

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

2/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

LOS PLANES FISCALES DE REEQUILIBRIO
EN EL MEDIO PLAZO: EL CASO DEL REINO UNIDO

Júlia Brunet y Susana Párraga

RESUMEN

La respuesta extraordinaria de la política fiscal para mitigar el fuerte impacto económico de la pandemia de COVID-19 ha provocado un marcado aumento de la deuda pública, que en las principales economías avanzadas supera los niveles máximos de las cinco últimas décadas. Y el apoyo a la recuperación económica previsiblemente requerirá mantener un impulso fiscal importante en el corto plazo. En este contexto, resultaría adecuado anunciar planes de reequilibrio de las finanzas públicas a medio plazo, dado que, según los estudios disponibles, estos permiten recuperar los márgenes de actuación contracíclica de la política fiscal, así como anclar las expectativas de los agentes económicos y reducir los riesgos que un elevado endeudamiento público puede ocasionar sobre la actividad económica en el futuro. En este artículo se expone el ejemplo del Reino Unido, el primer país en proponer un programa de ajuste fiscal gradual en el medio plazo, al tiempo que mantiene el apoyo público a la recuperación económica en el corto plazo.

Palabras clave: deuda soberana, política fiscal, coordinación de políticas.

Códigos JEL: H63, E62, E61.

Este artículo ha sido elaborado por Júlía Brunet y Susana Párraga, de la Dirección General de Economía y Estadística.

La respuesta de la política fiscal a la crisis y el aumento de la deuda pública

La pandemia de COVID-19 ha requerido la puesta en marcha de medidas extraordinarias de política fiscal a nivel global, con el objetivo de reforzar los sistemas sanitarios, mitigar el fuerte impacto negativo sobre los ingresos de hogares y de empresas, y sostener el tejido productivo y el potencial de crecimiento de la economía. La persistencia de la crisis sanitaria y el vencimiento de varias medidas fiscales adoptadas en la primera mitad de 2020 motivaron la introducción de iniciativas adicionales en la mayoría de las economías avanzadas. De esta manera, las medidas de política fiscal de apoyo a la liquidez y a la preservación del empleo de forma generalizada han ido reemplazándose por medidas focalizadas en los sectores más afectados, como el turismo y la hostelería, así como por el refuerzo del apoyo a los hogares más afectados y por el respaldo a la solvencia de las empresas, con el propósito de evitar que la crisis provoque daños sobre el crecimiento potencial de las economías¹.

Esta respuesta extraordinaria de la política fiscal ha provocado un aumento sustancial de la deuda pública, que en las principales economías avanzadas supera los niveles máximos previos de las cinco últimas décadas (véanse gráficos 1.1 y 1.2). Para el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), la ratio de deuda pública sobre el producto interior bruto (PIB) se situó en el 96,9 % en 2020, mientras que en Estados Unidos, Reino Unido y Japón sus ratios alcanzaron el 127,1 %, 103,7 % y 256,2 %, respectivamente. Dentro de la UEM, se aprecian diferencias entre las principales economías: un 68,9 % del PIB en Alemania, frente a los niveles más elevados —del 113,5 %, 155,6 % y 120 %, respectivamente— de Francia, Italia y España.

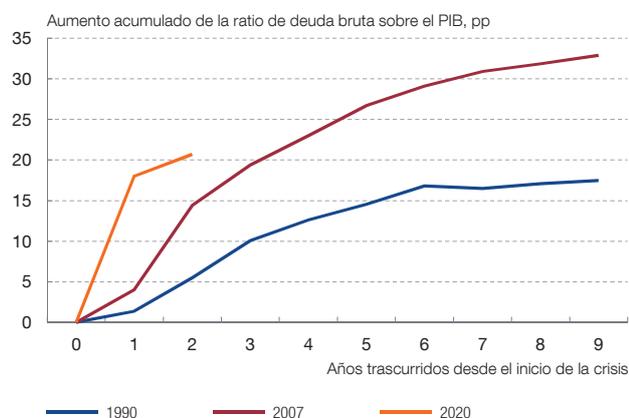
El entorno actual de bajos tipos de interés (véase gráfico 1.3) permite que la política fiscal disponga de un mayor margen de actuación, a pesar de la situación de elevado endeudamiento². De hecho, en las principales economías avanzadas, si bien la deuda pública se encuentra en el mayor nivel en muchas décadas, los pagos por su servicio están en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 1.4).

