



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

COVID-19 Y SU IMPACTO EN LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA.

Autor/es

Patricia Núñez Amatriain

Director/es

Eduardo Bandrés Moliné

Facultad de Economía y Empresa

2020

INFORMACIÓN:

Autor: Patricia Núñez Amatriain

Director: Eduardo Bandrés Moliné

Título: Covid-19 y su impacto en la deuda pública española.

Titulación: Grado en Administración y Dirección de Empresas.

RESUMEN

El impacto de la pandemia de COVID-19 sobre las cuentas públicas españolas dará lugar a un fuerte déficit presupuestario y a un importante aumento de la deuda pública. El sector público español arrastraba con anterioridad un serio problema de endeudamiento desde la Gran Recesión. La recuperación económica mejoró los indicadores de déficit cíclico, pero no los de déficit estructural, de manera que España se sitúa entre los países europeos con mayor volumen de deuda pública sobre el PIB. En este trabajo se analiza la situación actual de la deuda pública española, el efecto de la crisis sobre la misma y los posibles problemas de sostenibilidad en el futuro más inmediato. Por el momento, el programa de compra de activos del Banco Central Europeo y los bajos tipos de interés son una ayuda fundamental para afrontar el coste de las emisiones de deuda. Pero la literatura económica ha puesto de relieve que un excesivo endeudamiento puede generar problemas si la situación económica empeora, o si la política monetaria cambia su signo en sentido más restrictivo. En esos casos, el coste de la deuda restaría recursos al presupuesto y la capacidad de actuación de la política fiscal se vería muy restringida.

ABSTRACT

The impact of the COVID-19 pandemic on Spain's public accounts will lead to a large budget deficit and a significant increase in public debt. The Spanish public sector has previously had a serious debt problem since the Great Recession. The economic recovery improved the cyclical deficit indicators but not those of the structural deficit, so that Spain is among the European countries with the highest volume of public debt as a percentage of GDP. This paper analyses the current situation of Spain's public debt, the effect of the crisis on it and possible sustainability problems in the immediate future. For the time being, the European Central Bank's asset purchase programme and the low interest rates are a fundamental help in facing the cost of debt issues. But the economic

literature has highlighted that excessive debt can create problems if the economic situation worsens, or if monetary policy changes its sign in a more restrictive direction. In such cases, the cost of debt would drain resources from the budget and the ability of fiscal policy to act would be severely constrained.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. ANTECEDENTES: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA HASTA 2019.....	6
3. EFECTOS DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE LA ECONOMÍA	12
4. EL IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA EN EL AÑO 2020.....	16
4.1. <i>EL DESPLOME DE LA ECONOMÍA Y SUS EFECTOS SOBRE EL DÉFICIT PÚBLICO.</i>	16
4.2. <i>EL AGRAVAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA EN 2020</i>	18
5. EL PROBLEMA DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA TRAS EL COVID -19.	21
6. CONCLUSIONES.....	23
7. BIBLIOGRAFÍA.....	24

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO DE LAS AAPP.....	7
GRÁFICO 2. DEUDA PÚBLICA UNIÓN EUROPEA	10
GRÁFICO 3. DÉFICIT ESTRUCTURAL EUROZONA.....	12
GRÁFICO 4. CRECIMIENTO DEL PIB EN 2020. (En porcentaje).....	17
GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE DEFICIT ENTRE ABRIL Y JUNIO DE 2020. (En porcentaje sobre el PIB).....	18
GRÁFICO 6. ESTIMACIONES EN EL NIVEL DE DEUDA PÚBLICA EN 2020. (En porcentaje del PIB).....	19

1. INTRODUCCIÓN

La pandemia de COVID-19 ha dado lugar a un desplome sin precedentes de la economía española. Numerosas empresas han tenido que paralizar su actividad por causa de las medidas de política sanitaria, dando lugar a una reducción efectiva del empleo que, en el momento peor de la crisis, afectó a más de 7 millones de trabajadores. Para paliar las consecuencias de la crisis, el gobierno puso en marcha distintos programas de ayudas, algunas de las cuales siguen vigentes, que están suponiendo un aumento espectacular del gasto público. Por otra parte, la paralización de la economía, del gasto de los hogares, y la caída del empleo, han reducido los ingresos públicos, tanto por la vía de los impuestos como de las cotizaciones. El resultado de todo ello es un aumento del déficit público que, en el año 2020, podría superar el 12% del PIB. Y, como consecuencia, un crecimiento de la deuda pública que podría estar por encima del 120% del PIB a finales de 2020.

La deuda pública española ha sufrido variaciones significativas en su historia, lo que pretendo con este proyecto de fin de grado es analizar cómo afecta esta nueva pandemia a nuestra deuda y comprobar que no tiene nada que ver con situaciones anteriores y que cualquier acontecimiento/situación que pueda impactarle suele ser nueva y el margen de actuación y medidas efectivas para que no nos perjudique es mínimo. En los últimos años se ha visto muy perjudicada por la crisis financiera de 2008 y en la que aún nos encontramos en recuperación. Se han llegado a alcanzar niveles de deuda máximos y nunca vistos que ha llevado al gobierno a tomar medidas drásticas para frenar su crecimiento e impulsar la economía.

En estos últimos años parece que ha parado su crecimiento, pero en 2020 ha aparecido una pandemia mundial, llamada Coronavirus, en adelante COVID -19, que nos ha hecho retroceder y si nos encontrábamos en un periodo de recuperación lento y paulatino, ha provocado otra transición de crisis que puede durar tiempo tal y como se refleja en los niveles de deuda alcanzados.

En lo que sigue, el trabajo se estructura de la manera siguiente. En el apartado 2 se analizan los antecedentes, en qué consiste la deuda como tal, su evolución desde el año 2000 hasta la actualidad, se realiza una comparativa de nuestra deuda con el resto de la Unión Europea y la importancia del déficit estructural.

