

ARTÍCULOS

GARANTIZAR LA SOSTENIBILIDAD FISCAL EN LA ZONA DEL EURO



La reciente crisis financiera y económica ha dado lugar a un deterioro muy considerable de la situación de las finanzas públicas en los países de la zona del euro, tanto en forma de elevados déficits presupuestarios como de aumento de la deuda pública. Los pasivos fuera de balance de las Administraciones Públicas relacionados con el apoyo al sector financiero y las consecuencias del envejecimiento de la población plantean importantes riesgos adicionales. En consecuencia, salvaguardar la sostenibilidad de las finanzas públicas se ha convertido en uno de los principales retos a los que se enfrentan los responsables de la política económica que buscan consolidar una vuelta a la estabilidad económica y financiera y garantizar un entorno propicio para el crecimiento del producto y la estabilidad de precios. Para hacer frente a esos retos se necesita una respuesta integral, que incluya la oportuna corrección de los déficits excesivos, la reducción de la deuda pública hasta niveles más sostenibles y una reorganización de las entidades de crédito para limitar las estrechas relaciones entre los balances del sector público y los del sector financiero. Estas medidas han de complementarse con reformas de los sistemas de pensiones y de atención sanitaria a fin de aliviar la carga fiscal que entraña el envejecimiento de la población, y con reformas estructurales de amplio alcance para respaldar el crecimiento potencial y la creación de empleo. Además, es necesario reforzar la gobernanza económica en Europa, especialmente en la zona del euro, mejorando al mismo tiempo la eficacia de las instituciones presupuestarias a nivel nacional. En este contexto, unas reglas eficaces en materia de gasto son un medio de promover la disciplina fiscal y limitar los factores de vulnerabilidad en el caso de que se produzcan perturbaciones económicas adversas en el futuro.

I INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera y económica ha impuesto una pesada carga sobre las finanzas públicas en los países de la zona del euro, principalmente, como consecuencia de tres factores. En primer lugar, en algunos países los abultados costes fiscales están relacionados con las inyecciones de capital con destino a las instituciones financieras. En segundo lugar, la recesión económica tuvo un impacto inmediato sobre los ingresos fiscales y el gasto relacionado con el desempleo. En tercer lugar, las medidas discrecionales adoptadas para compensar la caída de la demanda privada en la economía afectaron negativamente a los saldos fiscales¹. Al mismo tiempo, la situación de las finanzas públicas ya era frágil en algunos países cuando entraron en recesión, debido a la falta de progresos en el saneamiento de las posiciones fiscales en tiempos de bonanza económica. En consecuencia, los déficits públicos y las ratios de deuda con respecto al PIB han aumentado de forma acusada en todos los países de la zona del euro (aunque partiendo de situaciones notablemente diferentes y a distinto ritmo). Además, los gobiernos han asumido grandes cantidades de pasivos contingentes en el contexto de los sistemas de garan-

tías para el sector financiero. Algunos países, que no lograron reforzar su capacidad de resistencia frente a las perturbaciones económicas adversas adoptando sólidas políticas fiscales y reformas estructurales antes de la recesión, se enfrentan ahora a graves riesgos para la sostenibilidad fiscal, que son una amenaza para la estabilidad financiera y el crecimiento económico. Como resultado, en el contexto de programas instrumentados por la UE y el FMI, se prestó asistencia financiera a Grecia e Irlanda. Factores tales como los desequilibrios macroeconómicos y las vulnerabilidades fiscales, propios de cada país, a los que ni los responsables de la política económica ni los participantes en los mercados dieron suficiente importancia antes de la crisis, han salido ahora a la luz con toda su capacidad de desestabilización.

Precisamente en este contexto se consideran, en el presente artículo, los riesgos y desafíos para la sostenibilidad fiscal en la UEM. A tal efecto, se comienza analizando el concepto de sostenibilidad fiscal, para pasar después a cuantificar los riesgos acumulados en materia de financiación

¹ Véase una panorámica en van Riet, A. (ed.), «Euro area fiscal policies and the crisis», *Occasional Paper Series*, n.º 109, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2010.

pública y sostenibilidad de la deuda en la zona del euro, así como la escala de los ajustes fiscales resultantes. A continuación, se presenta una panorámica detallada de la estructura de la deuda pública, teniendo en cuenta también los costes fiscales y los riesgos futuros que se derivan de las garantías públicas otorgadas al sector financiero desde septiembre de 2008 y la asistencia financiera prestada a los países de la zona del euro en situación de crisis. Las percepciones respecto a la sostenibilidad fiscal y la consiguiente valoración de la deuda pública por parte de los mercados afectan directamente a la solvencia del sector financiero. Esta interconexión entre los balances del sector público y los del sector financiero representan un reto fiscal que se suma a los ya existentes, retos que se ven agravados por los pasivos implícitos del sector público asociados al sector hogares, especialmente en relación con el envejecimiento de la población.

A continuación, se examinan con más detalle las políticas de gasto público aplicadas desde el inicio de la UEM. En este análisis se identifica la incapacidad para adoptar políticas de gasto suficientemente prudentes en tiempos de bonanza económica como una de las principales causas de vulnerabilidad fiscal en los países de la zona del euro, que también podría haber estimulado los desequilibrios macroeconómicos. En particular, las simulaciones cuantitativas muestran que el crecimiento del gasto público ha sido, constantemente, mayor que el crecimiento potencial y a largo plazo del PIB en la mayoría de los países de la zona del euro, sobre todo en los que registran ahora desequilibrios especialmente grandes. Como consecuencia, se puede argumentar que la situación presupuestaria podría haber sido notablemente más resistente si los gobiernos hubieran adoptado políticas de gasto sensatas en los años que precedieron a la crisis. Estos resultados subrayan la necesidad de contar con un marco operativo manejable que vincule la supervisión presupuestaria con una regla de crecimiento del gasto como medio eficaz para promover la disciplina fiscal y evitar vulnerabilidades presupuestarias². Para mejorar la observancia de esos requisitos a nivel europeo, los gobiernos deberían

reorientar las correspondientes sendas de gasto mediante la adopción de normas fiscales nacionales eficaces.

En resumen, el análisis refuerza la opinión de que, a raíz de la crisis financiera y económica, se necesita una respuesta integral para restablecer la sostenibilidad de las finanzas públicas en la zona del euro. En primer lugar, habrá que corregir oportunamente los déficits excesivos de conformidad con las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, además, será necesario perseverar en las medidas de consolidación para alcanzar los objetivos presupuestarios a medio plazo, a fin de reducir la deuda pública hasta niveles más sostenibles. Para algunos países muy endeudados, esto podría significar mantener un superávit presupuestario significativo. En segundo lugar, hay que hacer frente a las vulnerabilidades del sector financiero, por ejemplo, mediante la reestructuración de los balances de las entidades de crédito. En tercer lugar, es preciso reformar los sistemas de pensiones y atención sanitaria para aliviar la carga fiscal que conlleva el envejecimiento de la población, y emprender otras reformas estructurales de amplio alcance, a fin de respaldar el crecimiento potencial y la creación de empleo. En cuarto lugar, es necesario mejorar la eficacia de las instituciones presupuestarias a nivel nacional. Por último, en Europa, especialmente en la zona del euro, se requiere un «salto cuantitativo» en materia de gobernanza económica para garantizar el funcionamiento fluido y la estabilidad de la UEM. En general, deben reforzarse la supervisión y las instituciones presupuestarias, tanto a nivel europeo como nacional, a fin de brindar incentivos más sólidos para promover la disciplina fiscal en el futuro³. En este contexto, unas estadísticas puntuales y fiables y un fortalecimiento del Sistema Estadístico Europeo son también de importancia crucial⁴.

2 La Comisión Europea ha presentado una propuesta en este mismo sentido en el contexto del actual proceso de fortalecimiento del marco de supervisión presupuestaria de la UE.

3 Véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

4 Véase el recuadro titulado, «Marco de gobernanza estadística», *Boletín Mensual*, BCE, marzo de 2011.

En la sección 2 del artículo se presenta, en primer lugar, el concepto de sostenibilidad fiscal y, a continuación, un análisis detallado del tamaño y la estructura de la deuda pública de la zona del euro. En la sección 3 se ofrece una panorámica de los principales retos para la sostenibilidad de las finanzas públicas, incluidos los relacionados con los pasivos fuera de balance. En la sección 4 se analiza la evolución del gasto en la zona del euro desde el inicio de la UEM comparándolo con la referencia de una regla de gasto neutra. Finalmente, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

2 CONCEPTO DE SOSTENIBILIDAD FISCAL

La sostenibilidad fiscal se define como la capacidad de un gobierno para atender el pago de su deuda a largo plazo. Por consiguiente, un gobierno con un determinado saldo de deuda viva tiene que obtener superávits⁵ primarios en el futuro, y estos han de ser suficientemente elevados para hacer frente a las obligaciones de pago (actuales y futuras) de su deuda⁶. En otras palabras, la sostenibilidad fiscal exige que el gobierno sea solvente, es decir, que pueda rembolsar su deuda en algún momento en el futuro (véase recuadro 1).

