Desapalancamiento del sector público: (ocho) evidencias

Manel Antelo (USC)
David Peón (UDC)

The United States debt, foreign and domestic, was the price of liberty

Alexander Hamilton (1er Secretario del Tesoro Americano)

Objetivo

Señalar elementos de **síntesis** y principales puntos de **controversia** a nivel teórico y empírico respecto a:

- Deuda pública y política fiscal
- Consolidación fiscal
- El caso español

Resumidas en las siguientes **EVIDENCIAS**

Primera evidencia (I)

Cuanto mayor sea el stock de deuda acumulada, menor tiende a ser el crecimiento económico

Quién lo dice?...

Primera evidencia (II)

… Los análisis empíricos:

Reinhart y Rogoff (2009, 2010a, 2010b), Kumar y Woo (2010), Cecchetti et al. (2011)

La regla del 90%:

> "Correlación **negativa** entre stock de deuda y crecimiento es débil para ratios inferiores al 90% y fuerte por encima del 90%"

Conclusión: acumular deuda no parece un buen negocio

Primera evidencia (III)

- Entonces, ¿renegamos de la deuda?
- Evidentemente no …
- Podemos emplear deuda…
- … siempre que sea **sostenible** y no afecte al crecimiento a largo plazo

Segunda evidencia (I)

Ley de oro de sostenibilidad de la deuda a largo plazo

"Si la tasa promedio de crecimiento anual nominal/real de un país es inferior al tipo de interés nominal/real promedio del coste anual de refinanciar su deuda, ésta llegará a ser insostenible y sus inversores dejarán de (re)financiarla"

Segunda evidencia (II)

- ‘Barómetro de deuda pública’ del Instituto Kiel (Bencek y Klodt, 2012):

Para que el ratio de deuda pública/PIB permanezca estable, el coeficiente de superávit primario (*PSR*) debe ser igual o superior al ratio deuda/PIB multiplicado por la diferencia entre el tipo de interés nominal de la deuda, *i*, y la tasa de crecimiento nominal anual del PIB, *g*.

Formalmente

Segunda evidencia (III)

$$PSR \geq \frac{\text{Deuda}}{\text{PIB}} \times (i - g)$$

- Todo Estado que no sea capaz de financiarse en el mercado a una tasa nominal inferior a lo que crece su economía debe mantener superávit primario
- Superávit que debe ser tanto mayor cuanto mayor sea la deuda históricamente acumulada

- Situación a 2012

	PSR 2011	PSR 2012(f)	D/PIB	*i*	*g**	*g*	D/PIB · (i - g)	(1) - (2)
Alemania	1,6	1,0	81,2%	1,34	1,0	1,6	-0,21	1,2
Italia	1,0	3,0	120,1%	5,82	-1,9	2,1	4,47	-1,5
Francia	-2,6	-2,2	85,8%	2,12	0,3	1,5	0,53	-2,7
Estados Unidos	-7,3	-6,1	86,4%	1,55	2,0	3,7	-1,86	-4,2
Reino Unido	-5,0	-5,3	85,7%	1,49	0,2	2,7	-1,04	-4,3
España	-6,1	-3,6	68,5%	6,58	-1,5	0,9	3,89	-7,5
Japón	-9,1	-8,9	188,4%	0,8	2,4	1,5	-1,32	-7,6
Irlanda	-6,7	-4,4	108,2%	5,91	0,5	1,2	5,10	-9,5
Portugal	-0,4	0,1	107,8%	9,89	-3,3	0,7	9,91	-9,8
Grecia	-2,2	-1,0	165,3%	24,34	-4,7	-0,7	41,39	-42,4

Sources: IMF, ECB, Eurostat, Bloomberg. Elaboración propia

En resumen…

- TRES recomendaciones de consenso respecto a la deuda pública:
  - Controlar el déficit primario
  - Recurso al déficit y la deuda para financiar inversión, no gastos corrientes
  - Resulta aconsejable iniciar desapalancamiento…
    - Si la ratio Deuda/PIB supera el 90%
    - Cuanto mayor sea el coste de la deuda vs crto. PIB