En el capítulo 3 se explican los efectos de la deuda pública sobre la economía atendiendo a lo que señala la literatura económica, qué límites son peligrosos de sobrepasar para empezar a preocuparnos por el nivel de endeudamiento, la opinión de Reinhart y Rogoff y la crítica que hacen otros autores a su posición.

En el apartado 4 nos centramos en como se ha visto modificado el déficit, y con este la deuda pública en 2020 tras la aparición del COVID-19, y las previsiones que realizaron diferentes instituciones y expertos sobre la ratio de deuda pública a final del año 2020.

Como punto final analizo la sostenibilidad de nuestra deuda pública, y la implementación del Programa de Compra de Emergencia Pandémica del Banco Central Europeo, que tiene una gran importancia como sostenimiento de las emisiones de deuda en la actual crisis.

2. ANTECEDENTES: EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA HASTA 2019.

La deuda, en términos económicos, surge cuando un prestatario, que es la persona que no tiene suficientes recursos para afrontar sus gastos, pide ayuda a un tercero, llamado prestamista que es el que le facilita esos recursos a cambio de su devolución futura más unos intereses. En el entorno privado el concepto de deuda es un hecho muy común ya que todos en algún momento recurrimos a este tipo de financiación, un ejemplo típico es cuando el prestamista es una entidad financiera. Bien pues si nos centramos en el ámbito público, que es de lo que se va a centrar este proyecto, todos los Estados se encuentran endeudados en mayor o menos medida, por ello la deuda surge cuando el Estado tiene que recurrir a los mercados para financiar el déficit que posee actualmente, es decir que su gasto público ha sido mayor que los ingresos obtenidos.

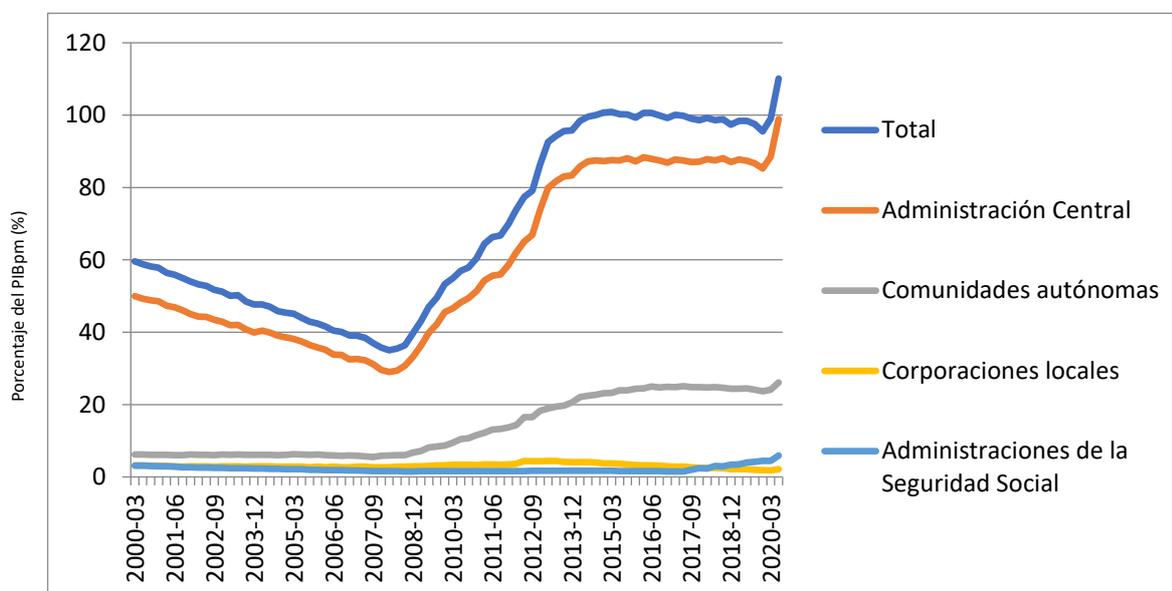
Para hablar de nivel de endeudamiento de un país, es necesario tener en cuenta el PIB, que mide la producción de bienes y servicios. Para entenderlo mejor, si por ejemplo decimos que la deuda pública de un país es del 100% del PIB, significa que ese país tendrá que aportar el 100% de su producción durante un año para saldar la deuda, es por ello que cuanto menor sea el porcentaje más sostenible será el nivel de deuda. El PIB es un indicador para comparar fácilmente países y esto es así ya que encontrar otro criterio sería más complejo, ya que la deuda depende también de tipos de interés, déficit, nivel de inflación.

Para analizar la deuda pública española en la actualidad debemos conocer su historia. Cómo era hace unos años, cuál ha sido su evolución y las causas que provocaron que se fuese cambiando.

Nos situamos en mayo de 1996, momento en el que comenzó el mandato de José María Aznar. A partir de este momento se establecieron diferentes medidas como recortar el gasto público, la reforma del mercado laboral y la congelación de sueldos de funcionarios y privatizaciones. Además, comenzaron a sistematizarse las privatizaciones provocando una reducción de la deuda desde el 67,4% hasta el 63%. Ésta continuó bajando hasta el 60%, condición para entrar en el euro en 1997.

En 1999, España adoptó el euro como moneda oficial. Fue una etapa favorecida por tipos de interés bajos y solidez debido a la moneda única, provocando un aumento de la confianza de los inversores europeos. Al mismo tiempo, esos tipos de interés bajos, provocaron que se disparara la demanda de crédito para inversión inmobiliaria, trayendo consigo desequilibrios, como grandes endeudamientos de familias y empresas y sobrevaloración de activos inmobiliarios. Todo esto daría lugar en un futuro a la burbuja inmobiliaria.