La acumulación de deuda bruta viene determinada por tres factores principales: i) el saldo primario público en cada período; ii) el efecto «dominó», que recoge el impacto conjunto de los pagos de in-

tereses sobre el saldo vivo de la deuda y de las tasas de crecimiento del PIB real y la inflación sobre la ratio de deuda (a través del denominador), y iii) el ajuste déficit-deuda⁷, que se refiere a las operaciones o a otros factores que afectan al saldo vivo de la deuda, pero no se registran como parte del saldo primario (por ejemplo, adquisiciones de acciones en empresas por parte del sector público, que se contabilizan como transacciones financieras).

Partiendo de esta desagregación, se presentan, en el cuadro 1, los principales factores determinantes de las variaciones de la ratio de deuda bruta con respecto al PIB de la zona del euro en los períodos 2003-2006 y 2007-2012. A partir de 2011, se prevé una moderación del acusado aumento de la ratio de deuda bruta registrado en el punto álgido de la crisis financiera y económica (es decir, en 2008-2010) como consecuencia de la mejora de las perspectivas de crecimiento, la reducción de los déficits primarios y el supuesto de que los ajustes entre déficit y deuda sean menores que en el pasado. Por otra parte, el gasto por intereses sobre la deuda viva sigue afectando a la acumulación de deuda pública bruta.

- 5 El saldo presupuestario primario se define como el saldo presupuestario total menos el gasto por intereses.
- 6 Una evaluación más precisa de la sostenibilidad fiscal se basaría en una medida de la deuda neta, ya que los gobiernos también podrían liquidar sus activos financieros para rembolsar la deuda. Véase también Giammarioli, N. et al., «Assessing fiscal soundness: theory and practice», *Occasional Paper Series*, n.º 56, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2007.
- 7 También llamado ajuste entre flujos y stocks.

Cuadro 1 Ratio de deuda pública con respecto al PIB de la zona del euro; variaciones y factores subyacentes

(porcentaje del PIB)							
	Promedio 2003-2006	2007	2008	2009	2010 proyecciones	2011 proyecciones	2012 proyecciones
Ratio de deuda bruta con respecto al PIB	69,3	66,1	69,8	79,2	84,2	86,7	88,0
Variación de la ratio de deuda	0,1	-2,3	3,6	9,4	5,1	2,4	1,3
<i>Contribución a la variación:</i>							
Saldo primario							
(-superávit/+déficit)	-0,6	-2,3	-1,0	3,4	3,5	1,6	0,7
Efecto dominó	0,4	-0,5	1,4	5,1	1,1	0,6	0,4
Gasto por intereses	3,0	2,9	3,0	2,8	2,9	3,0	3,2
Efecto crecimiento	-1,3	-1,9	-0,3	3,0	-1,4	-1,2	-1,5
Efecto inflación	-1,4	-1,6	-1,3	-0,7	-0,4	-1,2	-1,2
Ajuste entre déficit y deuda	0,3	0,5	3,2	0,9	0,5	0,2	0,1

Fuentes: SEBC, Previsiones económicas de otoño de 2010 de la Comisión Europea.

Nota: Las proyecciones de la Comisión Europea no incluyen el impacto de la activación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera en el contexto de la asistencia financiera prestada a Irlanda.

FACTORES DETERMINANTES DE LAS RATIOS DE DEUDA PÚBLICA CON RESPECTO AL PIB

El punto de partida para la evaluación de la sostenibilidad fiscal es la restricción presupuestaria del gobierno:

$$b_t = \frac{1+i_t}{1+g_t} b_{t-1} - pb_t + sf_t \quad (1)$$

siendo b_t la ratio de deuda con respecto al PIB en el momento t , b_{t-1} la ratio de deuda con respecto al PIB heredada del período anterior, i_t el tipo de interés (efectivo) nominal, g_t la tasa de crecimiento nominal del PIB, pb_t la ratio de saldo primario con respecto al PIB en el momento t (es decir, el saldo total, excluidos los pagos de intereses), y sf_t la ratio de ajuste entre déficit y deuda con respecto al PIB, que incluye las operaciones u otros factores que afectan al saldo vivo de la deuda, pero no al saldo primario (es decir, adquisiciones de participaciones de empresas por parte del sector público, que se registran como transacciones financieras).

La ecuación de acumulación dinámica de deuda se deriva de la ecuación (1) y se expresa como:

$$\Delta b_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1} - pb_t + sf_t \quad (2)$$

La ecuación (2) expresa la variación de la ratio de deuda pública con respecto al PIB en cada período como la suma del saldo primario corriente (pb_t), el efecto «dominó» (primer término del miembro derecho), que recoge el impacto conjunto de los pagos de intereses sobre el *stock* de deuda acumulado y del crecimiento del PIB real y la inflación sobre la ratio de deuda (a través del denominador), así como el ajuste entre déficit y deuda (sf_t).

Según la ecuación (2), para que la ratio de deuda se mantenga estable o se reduzca (es decir, $\Delta b_t \leq 0$), es necesario generar un superávit primario suficientemente elevado en cada período si el tipo de interés nominal de la deuda viva es más alto que la tasa de crecimiento nominal de la economía y el ajuste entre déficit y deuda es positivo.

En general, se considera que la política fiscal es sostenible si un gobierno que registra deuda viva puede generar, en el futuro, superávits primarios suficientemente grandes para hacer frente al coste (actual y futuro) del servicio de la deuda pública. Más formalmente, resolviendo hacia delante la ecuación (1), es posible obtener una condición de sostenibilidad que puede expresarse así¹:

$$b_0 \leq \sum_{t=1}^{\infty} \rho_t (pb_t) \quad (3)$$

Suponiendo que se cumpla la condición $\lim_{T \rightarrow \infty} \rho_T b_T \leq 0$ (es decir, en un horizonte infinito el saldo de la deuda viva tiende a cero o se constituye una posición acreedora positiva), b_0 es la ratio de deuda inicial con respecto al PIB y $\rho_t = (1+g_t)/(1+i_t)\rho_{t-1}$ es el factor de descuento, que depende de los valores futuros de la tasa de crecimiento del PIB y del tipo de interés.

1 Para simplificar, se supone que el ajuste entre déficit y deuda es igual a cero.

El carácter de perspectiva a largo plazo del análisis de la sostenibilidad de la deuda requiere una evaluación de las relaciones que existen entre políticas fiscales, evolución macroeconómica y riesgos del sector financiero. Por lo que respecta al saldo primario, ello se refiere a la voluntad y la capacidad de los gobiernos para poner en marcha planes de consolidación. En cuanto a los factores macroeconómicos, al proyectar tanto las tasas de crecimiento del PIB como las tasas de interés, es necesario tener en cuenta el impacto de las medidas de política fiscal: los cambios de orientación de la política fiscal afectan al crecimiento del producto y a la inflación⁸. Además, la evidencia empírica muestra que las elevadas ratios de deuda, por encima de cierto umbral, tienen un impacto negativo sobre el crecimiento económico⁹. Por lo que se refiere a los tipos de interés, con la crisis financiera y económica se ha observado un resurgir del papel que desempeñan las variables fiscales fundamentales como factores determinantes del rendimiento de los bonos soberanos. Como puede observarse en los gráficos 1 y 2, los países que han registrado incrementos

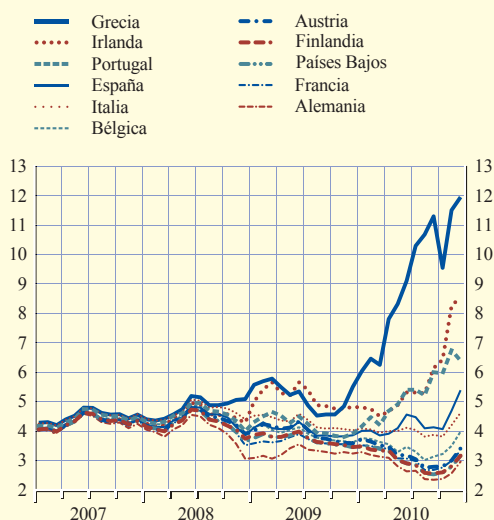
más grandes de los diferenciales con respecto a Alemania son los que registraron también un deterioro más acusado de su situación presupuestaria relativa. La aparición de diferencias significativas entre países durante la crisis también refleja la tendencia creciente de los participantes en los mercados a considerar los riesgos específicos de cada país a la hora de poner precio a los bonos soberanos. Si bien los acusados movimientos de los mercados durante la crisis también reflejan, en cierta medida, una incertidumbre extraordinariamente grande y el aumento de la aversión al riesgo, parece probable que, debido a la reactivación del mecanismo de mercado y su importante función de disciplina en el caso de los prestatarios soberanos, tanto las primas de riesgo como los diferenciales, se man-

8 Véase el artículo titulado «La eficacia de las políticas fiscales de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, julio de 2010.

9 Véase, por ejemplo, C. M. Reinhart y K. S. Rogoff, «Growth in a Time of Debt», *American Economic Review*, vol. 100, n.º 2, 2010, pp. 573-78, y C. Checherita y P. Rother, «The impact of high and growing government debt on economic growth: an empirical investigation for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1237, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2010.

