

La sostenibilidad del endeudamiento en el Pacto de Estabilidad

ALFONSO NOVALES CINCA*

Ante la controversia suscitada recientemente en torno a la conveniencia de mantener una cierta flexibilidad en el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el autor de este artículo analiza críticamente el objetivo de un déficit cero continuado.

Palabras clave: estabilidad económica, crecimiento económico, política presupuestaria, deuda pública, déficit público.

Clasificación JEL: F15, H62.

Un acuerdo político que establezca condiciones de rigor en la política presupuestaria es una herramienta deseable en todo entorno económico pues permite el control de precios, el mantenimiento de un nivel reducido de tipos de interés y, en última instancia, el crecimiento sostenido. En consecuencia, la disciplina presupuestaria que inspiró el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) es deseable como condición necesaria, si bien no suficiente, para que los países que configuran la unión europea (UE) puedan mantener un crecimiento tendencial consistente con la generación de empleo y el aumento de la renta. Esto no es un elemento de controversia; mucho más polémicos son los detalles que configuran el pacto propuesto.

Una política presupuestaria saneada es una de las principales condiciones para garantizar un crecimiento continuado. Las dificultades presupuestarias conducen a un incremento en la deuda, que requiere crecientemente de aumentos de rentabilidad para adecuar la oferta de deuda a su demanda, así como para cubrir la prima de riesgo que, además de responder a otros factores, será gene-

ralmente creciente en el nivel de endeudamiento. Tanto para familias, como para empresa y gobiernos, el problema inducido por un elevado endeudamiento es triple: 1) el componente autogenerador del endeudamiento debido al servicio de la deuda, es decir, al pago de los intereses que genera, 2) la mayor percepción de riesgo asociada a un mayor nivel de endeudamiento, que requerirá un aumento de las rentabilidades ofrecidas, incidiendo así a su vez en un mayor coste de servicio de la deuda, y 3) los tipos de interés más elevados constituyen un freno al crecimiento económico.

Uno de los elementos más polémicos del PEC es su plasmación en una propuesta de lograr un déficit cero en 2004, propuesta que, como es sabido, va a ver retrasada su fecha de cumplimiento a 2006. Entender la disciplina presupuestaria como el logro de un déficit cero año tras año no tiene mucha justificación económica. Es un elemento que limita fuertemente los grados de libertad de los gobiernos, reduciendo con ello la capacidad de crecer y generar bienestar en las economías sujetas a tal restricción. Un objetivo de mantener un déficit cero es discutible por varias razones:

1. Es compatible con aumentos, quizá fuertes, tanto en ingresos como en gastos, y también con fuertes reducciones en ambas partidas. A partir de



COLABORACIONES

* Universidad Complutense.

un déficit cero en un determinado ejercicio fiscal, una tasa idéntica de aumento o disminución de ambos componentes, digamos que del 20 por 100, seguirá produciendo presupuestos equilibrados año tras año. Por tanto, el déficit cero no implica nada acerca del grado de restricción o relajación de la política fiscal.

2. Con independencia de cómo se alcance el objetivo de déficit cero, el tono de la política fiscal dependerá de cuál sea el desglose detallado de los ingresos y gastos en sus respectivos componentes. No cabe duda de que contribuye más al crecimiento el gasto en inversiones reales que los pagos por intereses de la deuda, y también que restringen menos el crecimiento los impuestos especiales que la imposición sobre las rentas del capital, etcétera.

Esto significa que una organización económica que, como la UE, quiere imponer una norma presupuestaria a sus países miembros, debería examinar y valorar el tipo de política presupuestaria que está siguiendo cada uno de sus miembros, y no sólo la cuantía de su déficit. Un déficit actual por mayores inversiones reales puede ser la garantía de un mayor crecimiento futuro, posibilitando con ello la generación de excedentes presupuestarios suficientes para retirar el endeudamiento que quizá hubo que asumir en los períodos de mayor gasto en inversiones.