GRÁFICO 1. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO DE LAS AAPP



Fuente: Elaboración propia. Datos: Banco de España disponible en:

https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/te_deu.html#

El gráfico 1 nos muestra la evolución de la deuda pública desde el año 2000 hasta la actualidad. Si lo analizamos, observamos que se pueden distinguir tres etapas:

- Primera etapa: 2000 – 2008: en la que observamos como la curva parte de un 60% del PIB en el año 2000 y va bajando hasta el año 2007-2008. Entre los años 2000 y 2004, el nivel de déficit público estuvo contenido. Además, la buena marcha económica provocó una entrada masiva de inmigrantes alimentando el consumo y el crecimiento de la actividad. Esto favoreció la reducción del nivel de deuda, pero también reforzó el crecimiento de la burbuja inmobiliaria.

Durante los siguientes años, hasta 2007, la deuda pública continuó reduciéndose. España gozaba de unos ingresos extraordinarios y un gasto moderado, que provocaron el alcance de superávits presupuestarios. Por ello el nivel de deuda descendió significativamente, hasta llegar a un 35,8% del PIB. Sin embargo, hacia finales del año 2007 la economía comenzó a deteriorarse

- Segunda etapa: 2008 -2013: En 2008 llegó la crisis financiera y con ella, los problemas. La inflación aumentó afectada por el incremento del precio del petróleo y los alimentos básicos. El desempleo también se vio incrementado, los ingresos fiscales cayeron, originando un gap con respecto al nivel de gasto público, que se elevó como resultado del efecto de los estabilizadores automáticos y de decisiones políticas desacertadas debidas a un análisis erróneo de la situación en la que se encontraba la economía en ese momento.

En este punto, se desarrolló el “Plan E” con el que trataron de impulsar la actividad económica del país. El objetivo era hacer frente a la crisis con inversión, movilizand una gran cantidad de dinero público, pero la reactivación resultó no ser suficiente. La deuda pública continuó incrementándose y la falta de ingresos del Estado agravaban cada vez más la situación llegando a alcanzar en 2008 una deuda del 40,2% del PIB.

A partir del año 2011, se adoptan políticas económicas basadas en una gran reducción del gasto público, los recortes y un incremento de los ingresos públicos mediante impuestos, todo ello motivado por la presión que la Unión Europea nos exigía y los efectos que la crisis económica estaba dejando.

En 2012 se firmó el tratado de la Unión Económica y Monetaria de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, en el que los países partícipes de esto se

comprometían a mantener estabilidad en sus cuentas públicas y situación de superávit. Sin embargo, los ingresos no fueron suficientes como para no seguir endeudándonos ya que la deuda se situaba en el 86,3% del PIB, es decir, más de 50 puntos por encima de cómo estaba hace 5 años. A partir de 2013 el nivel de gasto público comienza a contenerse.

Introduciéndonos en la evolución de la deuda de las Comunidades Autónomas, que es la que más destaca detrás de la del Estado, observamos que en esta segunda etapa hay un incremento significativo, esto es debido a la caída en la recaudación tributaria por la crisis financiera de la burbuja inmobiliaria, esto ha deteriorado las cuentas públicas del estado y a su vez las de las Comunidades Autónomas. También influyó el crecimiento del gasto para hacer frente a los servicios básicos de sanidad, educación... los cuales tenían una demanda alta en este periodo.

- Tercera etapa: 2014 - 2020: En 2014, la deuda pública en España alcanza su máximo: 100,4% del PIB. Esta cifra supone una subida de 4,9 puntos respecto al año 2013 que fue del 95,5% del PIB, convirtiéndonos así en uno de los países con más deuda respecto al PIB del mundo.

A partir de 2015 la economía mostró pequeños y paulatinos pasos de crecimiento y descenso del gasto público frente al PIB, los desequilibrios fiscales se fueron reduciendo y la deuda perdió peso con respecto al PIB. En 2018 la ratio de deuda sobre el PIB se situaba en el 97,6%, tres puntos menos que en el máximo de 2014.

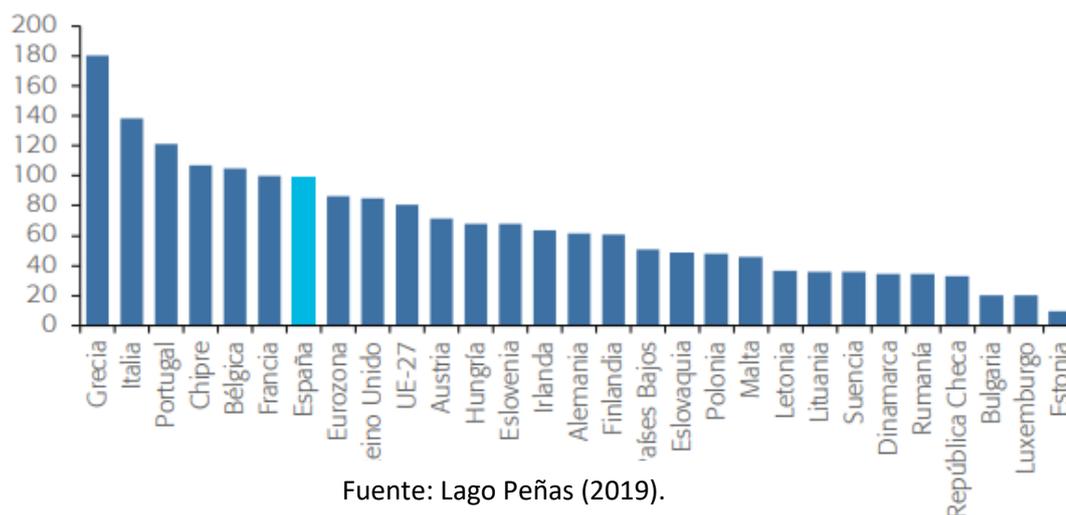
Desde 2014 hasta 2019 la deuda ha estado bastante estabilizada entorno al 100% del PIB (este dato se puede apreciar claramente en el gráfico anterior). Desde que la deuda comenzó a crecer se ha tenido el claro objetivo de intentar reducirla y que la economía de España se vaya recuperando poco a poco. El año 2019 terminó con indicadores de que por fin esa curva iba a comenzar a decrecer, pero el 2020 trajo consigo una pandemia mundial para la que nadie estaba preparado y que no favorecerá en absoluto a la situación económica en nuestro país.