Gráfico 1 Rendimiento de la deuda pública a diez años de algunos países de la zona del euro

(medias mensuales; porcentaje anual)

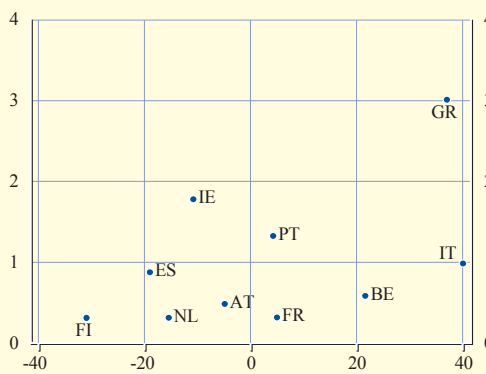


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Gráfico 2 Diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años y ratio esperada de deuda pública con respecto al PIB (diferencias en relación con Alemania)

(medias para 2008-2010; puntos porcentuales)

Eje de abscisas: promedio de deuda pública esperada (% del PIB) con respecto a Alemania
Eje de ordenadas: promedio de diferenciales de rendimiento de la deuda pública a diez años con respecto a Alemania



Fuentes: Comisión Europea, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: Para cada país, la ratio media de deuda pública esperada para 2008, 2009 y 2010 se calcula utilizando las proyecciones de la Comisión Europea disponibles en cada momento. Los datos sobre diferenciales de rendimiento corresponden a la media entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de diciembre de 2010.

tendrán en niveles elevados en comparación con el período anterior a la crisis.

Por último, las percepciones respecto a la sostenibilidad fiscal y la valoración resultante de la deuda pública por parte de los mercados tienen consecuencias directas para la solvencia del sector financiero. Dado que, en general, las entidades de crédito y las instituciones financieras nacionales mantienen en su poder grandes cantidades de deuda pública, los cambios de valoración resultantes de los cambios en la valoración de la sostenibilidad fiscal (incluida la de las agencias de calificación crediticia) pueden erosionar rápidamente la confianza de los mercados en la solvencia del sector financiero. Este efecto se multiplica si los participantes en el mercado perciben que el alcance del respaldo público a las instituciones financieras vulnerables desde el punto de vista sistémico es limitado. A su vez, la debilidad del sector financiero puede ejercer presión adicional sobre el balance del sector público, generando un círculo vicioso de deterioro de la confianza en la solvencia tanto del sector público como del sector financiero¹⁰.

Por el contrario, unas políticas de saneamiento ambiciosas y creíbles pueden reforzar la sostenibilidad fiscal a través de los mismos canales. Mejoran el saldo presupuestario primario y reducen la acumulación de deuda, lo que contribuye a respaldar el crecimiento del PIB a largo plazo, en particular, si se combina con reformas estructurales. Además, con la percepción de una reducción del riesgo soberano, descienden las primas de riesgo de los tipos de interés, lo que alivia las cargas financieras del sector público y del sector privado¹¹. Finalmente, la recuperación de los precios de la deuda pública refuerza el balance de los tenedores de bonos, entre los que destaca el sistema bancario nacional.

Este análisis supone que toda evaluación completa de la sostenibilidad fiscal requiere, idealmente, un enfoque integral en el que la dinámica de la deuda capte los efectos de retroalimentación entre las políticas fiscales, la macroeconomía y el sector financiero, y en el que se tengan en cuenta explícitamente los riesgos adicionales derivados de los pasivos contingentes, como los relacionados con las garan-

tías públicas o el respaldo financiero al sector bancario. No obstante, las herramientas analíticas disponibles se apoyan, en general, en un enfoque de equilibrio parcial, es decir, se utilizan supuestos exógenos para la tasa de crecimiento del PIB y el tipo de interés. Entre estas herramientas, las simulaciones a largo plazo se utilizan comúnmente para evaluar la sostenibilidad fiscal. Partiendo de la ecuación de acumulación dinámica de deuda, y basándose en supuestos específicos sobre la evolución de sus principales factores determinantes, se obtiene típicamente un perfil de la ratio de deuda durante un horizonte determinado (por ejemplo, los próximos 10 o 20 años)¹². La información obtenida a partir de las simulaciones de largo plazo suponiendo que no varíen las políticas fiscales, puede utilizarse para definir indicadores sintéticos de sostenibilidad, que ayuden a cuantificar la magnitud del ajuste necesario para lograr una ratio de deuda sostenible en algún momento en el futuro.

Además de la dimensión de solvencia analizada hasta aquí, la posición de liquidez representa otro aspecto importante de la sostenibilidad fiscal. Mientras que la solvencia suele evaluarse en un horizonte de medio a largo plazo, la liquidez es una medida de la capacidad del gobierno para obtener activos líquidos en la moneda exigida, a fin de hacer frente a sus obligaciones de financiación a corto plazo denominadas en esa moneda. Las dos dimensiones están estrechamente relacionadas. Los activos líquidos pueden obtenerse, principalmente, de tres maneras: i) registrando superávits presupuestarios (ingresos, especialmente impuestos, menos gasto); ii) tomando recursos en préstamo en el mercado de capitales, o iii) vendiendo activos públicos. Las necesidades de

10 Véase, *Financial Stability Review*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2010.

11 Véase, por ejemplo, P. Rother, L. Schuknecht y J. Stark, «The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters», *Occasional Paper Series*, n.º 121, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2010.

12 En la literatura se ha criticado el uso de simulaciones de largo plazo para evaluar la sostenibilidad de la política fiscal argumentando que las simulaciones de la deuda pública no surgen como implicaciones de un modelo económico, sino que se basan en la relación contable de equivalencia entre la deuda corriente y la suma de la deuda de períodos anteriores y los déficits corrientes. Por consiguiente, las simulaciones de la deuda resultantes no proporcionan un ancla creíble que pueda utilizarse para formular expectativas respecto a la política fiscal. Véase E. Leeper, «Monetary Science, Fiscal Alchemy», *NBER Working Paper Series*, n.º 16510, National Bureau of Economic Research, 2010.

liquidez del gobierno dependen de la estructura de vencimientos de la deuda viva (por ejemplo, cuanto más alto sea el porcentaje de deuda que vence dentro del año siguiente, mayores serán las necesidades de financiación a corto plazo) y de la magnitud de su déficit de efectivo. Además, otro factor que puede influir es un desajuste entre divisas entre los activos y los pasivos del Estado. Las consideraciones respecto a la liquidez no son independientes de la preocupación por sostenibilidad o la solvencia, ya que los inversores pueden mostrarse reacios a proporcionar financiación si estiman que la política fiscal de un país puede no ser sostenible. En particular, la inquietud de los inversores respecto a la sostenibilidad a largo plazo puede dar lugar a un incremento brusco de las primas de riesgo soberano y obstaculizar el acceso de un gobierno a los mercados de capitales.

3 RETOS PARA LA SOSTENIBILIDAD EN LA ZONA DEL EURO

DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Un punto de partida común para la evaluación de los riesgos que amenazan a la sostenibilidad es

examinar la ratio (explícita) de deuda bruta con respecto al PIB de un país, porque unas ratios de deuda elevadas y en aumento indican posibles problemas de sostenibilidad¹³. En el cuadro 2 se muestra la evolución de la ratio de deuda pública con respecto al PIB de los países de la zona del euro. A finales de 2009, las ratios de deuda pública de la mayoría de los países de la zona del euro y de la zona en su conjunto superaban el umbral del 60% establecido en el Tratado de la Unión Europea (con la excepción de Estonia, España, Chipre, Luxemburgo, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia). De cara al futuro, el panorama es más sombrío, dado que se prevé que la ratio de deuda de la zona del euro aumente desde el 79,2% del PIB registrado a finales de 2009, hasta el 88% en 2012. Las previsiones indican que España y Chipre también superarán el umbral del 60%. Además, el cuadro 2 indica que, en la mayoría de los países de la zona del euro, la

13 La deuda pública bruta se compone de pasivos, es decir, excluye cualquier activo en poder de las Administraciones Públicas que pueda utilizarse para liquidar deuda (en particular, los activos financieros a más corto plazo susceptibles de movilizarse rápidamente para amortizar pasivos del sector público). Si bien el importe medio de los activos financieros en poder de las Administraciones Públicas en la zona del euro ascendía a más del 30% del PIB en el período 2007-2009, el porcentaje que representan dichos activos con respecto al PIB difiere notablemente de un país a otro.

Cuadro 2 Deuda pública de los países de la zona del euro

(porcentaje del PIB)

	1999	2007	2009	2011* (previsión)	2012 (previsión)	Acumulación de deuda (1999-2007)	Acumulación de deuda (2008-2012)
Bélgica	113,7	84,2	96,2	100,5	102,1	-29,5	12,5
Alemania	60,9	64,9	73,4	75,9	75,2	4,0	9,0
Estonia	6,5	3,7	7,2	9,5	11,7	-2,8	7,1
Irlanda	48,5	25,0	65,5	107,0	114,3	-23,5	70,0
Grecia	94,0	105,0	126,8	150,2	156,0	11,0	45,7
España	62,3	36,1	53,2	69,7	73,0	-26,2	33,2
Francia	58,8	63,8	78,1	86,8	89,8	5,0	22,3
Italia	113,7	103,6	116,0	120,2	119,9	-10,1	13,6
Chipre	58,9	58,3	58,0	65,2	68,4	-0,6	20,1
Luxemburgo	6,4	6,7	14,5	19,6	20,9	0,2	7,3
Malta	57,1	61,7	68,6	70,8	70,9	4,5	7,7
Países Bajos	61,1	45,3	60,8	66,6	67,3	-15,8	9,1
Austria	67,2	59,3	67,5	72,0	73,3	-7,9	10,8
Portugal	49,6	62,7	76,1	88,8	92,4	13,2	27,1
Eslovenia	-	23,4	35,4	44,8	47,6	-	25,1
Eslovaquia	47,8	29,6	35,4	45,1	47,4	-18,3	19,6
Finlandia	45,7	35,2	43,8	51,1	53,0	-10,5	18,9
Zona del euro	71,9	66,1	79,2	86,7	88,0	-5,8	18,2

Fuentes: SEBC, Comisión Europea (*Eurostat News Release* 170/2010 de 15 de noviembre de 2010; Previsiones económicas de otoño de 2010)
* Las proyecciones de la Comisión Europea no incluyen el impacto de la activación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera en el contexto de la asistencia financiera prestada a Irlanda.

acumulación de deuda se ha producido, en gran medida, desde el inicio de la crisis, mientras que en el período comprendido entre 1999 y 2007, se logró una moderada reducción, tanto en el conjunto de la zona como en muchos de los países que la integran.