1 Cuadro-Sáez *et al.* (2020) y Alonso *et al.* (2021) resumen la variedad de medidas de política fiscal implementadas en el área del euro, Estados Unidos y Reino Unido.

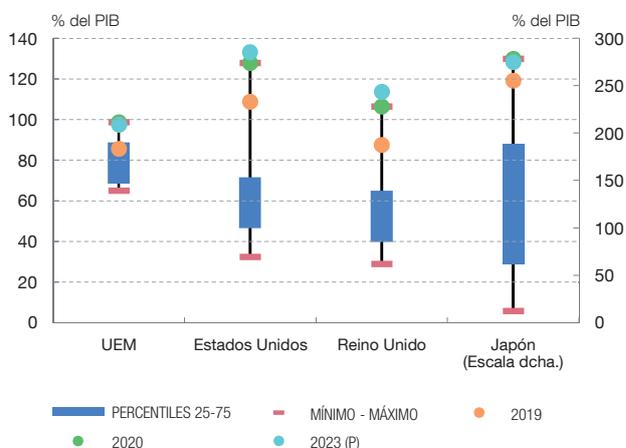
2 Véanse, por ejemplo, O. Blanchard (2019) y Furman y Summers (2020).

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS

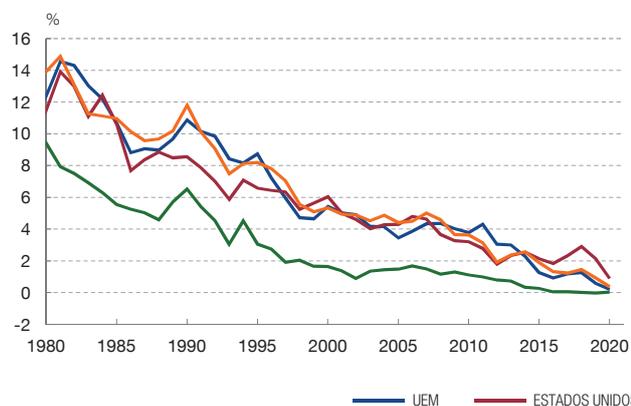
1 AUMENTO DE LA DEUDA PÚBLICA DESDE EL COMIENZO DE ALGUNAS CRISIS EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



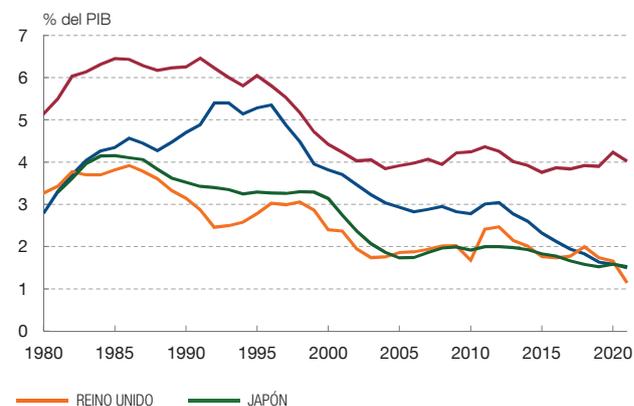
2 LA DEUDA PÚBLICA: 1970-2020



3 TIPOS DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



4 EVOLUCIÓN DEL PAGO DE INTERESES



FUENTES: Banco de España, a partir de Brunet *et al.* (2020), Fondo Monetario Internacional (*Fiscal Monitor*, abril de 2021, *Historical Public Debt Database*) y fuentes nacionales.

a La deuda pública del agregado de las economías avanzadas se ha calculado como un promedio no ponderado de las deudas de las economías avanzadas que forman parte del G-20: Alemania, Australia, Canadá, Corea del Sur, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. El año 2021 corresponde a una previsión.