3. El objetivo de déficit debe ser contingente en la fase del ciclo por la que atraviesa un país parece bastante incuestionable. De lo contrario, en las fases recesivas del ciclo, cuando los ingresos se reducen y hacen que el déficit tienda a aumentar, sería preciso poner en práctica un recorte del gasto, precisamente en un momento donde lo aconsejable sería utilizar un gasto más expansivo para tratar de estimular la demanda. Alternativamente, en las fases expansivas del ciclo, cuando los ingresos aumentan al hilo de una mayor actividad y consumo y del incremento de rentas, puede ser razonable poner en práctica una política presupuestaria encaminada a generar un cierto superávit, que pueda utilizarse en amortizar parte de la deuda viva. Un déficit cero podría resultar demasiado relajado en esos momentos.

Estos argumentos cuestionan la conveniencia de establecer un objetivo rígido y exigente de défi-

cit para la secuencia temporal de ejercicios presupuestarios. Pero, si volvemos al planteamiento inicial, el problema no es el flujo de necesidades de financiación que precisa un país, sino el stock de deuda que puede permitirse sostener a largo plazo. Supuestamente, esto es lo que finalmente se persigue con el establecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento; consecuentemente, un pacto de tal naturaleza debería conducir a imponer la condición de que el endeudamiento no aumente en períodos de bajo crecimiento, a la vez que disminuye en períodos de bonanza económica, y dejar que ello se consiga a discreción de cada país, si bien con la supervisión del organismo central que se acuerde.

Para establecer con rigor la diferencia entre niveles aceptables de déficit presupuestario y endeudamiento, es crucial la comparación entre: a) la capacidad de crecimiento de un país, como posibilidad de generar recursos para retirar la deuda viva, y b) el tipo de interés real, como necesidad de dedicar recursos a hacer frente a las obligaciones de pago adquiridas con el endeudamiento de años pasados. Esto determina que un país como España, que paga en intereses un 3,0 por 100 de su PIB, pueda mantener un déficit global, pero cierto superávit primario (déficit excluyendo el pago de intereses sobre la deuda ya emitida), y reducir su ratio deuda/PIB. En definitiva, es perfectamente posible tener un déficit presupuestario y reducir el endeudamiento, siempre que crecimiento y tipos de interés real estén en la relación adecuada. Por tanto, la reducción del endeudamiento no precisa de un déficit cero.

El análisis de sostenibilidad de la deuda se basa, precisamente, en analizar la evolución temporal del endeudamiento de un país, como porcentaje del PIB, y para un escenario dado de crecimiento, tipos de interés e inflación. Este tipo de discusión es ya habitual en las instituciones económicas nacionales e internacionales, y aparece recogido en el documento del «Programa de Estabilidad del Reino de España», accesible en la página Web del Ministerio de Economía. En dicho programa se presenta, hasta 2005, la evolución prevista del endeudamiento público, déficit y crecimiento del PIB sobre dicho período de tiempo, incorporando una reducción gradual del endeu-



COLABORACIONES

damiento desde el 60,4 por 100 del PIB en 2000 hasta el 50,0 por 100 en 2005, en un contexto de crecimiento económico en torno al 3,0 por 100 y un déficit primario próximo al 2,8 por 100 cada uno de esos años.

En la versión de largo plazo de este tipo de análisis, el nivel de deuda que puede sostenerse en equilibrio de largo plazo es, bajo supuestos razonables,

$$b^* = \frac{\bar{d}}{1 - \frac{1+R}{1+n}}$$

siendo \bar{d} el déficit primario, es decir, déficit antes de intereses, R el tipo de interés real, y n la tasa de crecimiento potencial o de largo plazo de la economía (1).

El uso de esta expresión requiere de las hipótesis habituales en cualquier relación de largo plazo, incluyendo una relativa estabilidad de los tipos de interés reales y del crecimiento económico en torno a sus niveles de largo plazo. Aun con estas limitaciones lógicas, la expresión proporciona un primer análisis, siempre interesante, acerca del tipo de escenario presupuestario que un país puede sostener, si su objetivo es, como debe ocurrir, limitar su nivel de endeudamiento. Así, limitándonos al análisis de largo plazo, y bajo los supuestos de estabilidad mencionados, el valor de b^* nos daría el nivel de endeudamiento sostenible. Un valor negativo de b^* para un país que mantiene un superávit primario (\bar{d} negativo) significa que dicho país será capaz de retirar toda su deuda, alcanzando un endeudamiento nulo en algún momento.