Tercera evidencia

- Disenso sobre el recurso a la deuda como instrumento de política fiscal
  - Escuela neokeynesiana: favorable por efectos positivos del gasto público sobre el crecimiento, en particular en **recesión económica**
  - Más aún en una recesión como la ACTUAL: conceptos de recesión de balance y límite cero de los tipos de interés (ZLB)

Cuarta evidencia (I)

Virtudes y defectos de la consolidación fiscal

1. Disenso
   - Concepto de Equivalencia Ricardiana
2. Consensos:
   - Multiplicador gasto público en ‘condiciones normales’ en general no superior a 1. En recesión (sobre todo en ZLB) mayor que en condiciones normales
   - La consolidación basada en reducción del gasto público, especialmente gasto corriente, es más efectiva que la basada en aumento de impuestos

Cuarta evidencia (II)

2. Consensos (cont.):
   - La consolidación tiene costes en términos de crecimiento a corto plazo, pero beneficios significativos a largo plazo
   - Si va acompañada de reformas estructurales que aumenten el potencial de la economía a medio plazo, su credibilidad aumenta
   - Corriente de opinión a favor de consolidaciones lentas y graduales

Quinta evidencia (I)

ANÁLISIS

- Crecimiento e inflación vs. sostenibilidad deuda

España

- Crecimiento e inflación elevados, coste actual de la deuda ‘soportable’ hasta el 140% deuda/PIB
- Nulo crecimiento y baja inflación, no podemos acumular más deuda y umbral del 8%