Comparación deuda pública española con el resto de Europa (Véase Lago Peñas, 2019).

Como podemos observar en el gráfico 2, en el que se compara la deuda pública de España con el resto de la Unión Europea, podemos observar como la mayoría de países mediterráneos (Grecia, Italia, Francia) y Portugal, Chipre y Bélgica poseen

un nivel de deuda mucho mayor que el nuestro, pero que no es confortante ya que somos el séptimo país con mayor nivel de deuda pública de 29 países de la Unión Europea.

GRÁFICO 2. DEUDA PÚBLICA UNIÓN EUROPEA



El aumento de la deuda pública española y su resistencia a la baja durante los últimos años tiene mucho que ver con el estancamiento del denominado déficit estructural. El déficit estructural es muy útil para desagregar el déficit público, ya que suprime el efecto del ciclo económico y permite conocer la congruencia de fondo entre gastos e ingresos públicos.

La Comisión Europea sitúa a España entre los países con mayor déficit estructural. Ante esta situación de desequilibrio, la vulnerabilidad es un factor acuciante ante situaciones complejas y fuera de control (reducción del crecimiento económico, subida de tipos de interés y tormentas financieras). Además, un déficit estructural por encima del -2% merma nuestra capacidad de respuesta ante una colisión macroeconómica. El efecto de los estabilizadores automáticos colocaría rápidamente el déficit muy por encima del -3%, con lo que la respuesta de impulsos fiscales de tipo discrecional se vería limitada.

Para dar solución a este desequilibrio podríamos centrarnos en tres pivotes fundamentales: el marco institucional, las herramientas financieras y la voluntad (véase Lago Peñas, 2019b).

Respecto al marco institucional las conclusiones que podemos extraer son positivas. La UE ha aplicado un índice de exigencia elevado de las reglas fiscales con el objetivo de

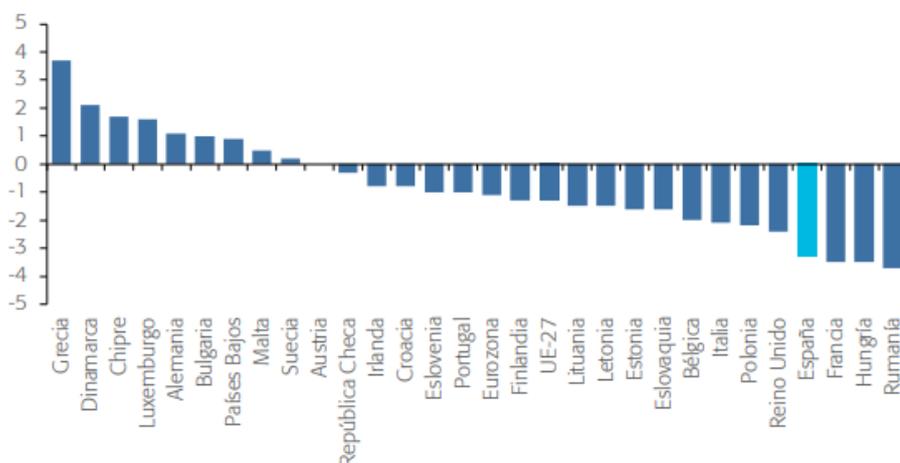
contribuir al mantenimiento de la estabilidad macroeconómica del área del euro. Además, desde la perspectiva nacional, se contribuye a reforzar a las finanzas públicas de cada país de la fortaleza adecuada para solventar posibles acontecimientos recesivos futuros y para asegurar su sostenibilidad a largo plazo. En 2019, España se sitúa en el 7º puesto entre los 28 países de la UE. Por tanto, desechamos la idea de que las reglas fiscales sean causa y solución principal para el problema del déficit.

En cuanto a las herramientas existe un amplio consenso en aplicar varias reformas. Señala Lago Peñas (2019a), que una reforma tributaria a fondo, junto con un cambio de referencia en la evaluación de la rentabilidad social del gasto, lograría transparencia, igualdad y estabilidad en las cuentas públicas españolas.

Ante la crisis económica, golpeada por el efecto colateral de la crisis sanitaria padecida en la actualidad y, por el momento, sin fecha de caducidad, no hay previsión de ningún progreso hacia la reducción del déficit estructural, lo que nos posiciona ante un avance marginal en el proceso de consolidación fiscal.

Por último, nos queda hablar del pivote de la voluntad que es el que realmente no funciona. La sociedad española y sus representantes políticos mantienen actitudes despreocupadas con respecto a enfrentar el desafío del equilibrio. El Centro de Investigaciones Sociológicas, en el cuestionario que realiza de 54 problemas principales, no hace alusión al déficit del endeudamiento público. La falta de actuación coordinada y de consenso entre las diferentes fuerzas políticas tampoco ayuda a dar soluciones, la aprobación de los presupuestos generales se pospone sesión tras sesión.

GRÁFICO 3. DÉFICIT ESTRUCTURAL EUROZONA



Fuente: Tomado de Lago Peñas (2019).

El gráfico 3 realiza una estimación elaborada por la Comisión Europea del año 2019, España no queda en buena posición: solo Francia, Hungría y Rumanía obtiene un déficit estructural por encima del nuestro. España (junto con Francia y en menor medida, Italia y Bélgica) tiene que replantearse las medidas e indicadores precisos con la suficiente efectividad como para solventar su deuda excesiva.

Desde el año 2014 hemos logrado un fuerte crecimiento, sin embargo, no hemos sabido aprovecharlo. Según la AIREF el efecto positivo del crecimiento del PIB nominal habría permitido reducir la ratio de deuda 18 puntos porcentuales hasta 2019, sin embargo, el déficit estructural ha solapado ese efecto casi en su totalidad (Véase Lago Peñas, 2019b)

3. EFECTOS DE LA DEUDA PÚBLICA SOBRE LA ECONOMÍA

Factores como la experiencia, observación y desarrollo de los países nos llevan a concluir que un endeudamiento elevado conlleva un efecto negativo sobre el crecimiento económico, en torno al 70%- 90% del PIB (Hernández de Cos, López y Pérez, 2018).