Como se ve, la relación entre tipo de interés real y tasa de crecimiento potencial juega un papel decisivo en la dinámica del endeudamiento y, como consecuencia, también en la determinación del nivel de deuda que puede sostenerse a largo plazo. Una economía con tipos de interés reales por debajo de su tasa de crecimiento potencial puede sostener un determinado nivel de deuda como situación estable a largo plazo y, si sus parámetros son relativamente constantes, su

endeudamiento convergerá a dicho nivel de equilibrio, tanto si parte de un endeudamiento inferior al mismo, como si lo hace a partir de un endeudamiento superior.

Lo contrario ocurre en una economía con tipos de interés reales por encima de su crecimiento potencial: dicha economía no tiene suficientes recursos para hacer frente al servicio de la deuda, por lo que su endeudamiento será creciente, sin que exista un nivel de equilibrio sostenible a largo plazo. En un contexto de tipos de interés reales por encima del crecimiento potencial, la única posibilidad de no entrar en una espiral explosiva de endeudamiento pasa por mantener un superávit primario suficientemente alto, como porcentaje del PIB.

En el caso de la economía española, con los niveles actuales del tipo de interés real medio de la deuda, por debajo de un punto, y un superávit primario significativo, el endeudamiento no es actualmente un problema preocupante.

De hecho, si se aplica una versión dinámica, de corto plazo, del análisis de sostenibilidad, se encuentra que el escenario contenido en el Programa de Estabilidad del Ministerio de Economía es verosímil pues, aunque contiene expectativas de crecimiento hasta 2005 quizá optimistas, también incluye tipos reales de interés quizá superiores a los que veremos en los próximos años siendo, en este sentido, bastante conservador. Los tipos de interés reales de la deuda española van a aumentar significativamente, tanto por la elevación de tipos nominales que cabe esperar que acompañe a la recuperación económica de los próximos ejercicios, como por la reducción en inflación desde los niveles actuales hacia el objetivo del 2 por 100 impuesto por el BCE. Sin embargo, no parece probable que lleguen a los niveles implícitos en el escenario que el Ministerio de Economía ha incluido en su Programa de Estabilidad.

Si consideramos, a modo de ejemplo, la economía agregada de la eurozona como si de un solo país se tratase, y atendemos a estimaciones de la OCDE (2), tenemos un crecimiento medio



COLABORACIONES

(1) «Análisis Macroeconómico», volumen 1, página 352, A. Novales y C. Sebastián.

(2) *A complete and consistent Macroeconomic data set of the euro area, methodological issues and results*, febrero 2002, OCDE.

del 2,3 por 100 durante la década de los noventa, con un tipo de interés real a largo plazo, el que supuestamente aplica al servicio de la deuda pública, en torno al 3,5 por 100. Si tomásemos estos niveles como indicativos del equilibrio a largo plazo, no estaríamos en la mejor de las situaciones por cuanto que, al exceder el coste real de servicio de la deuda de la tasa de crecimiento potencial, la dinámica del endeudamiento sería contraria a la estabilidad a largo plazo del mismo.

Como hemos dicho antes, siendo entonces el crecimiento potencial de la UE inferior al tipo de interés real, necesitaría presentar un superávit primario para no incurrir en una dinámica de endeudamiento explosiva. Sólo entonces sería posible sostener un nivel de endeudamiento a largo plazo, cuyo nivel es importante estimar. Manteniéndonos, aun con sus limitaciones, en un enfoque de largo plazo, y considerando los parámetros de crecimiento y tipos de interés antes sugeridos, el nivel de endeudamiento sostenible a largo plazo sería de un 85 por 100 del PIB por cada punto del PIB obtenido como superávit primario. Así, si la economía de la UE es capaz de mantener un superávit primario de un punto del PIB, a la vez que un crecimiento del 2,3 por 100 y una rentabilidad real media de su deuda del 3,5 por 100, el máximo endeudamiento factible sería del 85 por 100. Estando por debajo de dicho nivel, el endeudamiento, como ratio del PIB iría disminuyendo progresivamente, mientras que, estando por encima de dicho umbral, el nivel de endeudamiento sería explosivo.