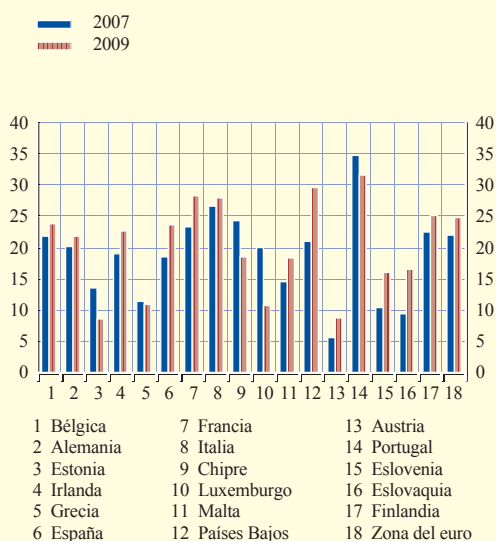
Como se menciona en la sección anterior, la estructura de vencimientos de la deuda viva de las Administraciones Públicas también constituye un factor importante que hay que considerar al evaluar los riesgos fiscales a corto plazo. De hecho, cuando los porcentajes de deuda pública viva a corto plazo son más elevados, pueden plantearse riesgos de refinanciación, ya que, ceteris paribus, el gobierno tendrá que renovar un mayor volumen de deuda que venza en el corto plazo. Por consiguiente, el interés pagado por la deuda sería más sensible a las variaciones de los tipos de interés de mercado corrientes y las condiciones de refinanciación se verían afectadas en mayor medida por el deterioro de la liquidez de los mercados de deuda soberana.

El porcentaje de deuda pública con vencimiento en un plazo de un año¹⁴ aumentó desde el 22% en 2007 hasta casi el 25% a finales de 2009 en la zona del euro [véase gráfico 3(a)]. Examinando concretamente los saldos vivos de los valores distintos de acciones de la zona del euro, los datos mensuales [véase gráfico 3(b)] confirman el aumento sostenido de la proporción de valores que vencen en el plazo de un año (alrededor del 16% del PIB a finales de diciembre de 2010 en comparación con el 10% del PIB en diciembre de 2007). Sin embargo, el vencimiento residual medio de la deuda pública viva de la zona del euro es más bien estable, habiéndose reducido ligeramente desde alrededor de 6,7 hasta 6,4 años durante el período comprendido entre diciembre de 2007 y diciembre de 2010. Suponiendo contratos de deuda a tipo de interés fijo¹⁵, ello significa que se tardan, en promedio, 6,4 años para que el

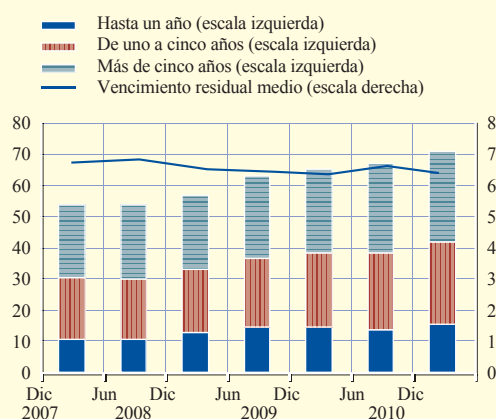
- 14 El vencimiento residual es el plazo que media entre la fecha de referencia y la fecha de amortización contractual de un instrumento. El vencimiento residual hasta un año incluye los valores a corto plazo, los préstamos a corto plazo y el efectivo y depósitos.
15 Obsérvese que solo alrededor del 6% de la deuda pública de la zona del euro era deuda a tipo de interés variable en 2009.

Gráfico 3 Deuda pública por vencimiento residual

a) Proporción con vencimiento residual hasta un año*
(porcentaje de la deuda pública total)



b) Saldo vivo de deuda pública de la zona del euro y vencimiento residual
(porcentaje del PIB; años)



Fuentes: BCE, datos anuales consolidados para el gráfico 3 (a) y cálculos del BCE, datos mensuales no consolidados para el gráfico 3 (b).
* Se refiere a todos los instrumentos de deuda pública según el criterio de Maastricht con vencimiento residual igual o inferior a un año. Se incluyen las monedas, los depósitos transferibles y otros depósitos por ser de disponibilidad inmediata.

tipo de interés afecte plenamente a los pagos de intereses de la deuda pública existente en la zona del euro, ya que, por término medio, los gobiernos necesitan renovar cada año una fracción de aproximadamente un sexto (1/6,4, alrededor del 16%) de su deuda viva. Así pues, los riesgos a corto plazo están bastante contenidos en el conjunto de la zona del euro, aunque la situación varía según los países, con vencimientos residuales que oscilan, en promedio, desde 3,4 años en Chipre y 4,9 años en Alemania hasta unos 7,4 años en Austria, Grecia e Italia.

Los países también pueden tornarse más vulnerables cuando un porcentaje significativo de la deuda pública está en poder de no residentes en el país en cuestión. Estos pueden ser más sensibles a la evolución negativa de la economía porque, en general, reciben la información más tarde o porque su información es menos precisa que en el caso de los residentes. Por lo que respecta a la desagregación geográfica, en la zona del euro algo más de la mitad (el 53,5%) de la deuda pública está en poder de no residentes¹⁶ en el país emisor. La cifra actual confirma una tendencia creciente desde 1999, cuando ese porcentaje era de

solo un 32,6%, y es el resultado de una mayor integración de los mercados financieros en la UE. No obstante, en la zona del euro se observan diferencias significativas, ya que la deuda pública sigue estando, básicamente, en poder de residentes en varios países, sobre todo en Malta y Luxemburgo. Por el contrario, los no residentes son los principales inversores en deuda pública en Irlanda, Grecia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia (véase gráfico 4). Por último, el hecho de que en la zona del euro la deuda pública esté denominada principalmente en euros (98,5% de la deuda total a finales de 2009) limita su exposición a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

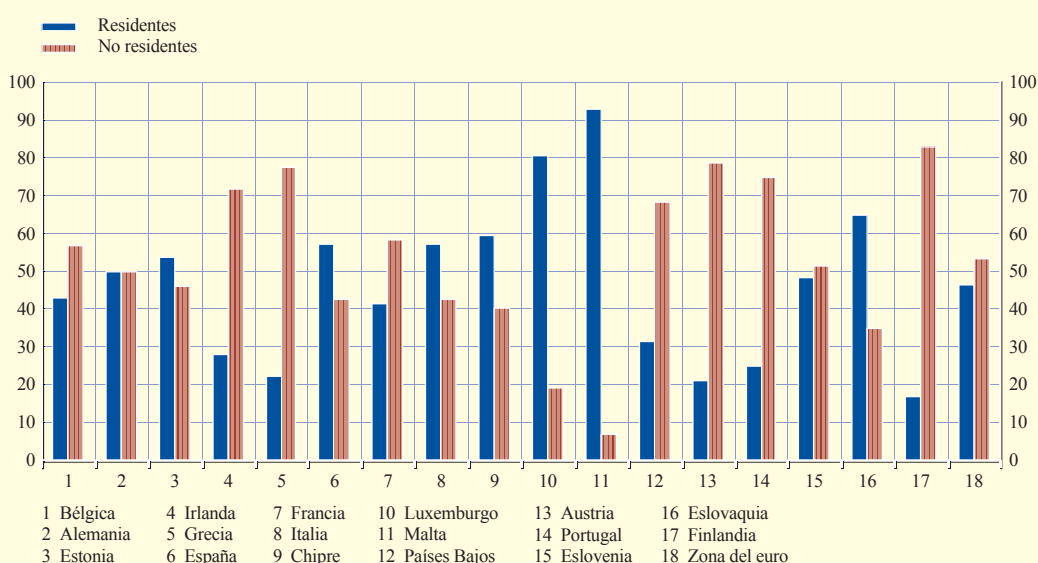
PASIVOS CONTINGENTES

La subsección anterior presenta un análisis de la deuda pública explícita registrada en las cuentas de las Administraciones Públicas. No obstante, para analizar la sostenibilidad fiscal también es

16 Los tenedores no residentes pueden ser tenedores de deuda pública en cualquier lugar distinto al país de referencia, es decir, en el resto del mundo. En la práctica, la mayor parte de la deuda en poder de no residentes corresponde a tenedores de la zona del euro.