La disminución de crecimiento económico viene provocada por una menor inversión privada y los efectos cambiantes de la política fiscal. Analizamos a continuación esta problemática siguiendo el trabajo de Hernández de Cos, López y Pérez (2018). Respecto a la inversión podríamos adelantar que sufriría un desplazamiento debido a la necesidad de atender una elevada financiación de la deuda pública. Respecto a la política fiscal, en

escenarios de crecimiento económico moderado, el mantenimiento de un elevado nivel de deuda pública conlleva mantener superávits presupuestarios primarios elevados durante plazos de tiempo largos.

Una deuda pública elevada necesita financiación a corto plazo, por lo que la economía de un país queda sujeta a la actuación cambiante de los mercados financieros. Una política fiscal contra cíclica moderaría el ciclo económico, compensando caídas temporales en la demanda privada con un mayor gasto público. Sin embargo, su aplicación se reduce ante niveles altos de deuda pública. Por el contrario, una política fiscal procíclica tiende a intensificar la volatilidad de la economía, acentuando las fases de expansión y contracción en relación con su tendencia. También dificulta poder mantener la sostenibilidad de la deuda pública al crecer ésta con el ciclo.

Cuando un presupuesto depende de un margen de maniobra limitado para acomodar desviaciones, una regla fiscal anticíclica es la opción para abrir espacios fiscales. Ningún activo está libre de riesgo en su totalidad y la mejor manera para reducir el riesgo es diversificar. Esto se podrá llevar a cabo si los agentes privados, nacionales e internacionales confían en la sostenibilidad de la deuda pública ya que estarán abiertos a adquirir deuda de un país y, si existe un margen que permita, en tiempos de crisis, que la deuda aumente sin influir negativamente en las finanzas públicas del país.

Los argumentos a los que hacemos referencia en el apartado anterior son la base justificativa ante la imposición de límites legales al nivel de endeudamiento en los marcos presupuestarios tanto nacionales como, en el caso europeo, en el contexto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En 2005 se inició la reforma del PEC, que se intensificó tras el estallido de la crisis financiera, al comprobar que el conjunto de reglas y procedimientos que emplean los países de la UE para supervisar las políticas fiscales de sus Estados miembros, no habían sido suficientes para promover una conducción suficientemente equilibrada de las cuentas públicas durante la anterior fase expansiva.

En el proceso de reforma se han ido añadiendo reglas y mecanismos para hacer frente a las debilidades y para acabar con la ambigüedad de algunos elementos del PEC en su diseño original. Todas estas reformas se han implementado con el objetivo de lograr un equilibrio entre el rigor presupuestario y la necesidad de mantener cierta flexibilidad y capacidad estabilizadora de la política fiscal, en un contexto económico. Una de las reglas de esta reforma es que la ratio de deuda sea inferior al 60% del PIB, o disminuyendo a un ritmo satisfactorio (al menos, 1/20 de la diferencia entre el nivel de deuda observado y el

60%). Con esta reforma se pretende corregir la falta de criterio cuantitativo que hubo en la deuda pública como variable para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas.

La modificación del marco presupuestario español que comenzó en septiembre de 2011 con la reforma de la Constitución y su desarrollo posterior en abril de 2012 a través de la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF), otorgó mayor importancia a esta variable. Se estableció un límite específico, no previsto en las leyes de estabilidad anteriores, de forma que su peso sobre el PIB no podrá superar el 60% y tendrá un periodo transitorio hasta 2020 para su aplicación. Para su consecución se exige que la ratio de deuda pública sobre el PIB para cada Administración se reduzca al ritmo necesario en promedio anual para alcanzar este límite y además, se exigen los siguientes requisitos para disminuir el volumen de deuda:

- La variación de los empleos no financieros de cada Administración no será superior a la tasa de crecimiento real del PIB de la economía española.
- Cuando la tasa de crecimiento real de la economía nacional sea al menos del 2% anual o genere empleo neto con un crecimiento de al menos el 2% anual, la ratio de deuda pública disminuirá cada año, como mínimo, en 2 puntos porcentuales del PIB.

Igualmente, la norma concede primacía absoluta al pago de los gastos de intereses y del capital de la deuda pública sobre el resto de compromisos presupuestarios, lo cual puede ser fundamental para disipar la incertidumbre que pueda surgir sobre el estado de las finanzas públicas en momentos de crisis financiera o menor confianza.

Más allá de los niveles exigidos por los diferentes marcos presupuestarios, continúan Hernández de Cos, López y Pérez (2018), existen niveles prudentes de deuda pública para cada país, de forma que si no se consiguen se entraría en un escenario vulnerable y sujeto a un mayor escrutinio de los mercados financieros. Sin embargo, no hay consenso sobre un marcador cuantitativo que mida estos niveles prudentes o límites de deuda ya que, hasta el momento, se ha observado que los pocos episodios de default soberano se han producido en países con una economía emergente. Por el contrario, sí que existe un consenso para simplificar y hacer más transparentes las reglas fiscales para evitar que su complejidad pueda erosionar su credibilidad y entorpecer el cumplimiento de los compromisos. En este sentido, se ha propuesto la aplicación de un marco más sencillo, con un único objetivo de medio plazo establecido en términos de la ratio de deuda pública,

donde en última instancia se acaben reflejando todas las decisiones presupuestarias, y una única regla, instrumentada por el lado del gasto. En efecto, la elección de una regla de gasto puede resultar equivalente a establecer un compromiso de mantenimiento de un saldo presupuestario equilibrado a lo largo del ciclo, de modo que en circunstancias adversas se permite un funcionamiento pleno de los estabilizadores automáticos.