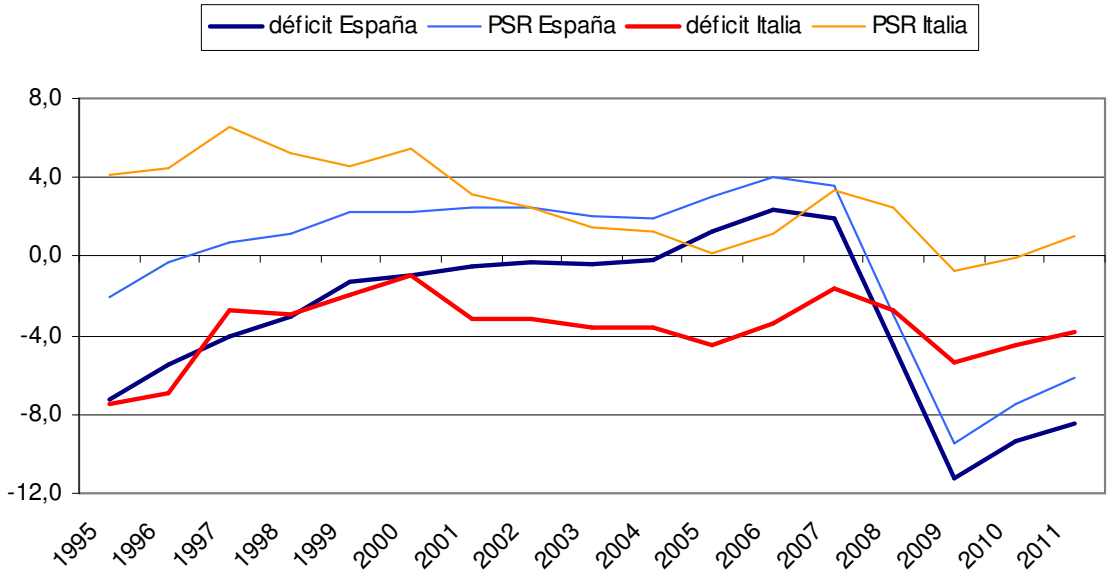
Italia, Irlanda, Portugal, Grecia

- Crecer les es urgente; desapalancarse, imprescindible

	BAJA INFLACIÓN				INFLACIÓN ELEVADA			
		deuda/PIB	*i*	*g*		deuda/PIB	*i*	*g*
ALTO CRECIMIENTO	**2,5%**	70%	6,50%	2,91%	**0,7%**	70%	6,50%	5,50%
	3,6%	70%	8,00%	2,91%	**1,8%**	70%	8,00%	5,50%
	6,4%	70%	12,00%	2,91%	**4,6%**	70%	12,00%	5,50%
	3,8%	105%	6,50%	2,91%	**1,1%**	105%	6,50%	5,50%
	5,3%	105%	8,00%	2,91%	**2,6%**	105%	8,00%	5,50%
	9,5%	105%	12,00%	2,91%	**6,8%**	105%	12,00%	5,50%
	5,0%	140%	6,50%	2,91%	**1,4%**	140%	6,50%	5,50%
	7,1%	140%	8,00%	2,91%	**3,5%**	140%	8,00%	5,50%
	12,7%	140%	12,00%	2,91%	**9,1%**	140%	12,00%	5,50%
		deuda/PIB	*i*	*g*		deuda/PIB	*i*	*g*
BAJO CRECIMIENTO	**4,0%**	70%	6,50%	0,76%	**2,2%**	70%	6,50%	3,35%
	5,1%	70%	8,00%	0,76%	**3,3%**	70%	8,00%	3,35%
	7,9%	70%	12,00%	0,76%	**6,1%**	70%	12,00%	3,35%
	5,0%	105%	5,50%	0,76%	**3,3%**	105%	6,50%	3,35%
	7,6%	105%	8,00%	0,76%	**4,9%**	105%	8,00%	3,35%
	11,8%	105%	12,00%	0,76%	**9,1%**	105%	12,00%	3,35%
	5,0%	140%	4,30%	0,76%	**4,4%**	140%	6,50%	3,35%
	10,1%	140%	8,00%	0,76%	**6,5%**	140%	8,00%	3,35%
	15,7%	140%	12,00%	0,76%	**12,1%**	140%	12,00%	3,35%

Quinta evidencia (II)

- Nuestra conclusión: la deuda de España debería ser más barata que la de Italia o Irlanda
- ¿Por qué no es así?
  - Endeudamiento sector privado (rescate bancario)
  - Credibilidad del sector público para obtener PSR