Gráfico 4 Deuda pública en los países de la zona del euro por tenedores, 2009

(porcentaje del total)



Fuente: SEBC.

esencial tener en cuenta los posibles pasivos del sector público, cuya materialización depende de acontecimientos futuros. Desde el punto de vista cuantitativo, la partida más importante de esos pasivos contingentes es la que representan las medidas de apoyo del gobierno al sector financiero.

En los tres últimos años, los gobiernos han adoptado varias medidas para fortalecer el sistema financiero y reducir los riesgos sistémicos surgidos en el sector financiero en el contexto de la crisis financiera global. Los costes directos se registran en deuda pública (por ejemplo, inyecciones de capital a los bancos para las que el gobierno ha tenido que endeudarse en el mercado) y su recuperación dependerá del valor futuro de los activos bancarios adquiridos. Además, los gobiernos se enfrentan a importantes riesgos fiscales que dependen de las condiciones asociadas a las distintas garantías y a otras partidas fuera de balance¹⁷. Aunque la información precisa sobre la magnitud de las posiciones fuera de balance es más bien limitada y fragmentaria, es posible evaluar una parte importante de los riesgos asociados estimando los pasivos contingentes derivados de intervenciones del gobierno desde

2008 en el contexto de la crisis financiera. Estos pasivos contingentes típicamente adoptan la forma de avales para garantizar los préstamos interbancarios y la deuda emitida por sociedades instrumentales. Los riesgos fiscales derivados de los pasivos fuera de balance comprometidos dependen de la probabilidad de que se ejecuten las garantías y, por lo tanto, se registren explícitamente en el déficit público y/o la deuda pública. Esta probabilidad guarda relación con el riesgo de impago de las instituciones financieras cuyos activos o pasivos fueron garantizados.

Como se ilustra en el cuadro 3, durante el período 2008-2010, la deuda pública de la zona del euro

17 Véase, en Giammarioli et ál., loc. cit., una clasificación de los pasivos de las Administraciones Públicas en función del grado de certidumbre (contingentes frente a no contingentes) y de que tengan o no base jurídica (pasivos explícitos frente a pasivos implícitos). Los pasivos contingentes se producen cuando la existencia de obligaciones del gobierno depende de un hecho concreto, como los avales públicos para garantizar pasivos bancarios en el caso en que el deudor (una entidad de crédito) no pueda hacer frente a sus pasivos. Los pasivos implícitos se producen cuando las obligaciones del gobierno carecen de base jurídica y surgen como consecuencia de las expectativas creadas por las políticas y las prácticas del pasado o por presiones de grupos de intereses, por ejemplo, en el caso de los futuros derechos de jubilación devengados.

Cuadro 3 Operaciones de estabilización del sector financiero acumuladas y su impacto sobre la deuda pública y los pasivos contingentes (2008-2010)

(porcentaje del PIB)

	Medidas con impacto sobre la deuda pública				Medidas con impacto sobre los pasivos contingentes	
	Inyecciones de capital	Otras medidas	Impacto total sobre la deuda pública	Amortizaciones	Pasivos contingentes totales	Tope
Bélgica	5,7	0,1	5,8	2,0	15,9	27,8
Alemania	2,0	10,7	12,7	0,0	8,1	17,7
Estonia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Irlanda	10,0	13,5	23,5	0,0	97,6	97,6
Grecia	1,6	0,6	2,3	0,0	16,3	27,2
España	0,1	2,0	2,1	0,0	5,3	19,0
Francia	0,2	0,0	0,2	0,4	5,1	24,4
Italia	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Chipre	0,0	0,0	0,0	0,0	17,2	17,2
Luxemburgo	6,2	0,0	6,2	0,2	0,0	0,0
Malta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Países Bajos	7,2	2,4	9,6	8,9	6,7	34,1
Austria	2,2	0,1	2,2	0,0	8,2	18,3
Portugal	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	11,7
Eslovenia	0,0	4,0	4,0	0,0	6,1	33,5
Eslovaquia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finlandia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zona del euro	1,6	3,6	5,2	0,7	7,4	19,1

Fuente: SEBC.

Notas: Fecha límite: finales de febrero de 2011. No se incluyen los pasivos contingentes sobre los depósitos de la banca minorista.

aumentó más del 5% del PIB como consecuencia directa de las intervenciones del gobierno en el sector financiero, mientras que los pasivos contingentes comprometidos representan alrededor del 7,4% del PIB. Las garantías otorgadas por los gobiernos de la zona del euro representan, de facto, menos de la mitad de los topes implícitos fijados por los gobiernos que, en el caso de la zona del euro en su conjunto, alcanzan el 19,1% del PIB¹⁸. El ejemplo más notorio es el del sector bancario de Irlanda, cuyos pasivos contingentes ascendían todavía a casi el 98% del PIB en 2010. El riesgo fiscal asociado se ha materializado en los últimos años, sobre todo en 2010, cuando la asistencia financiera prestada al sector bancario, junto con otras medidas, ascendió al 23,5% del PIB.

Además, desde mayo de 2010, se han registrado pasivos contingentes adicionales derivados de los programas de asistencia financiera¹⁹ bilaterales y multilaterales para los países de la zona del euro en dificultades, que están sujetos a una fuerte condicionalidad en materia de políticas. El posible impacto de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) sobre la deuda pública (y el déficit) en los países de la zona del euro es sustancial, ya que las garantías para la emisión, por parte de la EFSF de hasta un total de 440 mm de euros (alrededor del 4,8% del PIB en el conjunto de la zona del euro) se han aportado con un criterio de proporcionalidad para un período de tres años (2010-2013)²⁰. Cuando expire la EFSF, a mediados de 2013, entrará en funcionamiento el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, en sus siglas en inglés) como mecanismo permanente de resolución de crisis.

En los casos de Irlanda y Grecia, las medidas de apoyo ya están teniendo un impacto explícito en la deuda pública (y también en los activos) de los países contribuyentes de la zona del euro. Los préstamos bilaterales concedidos a Grecia en el marco del programa de asistencia patrocinado conjuntamente por la UE y el FMI tendrán un impacto sobre la deuda pública (y los activos) de alrededor del 0,9% del PIB durante el período comprendido entre 2010 y 2013. Con la activación de la EFSF en el contexto de la asistencia financiera prestada a Irlanda, una pequeña parte de este pasivo contingen-

te ya está convirtiendo en deuda explícita (alrededor del 0,2% del PIB de cada país contribuyente de la zona del euro)²¹.

PASIVOS IMPLÍCITOS

La población de la zona del euro está envejeciendo, principalmente como consecuencia del aumento de la longevidad y de las bajas tasas de natalidad. Las autoridades económicas son cada vez más conscientes de que los costes derivados del envejecimiento de la población constituyen un reto de primera categoría para la sostenibilidad fiscal. Se prevé que el impacto de dicho envejecimiento sobre las finanzas públicas será sustancial en la mayoría de los países de la zona del euro y que sus efectos comenzarán a dejarse sentir en fechas tan tempranas como el final de la presente década.

Los costes futuros del envejecimiento de la población pueden medirse utilizando el valor actual neto del aumento del saldo primario que será necesario, ceteris paribus, para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Se prevé un incremento del gasto público total relacionado con el envejecimiento y que las pensiones, la atención sanitaria y los

18 En algunos países, la diferencia entre los importes realizados y los teóricos se debe a la renuencia de las entidades de crédito a aceptar el importe total de las garantías.

19 Véase el recuadro titulado «Evolución reciente de los mecanismos de estabilidad financiera de la UE», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2010.

20 Además, a nivel de la UE se ha creado también un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (EFSM, en sus siglas en inglés). Se trata de un mecanismo de asistencia de la UE que proporciona crédito a los Estados miembros que experimenten dificultades creadas por circunstancias que sobrepasen su control (basado en el apartado 2) del Artículo 122 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea). La concesión de crédito está sujeta a una estricta condicionalidad en materia de políticas. En el marco del EFSM, la Comisión Europea toma prestados en el mercado, por cuenta de la UE, fondos hasta un máximo de 60 mm de euros, garantizados conforme al presupuesto de la UE. El FMI puede contribuir aportando hasta un máximo de 30 mm de euros.

21 De conformidad con la Decisión 13/2011 de Eurostat, de 27 de enero de 2011, los recursos obtenidos en el marco de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (EFSF, en sus siglas en inglés) —en la medida en que se trasladen como préstamos a países con dificultades— han de registrarse como deuda pública bruta de los países miembros de la zona del euro que participan en una operación de respaldo financiero, en proporción a su participación en la garantía otorgada. Paralelamente, los préstamos concedidos por la EFSF se consideran préstamos otorgados directamente por esos países de la zona del euro y, por lo tanto, también incrementan sus activos financieros. Los flujos de ingresos netos (como los intereses y las comisiones de servicios) afectarán también al saldo público de esos países.

cuidados de larga duración serán los principales factores determinantes de esta evolución²². Las proyecciones de la Comisión Europea y del Comité de Política Económica de la UE indican que, de no tomarse medidas correctivas, el envejecimiento de la población dará lugar a un aumento del gasto público de 5,2 puntos porcentuales en el período comprendido entre 2010 y 2060 (del cual, un 2,8% corresponderá a las pensiones, un 1,4% a la atención sanitaria y un 1,4% a los cuidados de larga duración)²³. No obstante, la variación entre unos países y otros es muy grande (véase cuadro 4), dependiendo de las diferencias en el ritmo y el momento del envejecimiento, las características específicas de los sistemas de pensiones nacionales y la posición relativa de cada país en el proceso de reforma de las pensiones. Además, el gasto público relacionado con el envejecimiento, como porcentaje del PIB, podría aumentar aún más en el futuro en función de la intensidad con que la reciente crisis financiera y económica afecte a la situación de las finanzas públicas y a las perspectivas económicas en las próximas décadas²⁴.