Reinhart y Rogoff (2010) realizaron un estudio sobre el efecto de la deuda en el crecimiento para argumentar que el crecimiento del PIB se ralentiza severamente cuando el nivel de deuda pública supera el 90% del PIB.

Ahora bien, su trabajo ha sido objeto de numerosas críticas, tal como se puede ver en el artículo de *The Economist* (2013) y Garicano (2013). Para su realización se basaron, usando correlaciones estadísticas, en la observación de 20 países desarrollados durante un período de más de dos siglos (1790-2009), concluyendo que el crecimiento promedio, una vez que la deuda alcanza el umbral del 90% del PIB, se reduce de más del 3% anual al 1,7% (Esteve y Tamarit, 2016). Sin embargo, en otra muestra más corta de la posguerra, una vez alcanzado el umbral del 90% el crecimiento medio baja del 3%, aproximadamente, al -0,1%. La claridad de este punto de inflexión despertó el interés y la crítica de varios autores. En la jerga económica la relación deuda-crecimiento no era lineal y conforme la deuda va en ascenso, las tasas de crecimiento se reducen constantemente. En cambio, los niveles de deuda parecen satisfactorios hasta que se alcanza un punto crítico, y luego no es así. Reinhart y Rogoff (2010) concluyeron que superado el umbral del 90% nos podríamos trasladar a un escenario donde aumentase el riesgo del mercado, traducido en tasas de interés elevadas o estrés en los mercados financieros, con las consiguientes medidas de austeridad, inflación o incumplimiento.

Para otros autores el umbral del 90% puede ser el resultado de una interpretación errónea de la observación, al usar modelos pooled (modelo de panel con efectos comunes) en lugar de heterogéneos. Algunos estudios, basándose en la econometría, fijan de forma exógena los puntos de corte o umbrales, como es el caso de Reinhart y Rogoff, otros autores los buscan de forma endógena (véase Esteve y Tamarit, 2016).

Para evitar diferentes resultados según las magnitudes aplicadas, se propone utilizar una metodología lo suficientemente flexible con el objetivo de analizar la relación entre las dos variables, sin establecer ningún supuesto previo sobre la forma funcional y que permita evitar modificación de variables que seguramente no son estáticas. No hacerlo así en estudios precedentes puede haber sido la razón de extraer conclusiones erróneas.

4. EL IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA EN EL AÑO 2020.

En el mes de abril el gobierno realizó una previsión de déficit del 10,3% del PIB en 2020, equivalente a 115.000 millones de euros. Sin embargo, esta estimación, en tan solo tres meses, ha pasado a situar el déficit de 2020 entre el -11,9% y el -14% del PIB, equivalente a un intervalo entre 133.000 y 161.000 millones de euros. Es decir, hasta un máximo de 46.000 millones por encima de las previsiones de abril. De igual forma, la deuda pública aumentará sobre 25 puntos de PIB, superando así el 120% (Véase Romero y Sanz, 2020).

Entre las causas que han originado esta sustancial modificación es un período tan breve de tiempo se encuentra la fuerte contracción de la economía ligada al gran incremento de los gastos (sanidad, expedientes de regulación temporal de empleo, cese de autónomos e ingreso mínimo vital) y la caída automática en la recaudación.

4.1. EL DESPLOME DE LA ECONOMÍA Y SUS EFECTOS SOBRE EL DÉFICIT PÚBLICO.

En este apartado seguimos el trabajo de Romero y Sanz (2020), muy reciente, y en que se resume la situación de déficit y deuda en España derivada de la crisis del COVID-19. En las series históricas trimestrales, disponibles desde los años setenta, no hay constancia de caídas tan intensas y bruscas del PIB como las ocurridas durante la primera mitad de 2020. A modo de ejemplo podemos citar que, durante la Gran Recesión iniciada en 2008, el PIB se redujo un 3% en el primer trimestre de 2009. Sin embargo y contradiciendo lo anterior, la pandemia generada por el Covid-19 ha fragmentado el crecimiento económico de España para 2020.

Una de las consecuencias más negativas es la merma sobre las cuentas públicas. Debido al shock exógeno de índole global y naturaleza sanitaria, el PIB se ha contraído el 5,1% durante el primer trimestre de 2020.

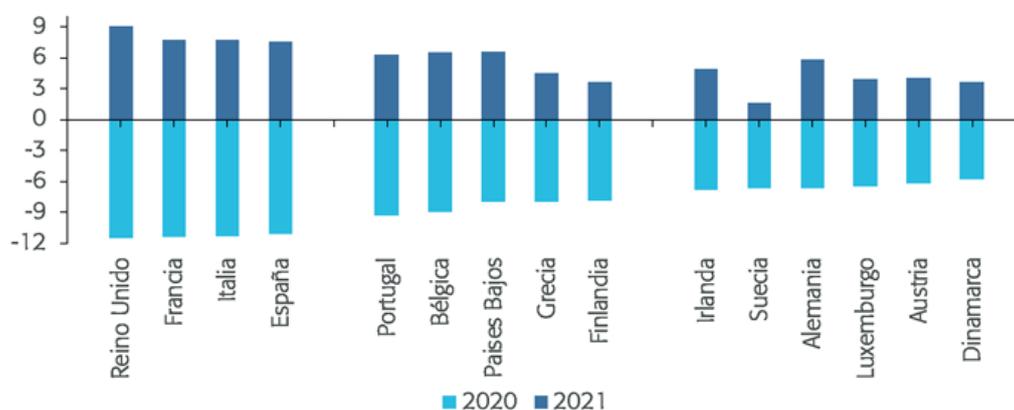
En un principio, la actividad económica empezó a recuperarse en España en mayo, sin embargo, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) avisó de una nueva ralentización que se confirmaría en las semanas sucesivas. España depende, en gran parte, del sector turístico que ha sido uno de los más afectados negativamente por

las restricciones de movimiento impuestas durante el estado de alarma, tanto en España como en los países de los que provienen los turistas internacionales.