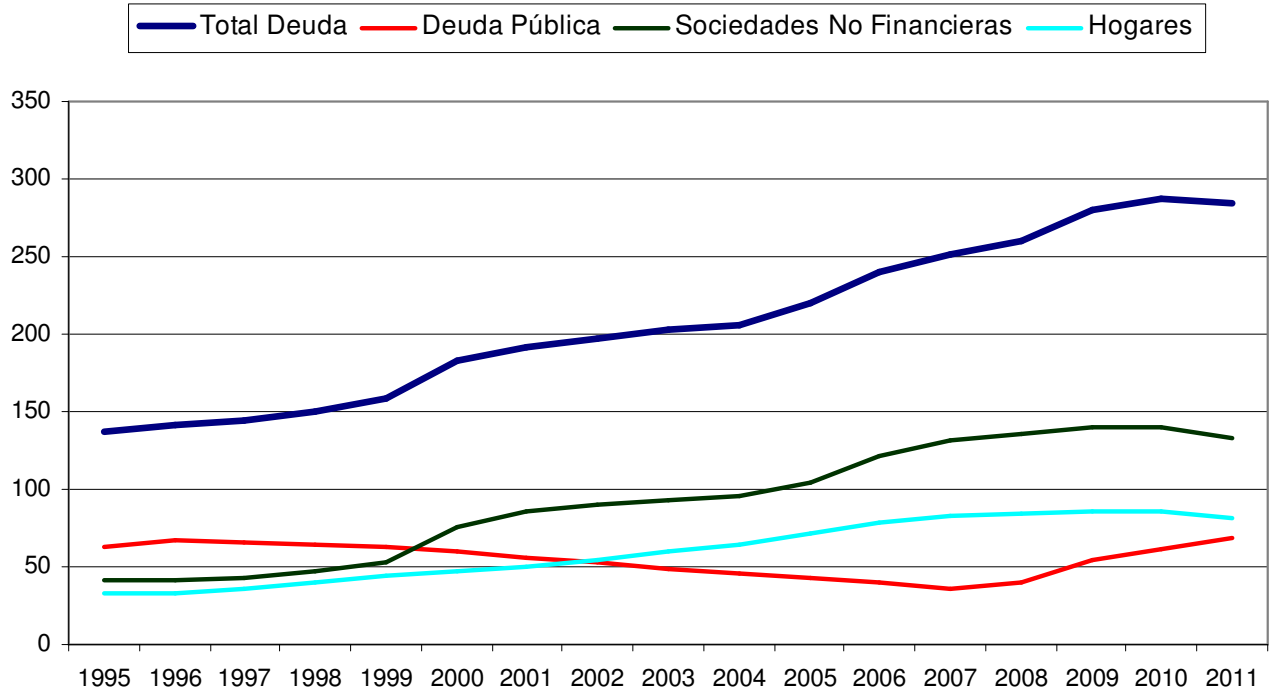


Sexta evidencia

- Históricamente, a la mayoría de las crisis financieras le han seguido episodios de desapalancamiento que han durado 6-8 años en promedio
  - El episodio actual quizá dure más y sea más complicado de resolver (crisis de deuda global)
  - Más aún para España, en el contexto de la UE

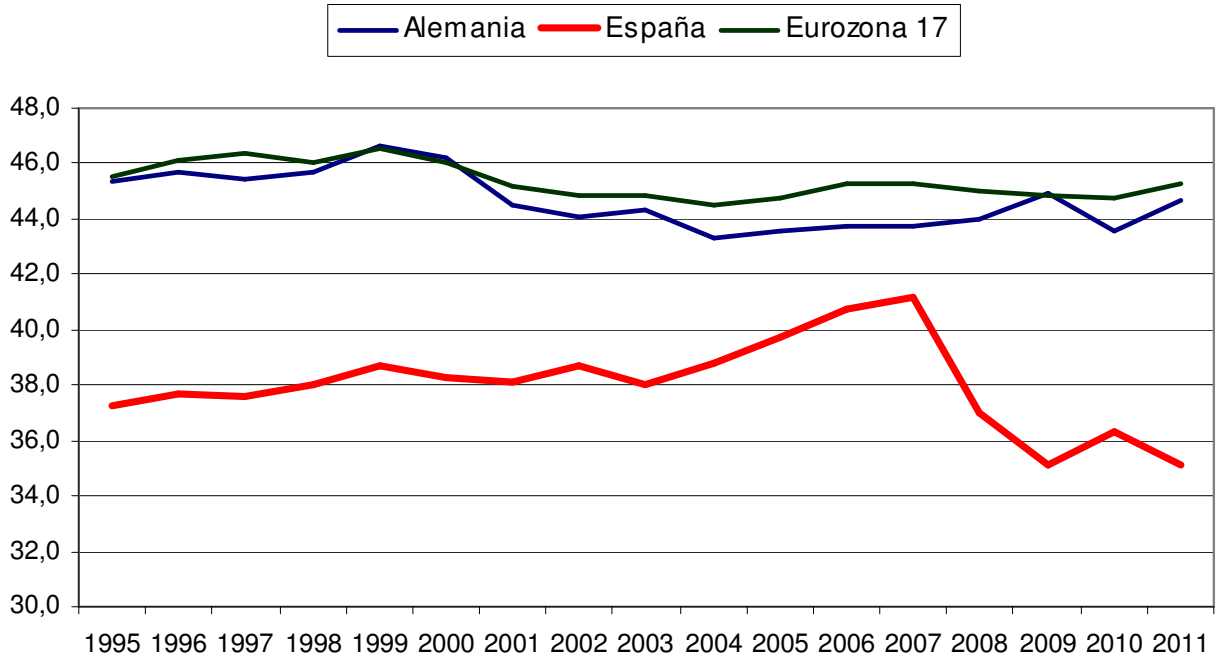
Séptima evidencia (I)

- En España, **fuerte endeudamiento sector privado** y creciente endeudamiento público