Cuadro 4 Gasto público relacionado con el envejecimiento, 2007-2060

(porcentaje del PIB)

	Variaciones totales 2007-2060		Variaciones totales 2007-2060
Bélgica	6,9	Luxemburgo	18,0
Alemania	4,8	Malta	10,2
Estonia	0,4	Países Bajos	9,4
Irlanda	8,9	Austria	3,1
Grecia	15,9	Portugal	3,4
España	9,0	Eslovenia	12,8
Francia	2,7	Eslovaquia	5,2
Italia	1,6	Finlandia	6,3
Chipre	10,8	Zona del euro	5,2

Fuentes: Comisión Europea y Comité de Política Económica, Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico.

Nota: En algunos países (por ejemplo, Grecia, España y Países Bajos) se han adoptado recientemente reformas de las pensiones que no se reflejan en el cuadro.

IMPLICACIONES PARA LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

Todos los factores descritos anteriormente se suman a los retos que, en las próximas décadas, se les plantearán a los responsables de la política económica. Para cuantificar grosso modo las repercusiones sobre la sostenibilidad fiscal, en el gráfico 5 se presentan tres escenarios convencionales de la trayectoria de la ratio de deuda pública con respecto al PIB de la

zona del euro hasta 2031. Los escenarios difieren con respecto a la orientación de la política fiscal que, se supone, adoptarán los gobiernos, excluido el incremento esperado del coste del envejecimiento. En el escenario «de referencia» (línea azul continua), se supone que el saldo primario se mantiene constante (en consonancia con la previsión de la Comisión Europea para 2011) durante el período comprendido entre 2011 y 2031. En el escenario «con ajuste de 0,5 puntos porcentuales» (línea verde discontinua), se supone que, a partir de 2012, el saldo primario mejora anualmente en 0,5 puntos porcentuales del PIB hasta que se equilibra el presupuesto del Estado y que se mantiene en ese nivel a partir de entonces. En el escenario «con ajuste de 1 punto porcentual» (línea roja de puntos), se supone que el saldo primario mejora anualmente en un punto porcentual del PIB hasta que se equilibra el presupuesto del Estado y que también se mantiene en ese nivel a partir de entonces. A continuación, se añade el incremento esperado del coste del envejecimiento (véase cuadro 4) a cada una de estas trayectorias del saldo presupuestario primario, lo que arroja un deterioro (uniforme) del presupuesto en todos los escenarios²⁵.

22 El cálculo del valor actual neto de las obligaciones de pago de pensiones, tal como se mide en las cuentas nacionales, arroja un resultado de alrededor del 330% del PIB para la zona del euro (a finales de 2007). Esta cifra indica que, si se tuvieran en cuenta todos los pasivos implícitos relacionados con las pensiones, las obligaciones públicas de la zona del euro equivaldrían a más del cuádruple de la deuda pública explícita actual. De esta cantidad, los planes de pensiones gestionados por las Administraciones Públicas, basados en las prestaciones definidas, representan alrededor del 50% del PIB, mientras que los sistemas de pensiones de la seguridad social representan alrededor del 280% del PIB. Véase *Boletín Mensual*, BCE, enero de 2010, y R. Mink, M. Rodríguez-Vives, E. Barredoy J. Verrinder, «Reflecting Pensions in National Accounts – Work of the Eurostat/ECB Task Force», documento preparado para la 30.ª Conferencia General de la Asociación Internacional de Investigación sobre la Renta y la Riqueza (IARIW, en sus siglas en inglés), Eslovenia, 2008.

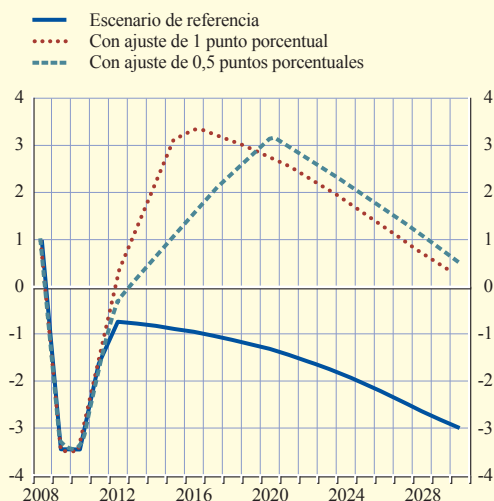
23 Véase Comisión Europea y Comité de Política Económica, «The 2009 Ageing Report: economic and budgetary projections for the EU-27 Member States (2008-2060)», *European Economy*, n.º 2, Bruselas, 2009.

24 Véase el recuadro titulado «Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico: Proyecciones actualizadas sobre el gasto público relacionado con el envejecimiento de la población», *Boletín Mensual*, BCE, junio de 2009.

25 Véanse Comisión Europea y Comité de Política Económica, loc. cit. Obsérvese que, dada la considerable caída del PIB en el contexto de la crisis financiera y económica, los costes del envejecimiento en relación con el PIB podrían ser mayores de lo previsto cuando se elaboró el Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico. Al mismo tiempo, algunos países también han puesto en marcha reformas del sistema de pensiones que podrían aliviar las presiones sobre el gasto proyectadas en relación con el envejecimiento.

Gráfico 5 Saldo primario de la zona del euro

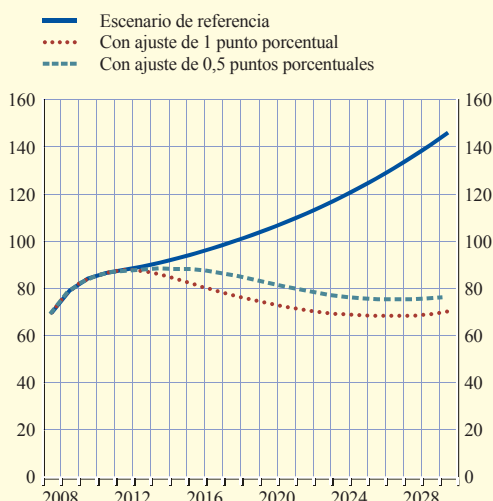
(porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y Comité de Política Económica, Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico y simulaciones del BCE. Nota: El saldo primario incluye el incremento proyectado de los costes asociados al envejecimiento (véase cuadro 4).

Gráfico 6 Deuda pública de la zona del euro

(porcentaje del PIB)



Fuentes: Comisión Europea y Comité de Política Económica, Informe 2009 sobre el envejecimiento demográfico y simulaciones del BCE.

Además, se supone que el crecimiento potencial del PIB real de la zona del euro será del 1,2%, en promedio, durante el período que abarca la simulación, prácticamente en la línea de las últimas proyecciones a largo plazo de la Comisión Europea²⁶. La tasa de inflación interanual se fija de acuerdo con el objetivo del BCE de que sea inferior pero cercana al 2% durante todo el período de la simulación. Asimismo, se supone que el tipo de interés efectivo medio al que se remunera la deuda pública aumenta gradualmente desde alrededor del 3,5% en 2010 hasta casi un 5% en 2030. El análisis está sujeto a varias matizaciones, especialmente en relación con la notable incertidumbre que rodea a los supuestos en cuanto a las tasas de crecimiento y los tipos de interés y con la posibilidad de que, de hecho, se necesite proporcionar asistencia financiera adicional al sector financiero si se ejecutasen las garantías aportadas por los gobiernos. Por otra parte, no se tienen en cuenta las variaciones de los activos financieros.

En el gráfico 6 se observa que la trayectoria de la deuda es claramente insostenible en el escenario de referencia, en el que se registra un au-

mento continuo de la ratio de deuda con respecto al PIB. En el escenario menos ambicioso de saneamiento de las finanzas públicas, con un ajuste anual de 0,5 puntos porcentuales del PIB, se registraría un aumento sostenido de la ratio de deuda pública hasta 2014 y solo una reducción gradual a partir de entonces. La trayectoria de la deuda no retornaría a una firme senda descendente. Concretamente, el aumento de los pagos de intereses y el coste adicional que supondría para el presupuesto el envejecimiento demográfico, cuyo impacto se intensificaría hacia el final del período que abarca la simulación, daría lugar a un aplanamiento de la trayectoria. Este perfil se mantendría incluso en el escenario de consolidación más ambicioso que contempla un ajuste equivalente al 1% del PIB, aunque en un nivel algo más bajo, pero todavía por encima del valor de referencia del 60% del PIB establecido para la deuda pública.

26 Véase Comisión Europea, previsiones económicas de otoño de 2010, *European Economy*, n.º 7, Bruselas, 2010, pp. 48-60.

