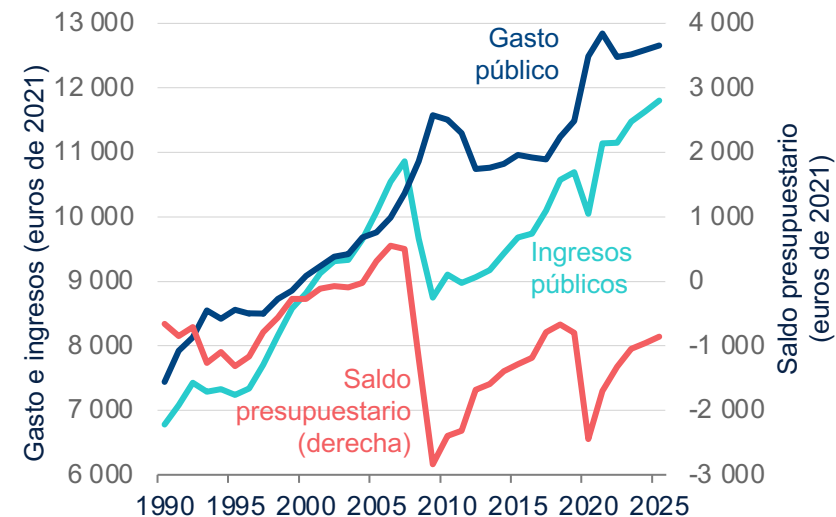
(% DEL PIB)



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 Junio de 2022