Un análisis similar podría replicarse para la economía de cada país miembro de la UE si bien, como comentamos para España, más que la discusión de largo plazo, lo verdaderamente interesante es el análisis dinámico del endeudamiento a partir de su nivel actual, tomado como condición inicial, y bajo un determinado escenario de crecimiento, tipos de interés y tasa de inflación. Pero la discusión anterior debe ser suficiente para ilustrar que el endeudamiento que, como porcentaje del PIB, puede mantener un país de manera estable, depende de características estructurales específicas. En ausencia de financiación monetaria, como es el caso en la

UE, dichas características son básicamente su tipo de interés real y su tasa de crecimiento potencial. En consecuencia, no todos los países tienen el mismo margen de endeudamiento sostenible, e imponer un máximo nivel, común a todos ellos, como ya se hizo en el tratado de Maastricht, carece de sentido.

En definitiva, el mantenimiento de un déficit cero no es condición necesaria ni suficiente para la reducción del endeudamiento de un país, siendo éstas dos cuestiones distintas, que no procede identificar. El objetivo de mantener un déficit cero tampoco define un signo claro para la política presupuestaria y, no siendo cíclico, genera tensiones innecesarias; siempre es preferible permitir un cierto nivel de déficit como porcentaje del PIB, en períodos de bajo crecimiento, compensado con un cierto superávit en períodos de mayor crecimiento, de modo que el endeudamiento no aumente. Un pacto de estabilidad presupuestaria es indudablemente positivo para la UE y para cualquier país que pretenda mantener un crecimiento sostenido, pero debe centrarse en el objetivo adecuado, y reconocer los aspectos específicos de cada economía.

En primer lugar, no es nada conveniente evitar la discusión sobre crecimiento potencial cuando se diseña un pacto presupuestario. Se trata de estimar una magnitud no observable, lo que siempre hará que la discusión entre las instituciones centrales y las autoridades de cada país sobre crecimiento potencial y, en consecuencia, sobre el déficit permisible, sea delicada, pero no debe rehuirse por ello.

En segundo lugar, hemos visto cómo el nivel de tipo de interés real es crucial, reflejando el hecho de que las políticas monetaria y fiscal no deben diseñarse independientemente, pues puede incurrirse fácilmente en incompatibilidades. Un objetivo de inflación muy reducido, como el techo del 2 por 100, conduce, en igualdad de condiciones, a un tipo de interés elevado, encareciendo el servicio de la deuda y dificultando con ello la estabilidad del endeudamiento. En igualdad de condiciones, una mayor tasa de inflación permitiría un techo de déficit más relajado para todos los países. Este es un ejemplo en que una política monetaria restrictiva, si bien puede ser deseable,



COLABORACIONES

pone en dificultades a la política fiscal, del mismo modo que podría plantearse la limitación en el sentido opuesto. Este dictado tradicional de la política económica ha sido extensivamente desarrollado en los últimos años, y no sólo es un hecho plenamente reconocido que la evolución temporal de la inflación y el endeudamiento no son independientes, sino que disponemos de métodos para analizar su interrelación. A pesar de ello, las autoridades económicas de la UE, BCE y Comisión Europea, fijan sus objetivos por separado, sin atender a las limitaciones que una impone sobre la otra.

Hay mucha distancia entre el diseño escogido para el PEC y el esquema que sería deseable y razonable introducir para supervisar la situación de endeudamiento de las economías miembros de la UE. Además de transferir el peso de la discusión desde un objetivo de déficit a un nivel sostenible de endeudamiento, sería imprescindible incorporar la relación existente entre restricción fiscal y monetaria. Es una pena que el incumplimiento previsto del PEC para 2004 no haya sido aprovechado para cambiar el diseño del objetivo de déficit, en unas circunstancias que lo hubieran hecho fácilmente justificable.



COLABORACIONES

SERVICIO DE ATENCIÓN AL SUSCRIPTOR

El Boletín Económico de ICE pone a disposición de sus suscriptores un servicio telefónico y de fax, a fin de solucionar cualquier incidencia relacionada con la recepción, contenido, impresión e información de nuestras publicaciones

Teléf.: 91 349 39 65

Fax: 91 349 36 34

E-mail:

buzon.oficial@sgese.dgpolcom.sscg.mcx.es

*No dude en llamarnos,
le atenderemos personalmente*