4 REGLAS DE GASTO PÚBLICO EFICACES PARA SALVAGUARDAR LA SOSTENIBILIDAD FISCAL

Las reglas presupuestarias del Tratado y del Pacto de Estabilidad y Crecimiento²⁷ se han adoptado para garantizar la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas de la UEM. Sin embargo, incluso antes de la crisis, el historial en materia de observancia de esas reglas solo puede describirse como desigual²⁸. La considerable relajación presupuestaria en el contexto de la crisis financiera y económica ha conducido ahora a una situación en la que la mayoría de los países miembros de la zona del euro están sujetos a un procedimiento de déficit excesivo como consecuencia de los ratios de déficit que registran, que, en muchos casos, sobrepasan ampliamente el valor de referencia del 3%. En el análisis anterior se ha subrayado el hecho de que la sostenibilidad de la deuda se encuentra en grave riesgo en muchos países. Por consiguiente, también es necesario tomar medidas urgentes a fin de reforzar las reglas presupuestarias y mejorar los incentivos para mantener la solidez de las finanzas públicas en el futuro. En este contexto, es importante identificar los factores determinantes de la evolución insostenible en el pasado.

Examinando atentamente la evolución presupuestaria durante el período de vigencia de la UEM, se observa que tanto la falta de progreso en el saneamiento de las finanzas públicas en épocas de bonanza económica, como el grave deterioro fiscal ocurrido durante la crisis han estado determinados, en gran medida, por la desfavorable evolución del gasto primario en los países de la zona del euro. De hecho, alrededor de tres cuartas partes del deterioro de la ratio de déficit público de la zona del euro entre 1999 y 2010, período en el que pasó del 1,4% al 6,3% del PIB, puede atribuirse al incremento de la ratio de gasto primario (del 44% al 48%) durante ese período. Antes de la crisis, la evolución del gasto en algunos países estuvo determinada por los grandes ingresos extraordinarios relacionados con el auge de los mercados de activos y de la vivienda, que se gastaron en lugar de utilizarse para mejorar la situación de las finanzas públicas y tratar de alcanzar los objetivos presupuestarios a medio plazo. Durante la crisis, el

fuerte crecimiento sostenido del gasto en un contexto de acusada contracción de la actividad económica dio lugar a pronunciados aumentos de los ratios de gasto público.

Todo ello sugiere que las políticas de gasto fueron excesivamente expansivas, una opinión que corrobora la evidencia empírica disponible para la zona del euro. En particular, la evidencia apunta a una orientación procíclica de las políticas fiscales en tiempos de bonanza económica, que estuvo determinada, principalmente, por la evolución del gasto²⁹, como lo confirma un análisis reciente en el que se compara dicha evolución con unas políticas de gasto «neutrales» como indicador de referencia³⁰. Estas últimas se definen como un gasto público en consonancia con el potencial de crecimiento económico. Concretamente, se construyen reglas de gasto basándose en el supuesto de que los gobiernos limitan el crecimiento del gasto al nivel del crecimiento potencial nominal. Las trayectorias de gasto basadas en estas reglas se obtienen a partir de i) datos en tiempo real (que reflejan la información de que disponen los responsables de la política económica en el momento de elaborar el presupuesto) y ii) de datos disponibles a posteriori (que resultan más relevantes para evaluar la sostenibilidad fiscal desde una perspectiva de medio a largo plazo porque los datos en tiempo real se revisan frecuentemente)³¹.

27 El Tratado de la Unión Europea establece que los Estados miembros deberán evitar los déficits excesivos, que se definen en relación con los valores de referencia fijados en el 3% del PIB para el déficit público y en el 60% del PIB para la deuda pública. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento constituye una aclaración operativa de las reglas presupuestarias del Tratado, por las que se exige a los Estados miembros que traten de alcanzar objetivos presupuestarios sólidos a medio plazo y establecen procedimientos para la supervisión y la coordinación de las políticas fiscales.

28 Véase el artículo titulado «Diez años del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2008.

29 Véase A. Turrini, «Fiscal policy and the cycle in the euro area: The role of government revenue and expenditure», *European Economy – Economic Papers Series*, n.º 323, Comisión Europea, 2008.

30 Para más información sobre el análisis, véase S. Hauptmeier, A. J. Sanchez Fuentes y L. Schuknecht, «Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 1266, BCE, Fráncfort del Meno, noviembre de 2010.

31 Véase una cuantificación alternativa de los posibles beneficios de la supervisión fiscal basada en reglas de gasto en el anexo de M. Larch, P. van den Noord y L. Jonung, «The Stability and Growth Pact: lessons from the great recession», *European Economy – Economic Papers Series*, n.º 429, Comisión Europea, 2010.

Los principales resultados del análisis de la evolución del gasto público primario en los 11 primeros años de la UEM se sintetizan en el cuadro 5, que muestra las desviaciones del gasto efectivo respecto del basado en las reglas. Las cifras positivas ilustran el grado de expansión de las políticas de gasto en puntos porcentuales del PIB acumulados en los periodos que van desde 1999 hasta 2007 y 2009, respectivamente, comparados con una orientación «neutral» del gasto. Las cifras negativas indican el grado de restrictividad de las políticas.

Al examinar las políticas de gasto comparándolas con una regla basada en los datos en tiempo real, los resultados sugieren que la evolución del gasto primario en el conjunto de la zona del euro fue un tanto restrictiva entre 1999 y 2007. Si se tienen también en cuenta los años de la crisis 2008 y 2009, la ratio de gasto fue solo 0,3 puntos porcentuales del PIB más alta de lo que podría haber sido aplicando políticas neutrales basadas en las reglas. No obstante, estos resultados están determinados en gran medida por la situación de Alemania que, junto con Austria y Finlandia, aplicaron en prome-

dio políticas restrictivas. Por el contrario, la orientación del gasto fue, en promedio, muy expansiva en los cuatro países que se han caracterizado por registrar desequilibrios macroeconómicos especialmente pronunciados desde el inicio de la UEM, a saber, Irlanda, Grecia, España y Portugal. En este caso, las ratios de gasto habrían sido entre 3,3 y 6,6 puntos porcentuales más bajas con una política de gasto neutral. También cabe señalar que más de la mitad de la desviación con respecto a la política de gasto neutral ya se había acumulado en 2007.

Sin embargo, los resultados en el caso de las reglas de tiempo real son mucho más favorables que los que se basan en reglas a posteriori. Ello es así porque todos los países experimentaron revisiones anuales y acumulativas a la baja del crecimiento tendencial nominal, que se situó, en promedio, en torno al 4% para el conjunto de la zona del euro en el período 1999-2009. Sobre la base de los datos conocidos a posteriori sobre crecimiento potencial del PIB, las políticas de gasto neutrales se habrían traducido en ratios de gasto primario de

Cuadro 5 Evolución del gasto primario en la zona del euro y en algunos de los países que la integran

(porcentaje del PIB)

	Desviaciones del gasto observado respecto al gasto basado en las reglas ¹⁾			
	En tiempo real		A posteriori	
	1999-2007	1999-2009	1999-2007	1999-2009
Zona del euro ²⁾	-0,5	0,3	0,1	1,9
Países más grandes				
Alemania	-4,0	-3,5	-2,1	-0,9
Francia	0,8	1,4	0,8	1,8
Italia	1,6	2,0	2,5	3,6
Países con desequilibrios				
España	3,6	5,9	1,7	5,2
Grecia	5,3	6,6	5,0	8,0
Irlanda	2,5	4,2	3,9	9,5
Portugal	1,7	3,3	2,0	5,0
Otros países de la zona del euro (12)				
Austria	-1,6	-1,4	-2,7	-2,0
Bélgica	1,8	3,6	1,5	4,3
Finlandia	-1,1	-0,7	-0,7	1,8
Luxemburgo	0,3	1,7	-0,7	1,2
Países Bajos	1,9	3,7	1,5	4,2

Fuente: *Working Paper* n.º 1266, BCE.

Notas: Las reglas de tiempo real se basan en los datos disponibles en el momento de la elaboración del presupuesto, mientras que las reglas a posteriori se basan en los datos disponibles más recientes. Las cifras se basan en la metodología desarrollada en este trabajo.

1) Las cifras positivas indican que la política de gasto fue expansiva y, por lo tanto, dio lugar a una ratio de gasto más alta que la que se habría registrado con una política de gasto neutra.

2) Las cifras de la zona del euro se refieren a los 12 países mencionados en el cuadro.

alrededor de 2 puntos porcentuales del PIB más bajas para el agregado de la zona del euro. En cuanto a los países con desequilibrios macroeconómicos, las ratios de gasto público se habrían situado, en 2009, entre 5 y 10 puntos porcentuales del PIB por debajo de las efectivamente registradas.