No obstante, en el medio plazo, la persistencia de unos niveles muy elevados de deuda pública puede acabar incidiendo negativamente en la evolución económica. La literatura académica muestra abundante evidencia de los riesgos asociados a esta situación³. Por una parte, se reducen los márgenes de actuación contracíclica de la política fiscal ante posibles nuevas perturbaciones macroeconómicas adversas. Por otra, aumenta la vulnerabilidad de las economías ante cambios del sentimiento de los inversores, lo que afecta a la capacidad y al coste de la financiación del sector

3 Véanse Hernández de Cos, López Rodríguez y Pérez (2018) y las referencias citadas en él.

público. Por último, un nivel elevado y persistente de deuda pública puede lastrar la capacidad de crecimiento a medio y largo plazo, en la medida en que el endeudamiento público absorba recursos que podrían destinarse a fines más productivos o se produzcan endurecimientos de las condiciones de financiación de la economía por este motivo.

En este contexto, la experiencia histórica muestra que los procesos más exitosos de desapalancamiento público del pasado han sido graduales en el tiempo, y se han visto favorecidos cuando se han realizado en contextos macroeconómicos favorables de expansión económica [Alesina *et al.* (2015)]⁴. A la vez, un elemento determinante del éxito de estos procesos ha sido la formulación y la implementación de programas plurianuales de reducción del déficit presupuestario [Bi *et al.* (2013)]. En este sentido, un anuncio creíble sobre la implementación a medio plazo de un programa de ajuste fiscal gradual, una vez finalice la crisis provocada por la pandemia, puede ser un elemento crucial para anclar las expectativas de los agentes económicos y reducir la incertidumbre, lo que repercute positivamente sobre la actividad económica⁵ al facilitar la toma de decisiones de los agentes económicos [Fernández-Villaverde *et al.* (2015)]. A este respecto, los programas fiscales que incorporen un reequilibrio de las finanzas públicas en el medio plazo pueden favorecer la credibilidad de los Gobiernos y reducir posibles ineficiencias, como, por ejemplo, contracciones más acusadas de la actividad económica o la utilización de instrumentos fiscales más distorsionantes [Klein *et al.* (2008)]. Además, las sendas de consolidación fiscal progresivas permiten garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas sin necesidad de sustanciales superávits primarios que exijan severos aumentos de los niveles de imposición o drásticos recortes de los niveles de gasto productivo [Andrés *et al.* (2020)]. Es decir, estas permiten suavizar las distorsiones que pueden provocar cambios bruscos en los impuestos⁶ o en el gasto público. En resumen, el diseño y la implementación de programas de consolidación fiscal creíbles que estabilicen la deuda pública en el medio plazo permiten un margen mayor de actuación de la política fiscal incluso en el corto plazo [Hernández de Cos (2021)].

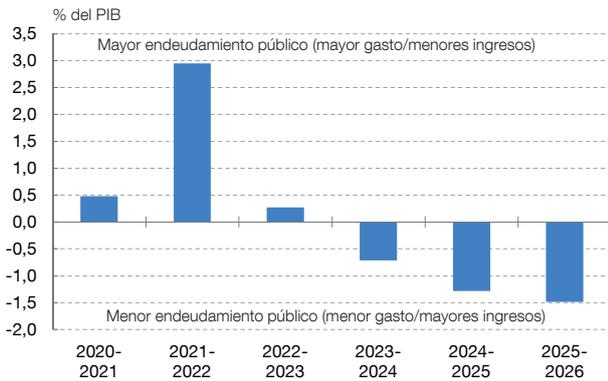
4 Según los estudios disponibles, una gestión adecuada de la estructura de la deuda pública puede reforzar el compromiso de los Gobiernos con los programas de consolidación fiscal, además de reducir los costes de financiación del sector público y los riesgos asociados a cambios en el sentimiento de los inversores. Entre otros factores, la estructura óptima de la deuda pública depende de los diferenciales entre los tipos de interés de los bonos con diferentes vencimientos, así como de la variabilidad de estos y de su covarianza con el crecimiento del PIB y de la inflación. La independencia y la orientación de la política monetaria son otros factores relevantes en la determinación de la composición de la cartera óptima de deuda pública. Véanse la guía del Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial (2014) de gestión óptima de la deuda pública y, por ejemplo, los trabajos de Missale (2012), Missale *et al.* (2002), Debortoli *et al.* (2017) y Bacchiocchi y Missale (2005).