Por otro lado, la incertidumbre es un factor que no ha contribuido a la recuperación económica, sino todo lo contrario, ha favorecido su contracción debido a la contención del gasto en contrapartida a futuros escenarios económicos vulnerables y persistentes en el tiempo que dure esta crisis sanitaria. La incertidumbre afecta negativamente las decisiones de consumo de los hogares, la inversión de las empresas y las compras de los países que son clientes de nuestras exportaciones.

El Plan Europeo de Recuperación aprobado el 21 de julio, por el Consejo Europeo, podría impulsar el crecimiento económico por encima de las previsiones disponibles. España puede ser beneficiaria de recibir cerca de un 11% de su PIB, con ayudas directas para estimular la economía mediante inversiones orientadas a la transición ecológica, la digitalización de la economía y la movilidad sostenible. No obstante, dichos fondos, además de ser limitados cuantitativamente, están más orientados a reformas estructurales que a asegurar la reactivación económica a corto plazo. Un rasgo común a todos los países de la UE es que el crecimiento de 2021 no permitirá compensar la contracción de 2020

GRÁFICO 4. CRECIMIENTO DEL PIB EN 2020. (En porcentaje)



Fuente: OCDE (2020a).

Fuente: Tomado de Romero y Sanz (2020)

Ante la situación de emergencia sanitaria provocada por el Covid-19, señalan Romero y Sanz (2020), la Actualización del Programa de Estabilidad 2020 (APE-2020) introduce un nuevo marco, absolutamente excepcional, para menguar los efectos directos sobre los niveles de déficit y deuda:

- Los límites de déficit y deuda se han suspendido para que los países de la UE puedan aumentar el gasto público en políticas que refuercen el sistema sanitario y el económico. A diferencia de otros países de la UE, España ha podido prestar menos apoyo a las empresas españolas, debido a que las cuentas públicas en 2019 cerraron con un nivel de déficit del 2,83% y del 95,5% de deuda.
- La cláusula de escape (que se refiere a la suspensión temporal del PEC, que obliga a los países de la UE a mantener controlado el déficit la deuda pública) ha permitido que España posponga el ajuste de 7.800 millones.

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE DEFICIT ENTRE ABRIL Y JUNIO DE 2020. (En porcentaje sobre el PIB)

Gobierno (APE-2020) abril 2020	-10,3	
Informe AIReF - abril 2020	-10,9	-13,8
Informe AIReF - julio 2020	-11,9	-14,4
Variación	+1 punto	+0,6 puntos
Banco de España - abril 2020	-7,2	-11,0
Banco de España - junio 2020	-9,5	-11,2
Variación	+2,3 puntos	+0,2 puntos
Consenso panel de Funcas - mayo 2020	-10,8	
Consenso panel de Funcas - julio 2020	-11,9	
Variación	+1,1 puntos	
FMI - abril 2020	-9,5	
FMI - junio 2020	-13,9	
Variación	+4,4 puntos	

Fuentes: FMI (2020), Gobierno de España (2020), Banco de España (2020a), AIReF (2020a,b), Funcas (2020a,b).

Fuente: Tomado de Romero y Sanz (2020).

Cualquier previsión de estimación de pérdidas que se pueda realizar, estará sujeta a cambios bruscos e imprevistos originados por el desconocimiento, falta de información y actuación descoordinada sobre la pandemia.

4.2. EL AGRAVAMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA EN 2020

Siguiendo a Romero y Sanz (2020), la APE-2020 estima que el nivel de deuda pública alcanzaría en 2020 el 115,5% del PIB con un aumento de 20 puntos respecto del 95,5% de 2019. La deuda pública pasaría de 1,189 billones de euros en 2019 a 1,293 en 2020,

con un incremento de 103,9 mil millones. A efectos comparativos, el gráfico muestra las estimaciones disponibles sobre nivel de deuda pública en 2020.

GRÁFICO 6. ESTIMACIONES EN EL NIVEL DE DEUDA PÚBLICA EN 2020. (En porcentaje del PIB)

<i>Institución</i>	<i>Mes de actualización</i>	<i>2019</i>	<i>2020</i>	<i>Δ 2019 -20 (puntos del PIB)</i>
Ejercicio cerrado		95,5	–	–
Previsión del gobierno (APE-2020)	Abril		115,5	20
AIReF	Mayo		115,7 - 122,4	20,2 - 26,9
	Julio		117,6 - 123,2	22,1 - 27,7
Panel de Funcas	Mayo		115,0	19,5
	Julio		116,1	20,6
Banco de España	Junio		114,5 - 119,3	19,0 - 23,8
BBVA Research	Julio		>120	>20,0
OCDE	Junio		117,8 - 129,5	22,3 - 34,0
FMI	Junio		123,8	28,3
Comisión Europea	Junio		115,6	20,1

Fuentes: FMI (2020), OCDE (2020a), Comisión Europea (2020), Gobierno de España (2020), Banco de España (2020a), AIReF (2020a,b), BBVA (2020), Funcas (2020a,b).

Fuente: Tomado de Romero y Sanz (2020)

En un hipotético escenario de recuperación rápida de la economía, tanto el gobierno como AIReF, Banco de España u OCDE, estiman un crecimiento sobre 20 puntos. Por el contrario, ante una recuperación más lenta, la deuda pública aumentaría hasta los 23,8 puntos según el Banco de España, 27,7 según la AIReF y 34 puntos según la OCDE.

En conclusión, según estas tres instituciones la deuda pública podría aumentar en 2020 entre 146,3 y 260,5 mil millones de euros. De esta forma, la deuda se elevaría desde 1,189 billones de euros en 2019 hasta el rango 1,335 a 1,449 billones en 2020.

