

LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA UNIÓN EUROPEA

Ensayos y Notas 3/2020

Juan José Torres Gutiérrez

Doctor en Economía y miembro del equipo de trabajo del Proyecto de Educación Financiera “Edufinet”

Resumen

En el presente artículo se exponen diferentes estudios sobre el efecto del endeudamiento de un Estado y las consecuencias que acarrea.

Palabras clave: Sostenibilidad; deuda pública, Unión Europea; Tratado de Maastricht; Disciplina fiscal.

Códigos JEL: G10; H60.

A finales del pasado mes de enero, la Comisión Europea hizo público el informe de seguimiento de sostenibilidad de la Deuda 2019ⁱ, donde expresaba su preocupación por los elevados riesgos a medio y largo plazo de un grupo de Estados miembros altamente endeudados (entre ellos cuatro grandes economías: España, Francia, Italia y Reino Unido, además de Bélgica, Portugal y Rumanía), a pesar de haber contado en los últimos años con un entorno favorable de elevadas tasas de crecimiento económico, bajos niveles de inflación y tipos de interés cercanos a cero o negativos.

Con esta entrada queremos profundizar en los motivos por los cuales un alto endeudamiento supone un riesgo para la estabilidad financiera y económica de los países, en general, y de los Estados miembros de la Unión Europea, en particular.

En primer lugar, hay que indicar que no podemos analizar la problemática de la deuda pública con los mismos criterios con que analizamos la deuda privada. Si una familia (o una empresa) contara con más deuda que el valor de sus bienes (activos), diríamos que está sobreendeudada. En el caso de los Estados la problemática es mucho más compleja, porque no se puede plantear en términos patrimoniales, sino en términos de capacidad de pago (en si puede hacer frente al pago de los intereses de la deuda y a la amortización de los nominales a sus respectivos vencimientos) y en términos de capacidad de endeudamiento adicional (de la financiación de sus nuevas necesidades de recursos y las renovaciones de las emisiones al vencimiento).

En la teoría keynesiana, el déficit (la diferencia entre los gastos y los ingresos públicos anuales) y la deuda pública (el valor acumulado de los diferentes bonos y otros instrumentos utilizados para financiar la actividad de las administraciones públicas) son vistos como instrumentos anti-cíclicos de la política económica. Son las herramientas con que cuenta el Gobierno para luchar contra las crisis económicas, complementando un consumo y una inversión privada débiles con gasto e inversión pública, para luchar contra el desempleo y la depresión de la economía. En caso contrario, la reducción del déficit público (o incluso el superávit) y la deuda enfriarían la economía en caso de elevadas tasas de inflación y tensionamiento del mercado de trabajo.

La Unión Europea, ya desde el Tratado de Maastricht (1992), fijó en sus criterios de convergencia las bases de la disciplina fiscal de los Estados miembros, con vistas a la unificación monetaria: un déficit presupuestario máximo del 3 % del PIB del año precedente y un límite a la

Deuda Pública del 60 % del PIB. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (1997) estableció, además, los procedimientos de supervisión y seguimiento de los países con “déficit y deuda excesivos”.

Aunque la forma habitual de medir el nivel relativo de deuda de un país es comparándolo con el PIB, conceptualmente genera algo de confusión, ya que se compara el volumen acumulado de deuda (lo que los economistas llamamos una variable *stock*) con el valor de la producción anual del país (una variable flujo). Si aplicáramos esos mismos criterios a las personas físicas, una persona que tuviera una hipoteca de 120.000 € para la adquisición de la vivienda habitual con unos ingresos salariales brutos anuales de 30.000 €, tendría un porcentaje de deuda del 400 %. Para medir la capacidad de pago de las personas físicas, se suele utilizar el porcentaje que supone la cuota de pago mensual anualizada (intereses más devolución del capital) sobre los ingresos netos anuales. Se considera habitualmente que una carga financiera, medida de esa forma, del 30 % es un límite aceptablemente saneado. Esta forma de medir la capacidad de pago indicaría, para el caso del Estado, qué proporción del presupuesto de ingresos se dedica a la factura financiera por pago de intereses y amortización de capital a sus vencimientos, y ello dependerá de su capacidad de recaudar impuestos, de su estructura de gastos, de la estructura temporal de su deuda y, por supuesto, de los tipos de interés de los bonos emitidos.

Ya iniciada la última crisis financiera, Reinhart y Rogoffⁱⁱ publicaron en 2010 un artículo en “*Papers and Proceedings*” de la *American Economic Review* donde concluían, a partir de un análisis empírico, que cuando la tasa de endeudamiento público de un país sobrepasaba el umbral del 90 % del PIB, la tasa de crecimiento económico bajaba de manera brusca, hasta llegar a ser negativa. Este resultado empírico fue utilizado de manera exhaustiva para justificar la denominada política de “austeridad” en las cuentas públicas en la crisis de la deuda pública europea de 2010. Tres años después, otros tres economistas de la Universidad de Massachussets (Herndon, Ash y Pollinⁱⁱⁱ) desmontaron las conclusiones de Reinhart y Rogoff poniendo de manifiesto graves errores de cálculo y metodológicos, de tal calado que invalidaban cualquier conclusión que pudiera extraerse del citado estudio empírico.