5 Algunos trabajos de investigación sugieren que el anuncio de consolidaciones fiscales en el futuro podría contribuir a la mejora de la actividad económica en el corto plazo, debido a cambios en el comportamiento de los agentes económicos antes de su implementación. Por ejemplo, Mertens y Ravn (2011) encuentran que el anuncio de una subida de impuestos en Estados Unidos genera un aumento del PIB, de la inversión y de las horas trabajadas antes de su implementación. Leeper *et al.* (2012) generalizan estos resultados también para cambios en el consumo público.

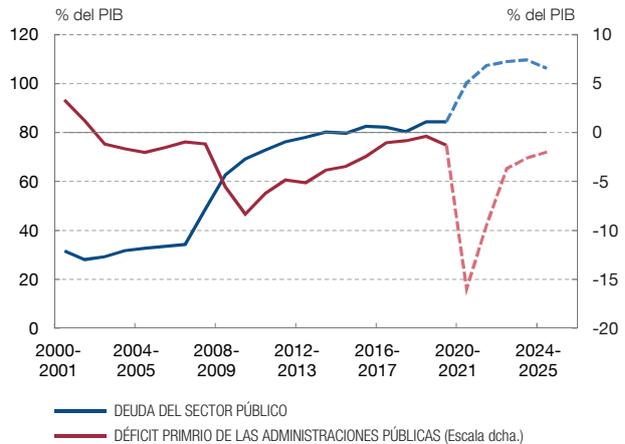
6 Véanse el capítulo 12 de Romer (2018) y las referencias citadas en este.

LAS FINANZAS PÚBLICAS DEL REINO UNIDO

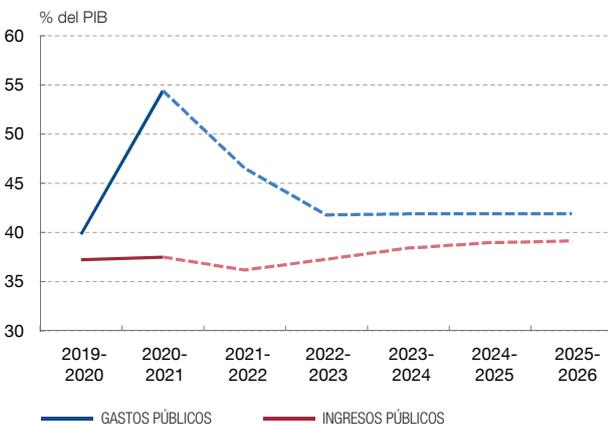
1 VARIACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO SEGÚN EL PRESUPUESTO 2021-2022 (a)



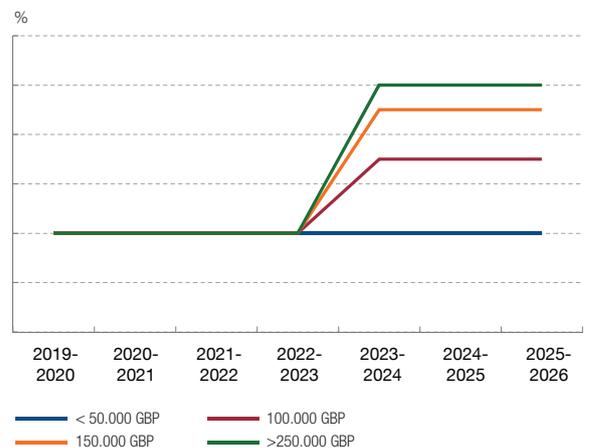
2 DEUDA PÚBLICA Y DÉFICIT PRIMARIO



3 GASTOS E INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO



4 EVOLUCIÓN DEL TIPO DE IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES EN FUNCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Oficina para Estadísticas Nacionales y Oficina para la Responsabilidad Presupuestaria del Reino Unido.