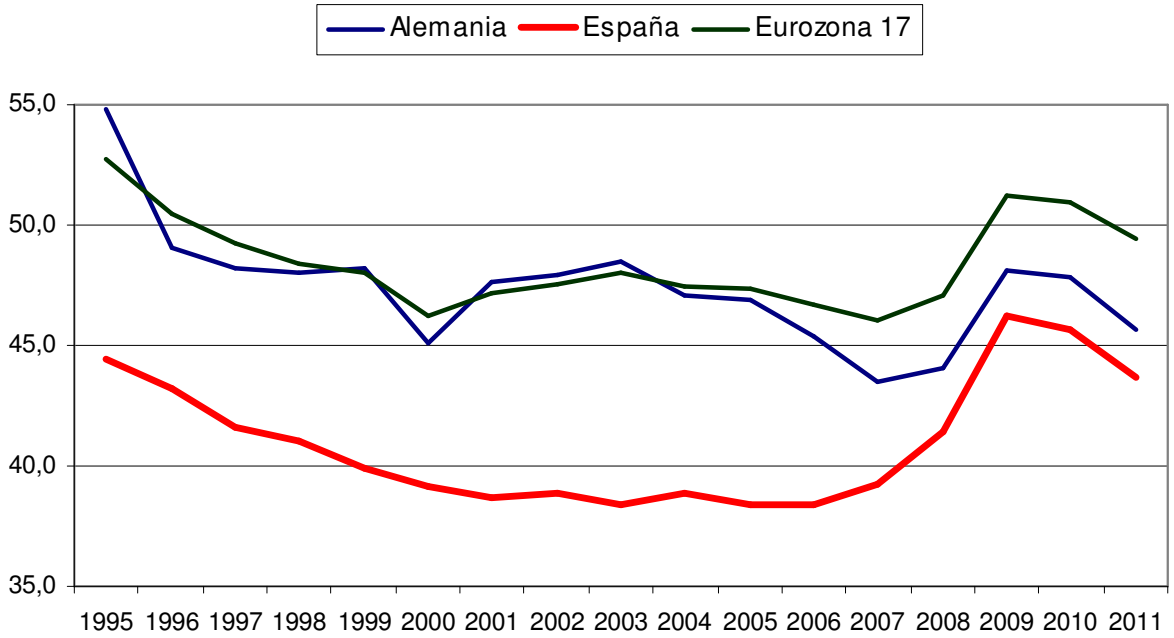
Séptima evidencia (II)

- En España (cont.)
  - El excesivo déficit público tiene su origen en los **menores ingresos públicos**…



Séptima evidencia (III)

- … más que en un excesivo gasto público



- **Problema**: como hemos visto, en recesión reducir gasto es eficaz; subir impuestos, no aconsejable

Octava evidencia

- ¿Efectos de la consolidación que se está llevando a cabo en España? No hay consenso:
  - Algunos modelos empíricos muestran efectos expansivos a corto plazo de algunas medidas (contención de los salarios públicos, por ejemplo) y efectos contractivos de otras (reducción de la inversión, por ejemplo)
  - Otros autores señalan que puede resultar más negativa de lo habitual para el crecimiento por: falta de política monetaria expansiva, ajuste simultáneo de países receptores de exportaciones, …

Conclusión

La cuadratura del círculo para España

- Sector privado fuertemente endeudado, en proceso de consolidación
- ¿Quién tirará del carro? El escaso margen de maniobra fiscal para el sector público (ver estudio s/ crecimiento e inflación) 'denegado' por el coste de la deuda en mercado…
- … que exige evidencias de PSR positivo

Conclusión (cont.)

La cuadratura del círculo…

- Puestos a consolidar
  - Efectos expansivos de algunas partidas de gasto (salarios públicos, otros con efecto confianza)…
  - Efectos contractivos del recorte de la inversión (sobre todo) y de la subida de impuestos…
  - … a pesar de que el déficit público tiene su origen en 10 puntos de recaudación fiscal inferior
- Preferible la consolidación lenta y gradual… pero urgencia por reducir el coste de la deuda

Conclusión (cont.)

La cuadratura del círculo…

- La ayuda externa se antoja imprescindible
  - ‘Rescate’: financiar deuda a costes soportables mientras intentamos equilibrar PSR
  - Habrá que ver ‘contrapartidas exigidas’…
- …pero imprescindible hacer ver a ECB y UE la necesidad de
  - Inflación superior (en particular en el centro)
  - Estímulos mediante el presupuesto europeo
  - Aplazar consolidación fiscal de países del centro

Muchas gracias