Al margen de que haya o no evidencia empírica sobre la existencia de un umbral máximo de deuda pública a partir del cual la economía en su conjunto empieza a tener problemas de crecimiento, diversos economistas han puesto de manifiesto diferentes mecanismos y canales por los cuales tasas elevadas de deuda pública pueden poner en riesgo, bajo determinadas condiciones, el crecimiento de las economías. Para el caso español, Esteve y Tamarit^{iv}, dentro de un proyecto financiado por FUNCAS, explicitan tres canales por los cuales la deuda pública puede influir en el crecimiento económico a largo plazo:

- Las subidas de impuestos necesarias para hacer frente al servicio de la deuda, pueden reducir el ahorro y la renta disponibles, afectando negativamente a la inversión privada y, por tanto, a la tasa de crecimiento de la economía.
- Elevados niveles de endeudamiento pueden impulsar al alza los tipos de interés de los plazos más largos, afectando negativamente a la inversión pública productiva y a los proyectos de I+D+i y, como consecuencia, a la inversión privada, debido al incremento del coste del capital, lo que afectaría a la tasa de crecimiento de la economía a largo plazo.
- La probable monetización de la deuda generaría un efecto inflacionista, lo que afectaría negativamente al ahorro, la inversión y el crecimiento económico. En la Eurozona, la monetización de la deuda de los Estados miembros y de las grandes empresas se hace a través del programa oficial de compra de deuda QE (*Quantitative Easing*) para incorporarla al balance del Banco Central Europeo (BCE).

El propio Informe de seguimiento de sostenibilidad de la deuda 2019 anteriormente citado considera una serie de factores y escenarios que podrían amenazar la propia estabilidad financiera de los Estados miembros con alto riesgo de sostenibilidad de la deuda:

- Los “**estabilizadores automáticos**” son aquellos mecanismos de generación de gasto público que se ponen en marcha de manera automática en caso de crisis económicas, como los subsidios de desempleo, por ejemplo. Una política fiscal prudente debería perseguir reducir los niveles de deuda de aquellos países más endeudados, para permitir que los

“estabilizadores automáticos” pudieran funcionar correctamente si la economía entrara en recesión, teniendo la capacidad de dedicar importantes partidas presupuestarias a luchar contra las crisis.

- Grandes **amenazas estructurales** como el envejecimiento de la población y la crisis climática tendrán que ser abordados por los Estados miembros en el corto y medio plazo, y exigirán grandes desembolsos de recursos financieros. Ambas cuestiones sólo se podrán abordar de una manera efectiva si se parte de unas finanzas saneadas.
- Las **paradas bruscas** (*sudden stops*) de los mercados financieros, debido a cambios muy rápidos en la percepción del riesgo de los inversores, pueden provocar, en la práctica, el cierre de los mercados de capitales, como ocurrió en 2008, imponiendo, además, elevadas primas de riesgo a los bonos de los países más endeudados.
- Incluso, en escenarios de estabilidad, aunque el tipo de interés “libre de riesgo” marcado por el Banco Central Europeo esté actualmente en valores negativos, los mercados de capitales discriminan la salud financiera de los países fijando la **prima de riesgo** correspondiente a cada país, lo que hace que el coste financiero de la deuda pueda suponer un elevado porcentaje del presupuesto nacional para aquellos países más endeudados. Un volumen elevado de deuda durante un período prolongado presionará al alza los tipos de interés, llegando incluso a revertir al terreno positivo la rentabilidad de los plazos más cortos de la deuda pública de los países más endeudados.

En definitiva, aunque los estudiosos del tema no han puesto de manifiesto una evidencia significativa de la existencia de un límite de endeudamiento público a partir del cual el crecimiento económico del país se vea seriamente afectado, sí que parece que los países con un elevado endeudamiento encontrarán mayores dificultades para afrontar nuevos retos ante sucesos inesperados (como las crisis financieras o sanitarias) o estructurales (como el envejecimiento de la población o el cambio climático).

ⁱ European Commission (2020), Debt Sustainability Monitor 2019, Institutional Paper 120, January 2020.

ⁱⁱ Reinhart, C.M., and Rogoff, K. S. (2010), "Growth in a Time of Debt". *American Economic Review*, 100 (2): 573-78.

ⁱⁱⁱ Herndon, T., Ash, M., and Pollin, R. (2014), "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff". *Cambridge Journal Of Economics*, 2014, Vol. 38(2), pp.257-279.

^{iv} Esteve, V. y Tamarit, C.R. (2016), "Deuda pública y crecimiento económico en España, 1851-2013". *Cuadernos de Información económica* 253 (2016): 27-40.