a Las medidas de apoyo incluyen ayudas a los hogares y a las empresas, y se suman a sendos fondos ya destinados a este propósito con anterioridad al presupuesto de 2021. Las medidas de estímulo incluyen ayudas fiscales a la inversión. Las medidas de consolidación incluyen una subida de los impuestos sobre sociedades y sobre la renta de las personas físicas. Los datos a partir del año fiscal 2020-2021 corresponden a previsiones realizadas en marzo de 2021. La fecha indica el período fiscal británico: de abril a marzo del año siguiente.



El plan fiscal de medio plazo del Reino Unido

El Reino Unido es el primer país que ha propuesto recientemente un programa de ajuste fiscal gradual, en el medio plazo, al tiempo que mantiene el apoyo público a la recuperación económica en el corto plazo⁷. El gráfico 2 ilustra los elementos

7 Otras economías también están planteando planes fiscales que incluyen elementos parciales de reequilibrio de las finanzas públicas en el medio plazo, si bien estos no se han materializado todavía en acciones legislativas concretas. Por ejemplo, en la Unión Europea se ha anunciado un aumento de sus recursos propios a partir de 2028 para amortizar la deuda pública derivada de la financiación, a partir de 2021, del programa *Next Generation EU*;

principales que componen el presupuesto de las Administraciones Públicas para el año fiscal 2021-2022⁸. Por un lado, en el corto plazo, se extiende la financiación de los principales programas para mitigar el impacto económico de la pandemia sobre los hogares y las empresas, como, por ejemplo, los programas de preservación del empleo (*furlough schemes*) y las subvenciones, o la reducción temporal del impuesto sobre el valor añadido para las empresas del sector hostelero. Asimismo, el presupuesto incluye una serie de medidas para apoyar la recuperación económica en los dos próximos años, como la introducción de deducciones en el impuesto sobre sociedades, orientadas a promover la inversión empresarial. Además, un nuevo programa de préstamos y avales públicos renueva los establecidos en los inicios de la pandemia para continuar apoyando las necesidades de financiación de las empresas. Como se muestra en el gráfico 2.2, el conjunto de estas medidas situaría el déficit primario en los tres próximos años fiscales cerca del 16 %, 10 % y 4 % del PIB, respectivamente.

Por otro lado, se plantea un programa de ajuste fiscal a medio plazo, con el objetivo de mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas. El plan se centra en un aumento de los niveles de imposición, que elevaría los ingresos públicos unos 4 puntos porcentuales (pp), hasta un nivel cercano al 40 % del PIB al final del período del programa fiscal en 2026 (véase gráfico 2.3). En concreto, se plantean incrementos de los impuestos sobre sociedades y sobre la renta. En cuanto al impuesto sobre sociedades, y a partir de 2023, se aumenta el tipo impositivo a las empresas con un nivel de beneficios anuales superior a las 50.000 libras esterlinas, desde el 19 % hasta un máximo del 25 % (véase gráfico 2.4). Respecto al impuesto sobre la renta, a partir de 2022 no se actualizará por la inflación el tramo impositivo a partir del cual se aplica el tipo máximo, y tampoco las deducciones personales. En conjunto, estas medidas se estima que contribuirían en alrededor de 1 pp al incremento de los ingresos fiscales en porcentaje del PIB en el horizonte del programa, mientras que el resto del aumento de la ratio de ingresos públicos sobre el PIB se debería, de acuerdo con las previsiones del Gobierno británico, al empuje de la recuperación económica y a la retirada de los recortes impositivos temporales de 2021. La retirada progresiva de las medidas de estímulo a corto plazo reduciría el gasto público hasta cerca del 42 % del PIB, situándolo de nuevo en niveles próximos a los observados durante la pasada década. Por lo tanto, se estima que, de implementarse en su totalidad, este programa de ajuste fiscal contendría el incremento de la ratio de deuda pública sobre el PIB, que disminuiría desde un máximo cercano al 110 % del PIB en el año fiscal 2023-2024 hasta el 106 % del PIB en el 2025-2026 (véase gráfico 2.2).