Estos resultados contienen importantes enseñanzas para el diseño de las instituciones fiscales, especialmente de las reglas sobre política de gasto, en la zona del euro. La aplicación de políticas de gasto neutrales, basadas en reglas de tiempo real se habría traducido en una mayor solidez de las finanzas públicas. No obstante, dado que el crecimiento tendencial en la mayoría de los países de la zona del euro se revisó a la baja significativa y consistentemente, estas reglas no habrían sido suficientemente restrictivas desde una perspectiva a posteriori. Si esta pauta de revisiones continúa, en general, en el futuro, sería necesario ajustar las reglas sobre gasto basadas en datos en tiempo real para incluir un margen adicional de prudencia. Desde el punto de vista operativo, la experiencia de las revisiones a la baja del crecimiento de casi medio punto porcentual del PIB cada año en la zona del euro sugiere un ajuste a la baja del gasto de magnitud similar. Una regla coherente con estas consideraciones sería una regla de crecimiento del gasto basada en el cre-

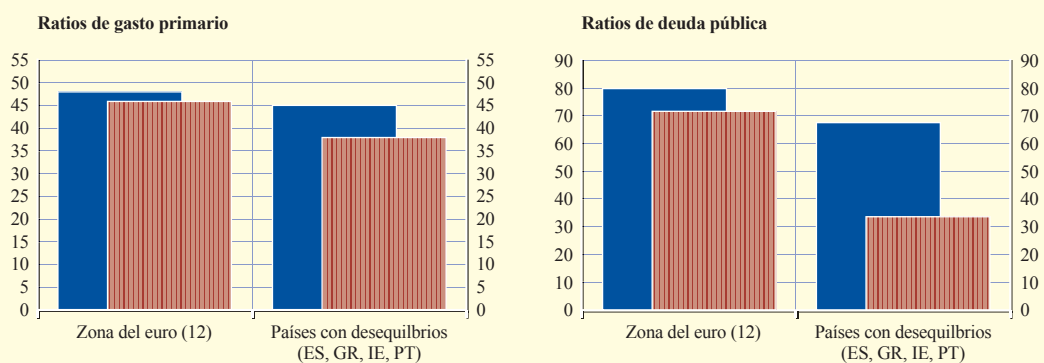
cimiento potencial nominal en tiempo real, ajustado por un margen de prudencia de 0,5 puntos porcentuales (en adelante CPN-0,5 puntos porcentuales). Naturalmente, estas recomendaciones se aplican solo a la dinámica del gasto y no al nivel general de gasto. Concretamente, en los países en los que el gasto público ya supera los niveles sostenibles, habría que adoptar reglas más ambiciosas con respecto al crecimiento planificado del gasto.

El panel izquierdo del gráfico 7 muestra lo que habría supuesto seguir una regla prudente de gasto como esa para el gasto público primario en los 11 primeros años de la UEM. Las ratios de gasto público de la zona del euro se habrían situado en 2009 (barra marrón) en torno a 2 puntos porcentuales del PIB por debajo de la cifra efectivamente registrada del 48% del PIB (barra azul). Y lo que es más importante, en los cuatro países que registran desequilibrios macroeconómicos, la aplicación de la regla de crecimiento potencial nominal en tiempo real, ajustada por un margen de prudencia, se habría traducido, en promedio, en un gasto primario de alrededor de 7 puntos porcentuales del PIB más bajo. En conjunto, la mayoría de los países habría registrado ratios de gasto público considerablemente menores en 2009 y, típicamente, no mucho más elevadas que al inicio de la UEM.

Gráfico 7 Comparación de los resultados efectivamente observados con los resultados de la simulación basada en las reglas en 2009

(porcentaje del PIB)

— Observado
 ■ Crecimiento potencial nominal (tiempo real) – crecimiento del gasto en 0,5 puntos porcentuales



Fuente: Working Paper n.º 1266, BCE.
 Nota: Las cifras se basan en la metodología desarrollada en este trabajo.

¿Cómo habría afectado esto a las ratios de deuda pública con respecto al PIB en la zona del euro? En el panel derecho del gráfico 7 se comparan las ratios de deuda efectivamente observadas en 2009 con las que se habrían registrado con la regla del CPN ajustado. Los cálculos de ratios alternativos de deuda pública en relación con el PIB se ven afectados tanto directamente por las desviaciones del gasto basado en la regla con respecto al gasto registrado, como por el aumento de la carga por intereses resultante de las variaciones en la acumulación de deuda pública. Si la regla de prudencia en el gasto se hubiese aplicado a partir de 1999, la ratio de deuda de la zona del euro habría sido, en 2009, alrededor de 8 puntos porcentuales del PIB más baja de lo que fue en realidad. Si las ratios de gasto (y también, por consiguiente, los déficits) hubieran sido mucho menores, los cuatro países con desequilibrios macroeconómicos habrían registrado, en promedio, una deuda equivalente al 33,5% del PIB. Con un nivel de deuda tan bajo es muy improbable que esos países hubiesen sufrido la crisis de deuda soberana a la que se enfrentan en la actualidad.

Los resultados descritos ponen de relieve los beneficios que conlleva vincular la supervisión fiscal a una regla de prudencia para el crecimiento del gasto como medio para evitar vulnerabilidades presupuestarias. En el contexto del actual proceso de fortalecimiento del marco fiscal de la UE, la Comisión Europea ha propuesto complementar las herramientas de supervisión que contemplan las medidas preventivas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con una evaluación del crecimiento anual del gasto comparándolo con una tasa de crecimiento prudente del PIB a medio plazo³². Con ello se podría lograr una mayor solidez en la evolución de las finanzas públicas en el futuro si los supuestos en los que se basa el crecimiento son suficientemente prudentes y a condición de que las reglas se apliquen de forma rigurosa.

Para fomentar la observancia de estos requisitos a nivel europeo, los gobiernos deben instrumentar la correspondiente trayectoria de gasto mediante reglas fiscales nacionales eficaces. De hecho, la evi-

dencia empírica sugiere que las reglas encaminadas a restringir el gasto público a nivel interno podrían ser beneficiosas para la disciplina de gasto. En un estudio econométrico reciente, realizado para algunos países de la UE, se analiza si las reglas de gasto pueden inducir a los gobiernos a respetar sus propios planes de gasto, tal y como se definen en los programas de estabilidad y convergencia. La fuerza de las reglas de gasto de un país se mide a través de un índice elaborado por la Comisión Europea, que recoge todas las disposiciones presupuestarias que establecen objetivos o toques numéricos para el gasto público³³. El estudio muestra que los gobiernos tienden a gastar por encima de lo planificado cuando se ven «sorprendidos», por ejemplo, por cambios favorables imprevistos en el entorno macroeconómico³⁴. Al mismo tiempo, se observa que esta tendencia desviacionista es más débil en los países que aplican reglas de gasto estrictas. También existe evidencia empírica de una correlación positiva entre las desviaciones del gasto y la obtención de ingresos inesperados, que tiende a ser más débil en los países con restricciones institucionales rígidas respecto al gasto público³⁵.

Para ser plenamente eficaces, esas reglas de gasto deben incorporarse convenientemente en los marcos fiscales nacionales. Concretamente, deben diseñarse de manera que fomenten el cumplimiento de los compromisos que contempla el marco fiscal de la UE. Al respecto, pueden servir de útil orientación las experiencias positivas, por ejemplo, de Suecia, en donde se combinan la estricta observancia de unos toques al gasto con reglas compatibles de equilibrio del presupuesto, o de los Países Bajos, en donde existen disposiciones que restringen el uso de los ingresos extraordinarios.

32 Véase el artículo titulado «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», loc.cit.

33 Este índice se basa en una encuesta realizada entre los Estados miembros de la UE por el Grupo de Trabajo sobre la Calidad de las Finanzas Públicas (*Working Group on the Quality of Public Finances*), adscrito al Comité de Política Económica.

34 Véase F. Holm-Hadulla, S. Hauptmeier y P. Rother, «The impact of numerical expenditure rules on budgetary discipline over the cycle», *Working Paper Series*, n.º 1169, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2010.

35 Véase, por ejemplo, P. Wierdsma, «How do Expenditure Rules affect Fiscal Behaviour?», *DNB Working Paper*, n.º 166, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2008.

5 CONCLUSIONES

Unas finanzas públicas saneadas y sostenibles constituyen un importante fundamento para el crecimiento económico, la estabilidad financiera y la estabilidad de precios, como lo demuestran las perturbaciones que actualmente experimentan algunos mercados de deuda pública de la zona del euro, relacionadas, en particular, con los graves desequilibrios y vulnerabilidades fiscales que se han acumulado en algunos países miembros. A raíz de la crisis financiera y económica, existen riesgos significativos para la sostenibilidad fiscal, tanto en los países de la zona del euro como en otras economías avanzadas, que requieren medidas inmediatas y de amplio alcance para hacer frente a estos problemas.

En primer lugar, los países de la zona del euro han de adoptar planes de consolidación ambiciosos para corregir las situaciones de déficit excesivo, en consonancia con los compromisos adquiridos en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Además, es necesario aplicar medidas de ajuste orientadas a la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo, a fin de reducir la deuda pública hasta niveles más sostenibles. En

algunos países muy endeudados, ello podría entrañar el mantenimiento de un superávit presupuestario de notable magnitud. En segundo lugar, es preciso hacer frente a las vulnerabilidades del sector financiero, por ejemplo, mediante la reestructuración de los balances de las entidades de crédito. En tercer lugar, los gobiernos tienen que enfrentarse a los retos que plantea el envejecimiento demográfico mediante reformas integrales de los sistemas nacionales de pensiones y de atención sanitaria, que permitan atenuar los efectos del inminente aumento de las tasas de dependencia de los mayores sobre el presupuesto. También es necesario emprender otras reformas de amplio alcance para respaldar el crecimiento potencial y la creación de empleo. En cuarto lugar, hay que reformar las instituciones presupuestarias para mejorar los incentivos en materia de disciplina fiscal. En este contexto, el análisis presentado en este artículo sugiere que limitar eficazmente la dinámica del gasto público aplicando reglas de gasto bien diseñadas sería una opción muy positiva para sanear las finanzas públicas. Por último, es crucial que se refuerce el marco de gobernanza económica europeo, especialmente en la zona del euro, a fin de garantizar el buen funcionamiento y la estabilidad de la UEM.