6.5.2021.

y, en *Estados Unidos*, la reciente propuesta del presidente Biden en el *American Jobs Act* (plan de inversiones públicas) incluye el anuncio de aumentos futuros de la imposición sobre las grandes empresas.

⁸ El año fiscal del Reino Unido comprende desde el 1 de abril hasta el 31 de marzo del año siguiente.

BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, A., C. Favero y F. Giavazzi (2015). «The output effect of fiscal consolidation plans», *Journal of International Economics*, 96, pp. 19-42.
- Alonso, D., A. Buesa, C. Moreno, S. Párraga y F. Viani (2021). *Medidas de política fiscal adoptadas desde otoño en respuesta a la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- Andrés, J., Ó. Arce, D. Thaler y C. Thomas (2020). «When fiscal consolidation meets private deleveraging», *Review of Economic Dynamics*, 37, pp. 214-233.
- Bacchiocchi, E., y A. Missale (2005). *Managing debt stability*, CESIFO working paper 1388.
- Bi, H., E. Leeper y C. Leith (2013). «Uncertain fiscal consolidations», *The Economic Journal*, 123, pp. 31-63.
- Blanchard, O. (2019). «Public debt and low interest rates», *American Economic Review*, 109(4), pp. 1197-1229.
- Brunet, J., L. Cuadro-Sáez y J. J. Pérez (2020). *Fondos públicos de contingencia para situaciones de emergencia: lecciones de la experiencia internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 2032, Banco de España.
- Cuadro-Sáez, L., F. S. López-Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020). *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.
- Debortoli, D., R. Nunes y P. Yared (2017). «Optimal time-consistent government debt maturity», *Quarterly Journal of Economics*, 132(1), pp. 55-102.
- Fernández Villaverde, J., P. Guerrón Quintana, K. Kuester y J. Rubio Ramírez (2015). «Fiscal volatility shocks and economic activity», *American Economic Review*, 105(11), pp. 3352-3384.
- Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial (2014). *Revised guidelines for public debt management*, Washington D.C.
- Furman, J., y L. Summers (2020). «A reconsideration of fiscal policy in the era of low interest rates», Discussion Draft, Peterson Institute for International Economics.
- Hernández de Cos, P., D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2018). *Los retos del desapalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.
- Hernández de Cos, P. (2021). «La necesidad de una estrategia ambiciosa de reformas estructurales», intervención en la sesión *El modelo productivo en la pospandemia*, organizada por el Cercle d'Economia.
- Klein, P., P. Krusell y J. V. Ríos-Rull (2008). «Time-consistent public policy», *The Review of Economic Studies*, 75, pp. 789-808.
- Leeper, E., A. Richter y T. Walker (2012). «Quantitative Effects of Fiscal Foresight», *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), pp. 115-144.
- Mertens, K., y M. O. Ravn (2011). «Understanding the aggregate effects of anticipated and unanticipated tax policy shocks», *Review of Economic Dynamics*, 14, pp. 27-54.
- Missale, A. (2012). «Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities», capítulo parte del documento del BIS *Threat of fiscal dominance?*, ed. por Bank for International Settlements, vol. 65, pp. 157-176.
- Missale, A., F. Giavazzi y P. Benigno (2002). «How is the debt managed? Learning from fiscal stabilizations», *The Scandinavian Journal of Economics*, 104(3), pp. 443-469.
- Romer, D. (2018). *Advanced Macroeconomics*, McGraw-Hill Education, 5.ª edición.