Es la segunda vez, en algo más de una década, que el nivel de deuda pública sufre, lo que Romero y Sanz (2020) llaman un “cambio de escala”. Como consecuencia de la crisis financiera de 2008 y la actual generada por Covid-19, el nivel de deuda española sufrirá un aumento, entre 2008 y 2020, de más de 80 puntos del PIB equivalente, aproximadamente, a 0,9 billones de euros. En plena fase expansiva (2014 a 2020) el nivel de deuda pública disminuyó 5,2 puntos del PIB a raíz del aumento de un 14,4% de los

pasivos de circulación, mientras que el PIB creció un 20,6%. En 2020 la deuda pública española subirá un nuevo escalón que le hará ascender, al menos, 25 puntos del PIB.

El problema con el que se encontrará España a partir de 2020 será la sostenibilidad de la deuda en el largo plazo ya que, dejando a un lado los problemas de financiación que puedan surgir en el medio plazo, un elevado nivel de deuda conlleva fuertes restricciones para poder enfrentar futuros e inesperados shocks exógenos y para actuar bajo una política contracíclica. Por todo ello es necesario planificar un proceso de consolidación fiscal de largo plazo para poder situar la ratio de deuda por debajo del 60% del PIB.

Mientras la cláusula de escape esté activa, al menos hasta 2021, el proceso de consolidación fiscal no empezará hasta 2022. Los puntos que señalan Romero y Sanz (2020) son los siguientes.

El primer punto a abordar del proceso deberá centrarse en el lado del gasto, acometiendo posteriormente la reforma del sistema tributario, para soslayar un deterioro aún mayor de la actividad económica.

Es aconsejable reducir la carga fiscal, al igual que ya lo han hecho otros países de la UE, tanto media como marginal, de los impuestos que más repercuten en el crecimiento económico: el Impuesto sobre Sociedades (IS) y el Impuesto sobre las Rentas Personales (IRPF). A pesar de que este recorte no iría a favor del saneamiento de las cuentas públicas a corto plazo, esta sería la forma más eficaz para proteger el tejido productivo, además de asegurar una mayor recaudación futura a largo plazo. De no hacerlo así, la capacidad productiva, y por tanto recaudatoria, podría sufrir un daño irreversible con el consiguiente retraso, o incluso imposibilitarían, para su activación durante largo tiempo.

El gran problema al que se enfrenta España no es a poder hacer frente a la deuda pública sino a compensar la pérdida de capital humano con la consiguiente reducción de productividad y rentabilidad que van a sufrir las empresas y a la reducción de impuestos que va a afectar negativamente a las arcas del gobierno. El cierre inminente y a corto plazo que se va a producir en pequeñas y medianas empresas va a ser un lastre para la recuperación económica, más aún cuando va a depender de la recuperación sanitaria.

Se está produciendo un aumento del ahorro en previsión a la incertidumbre que estamos viviendo por el Covid-19, con lo que el gasto público está disminuyendo y el dinero deja de fluctuar. El miedo es el principal factor para la paralización de una economía y de una sociedad en todos sus aspectos estructurales y funcionales.

5. EL PROBLEMA DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA TRAS EL COVID -19.

A diferencia de la recesión producida en 2008 y 2009 la situación actual de crisis sanitaria, económica y social, originada por la pandemia de coronavirus, nos enfrenta a un shock mundial. Como bien indica la presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde (2020), las políticas públicas deberán ser capaces de adoptar las medidas necesarias y precisas para mitigar el impacto negativo que supondrá dicha pandemia para el crecimiento económico. Una gran parte de la economía se estanca por las medidas de contención adoptadas para evitar el aumento progresivo de contagios. Para contrarrestar la paralización de la economía, muy aguda en ciertos sectores (restauración, hostelería, culturales...) las políticas sanitarias y fiscal deberán ser el eje central sobre el que gire una respuesta que ayude a controlar la propagación del virus para poder volver cuanto antes a la normalidad.

La política monetaria deberá centrarse en mantener la liquidez del sector financiero y en asegurar que todos los sectores de la economía se puedan beneficiar de unas condiciones de financiación justas y propicias. Cuando el gasto privado se reduce hasta niveles mínimos las condiciones de financiación se agravan poniendo en riesgo la estabilidad de precio (Lagarde, 2020).

Tanto en la eurozona como en el resto del mundo, el descenso trepidante de la economía se hace visible en todas las clases de activos. Ante este nuevo e inusual escenario las condiciones de financiación son más rígidas (con vencimientos más largos). La curva de tipo de interés sin riesgo asciende y las curvas soberanas, que influyen en la fijación de precio de todos los activos, han aumentado de forma universal y dispersa.

Para contrarrestar los perjudiciales riesgos para el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE en marzo de 2020, lanzó el Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP por sus siglas en inglés), con un importe de 750.000 millones de euros hasta final de año, que se añaden a los 120.000 millones de euros acordados el 12 de marzo. Conjuntamente estas medidas representan el 7,3% del PIB de la zona del euro. Es un programa que solo estará operativo mientras dure la pandemia. El PEPP destaca por tres ventajas fundamentales: en primer lugar, se ajusta al fenómeno exógeno que vivimos y afecta a todos los países miembro de la Unión Europea. En segundo lugar, interviene la curva de rendimientos evitando la segmentación financiera y

la desviación de los precios del crédito. En tercer lugar, el programa está dotado para gestionar contextos envueltos de incertidumbre y medidas drásticas.

Lo anterior se evidencia en las condiciones del nuevo programa, las cuales permitirán que haya fluctuaciones en el reparto de los flujos de adquisición a lo largo del tiempo, entre las distintas clases de activos y entre jurisdicción.

El hecho de que nuestro sector público ya poseía un nivel de endeudamiento elevado antes de la aparición del Covid-19, ha provocado que esta ratio se incremente hasta niveles que ponen en duda su sostenibilidad futura. En la sostenibilidad de la deuda pública influye el nivel de deuda del que se comienza, el saldo fiscal, los intereses a pagar por la deuda y el crecimiento de la economía. Este último elemento es un factor clave, ya que representa los recursos disponibles para repagar la deuda en un futuro, la relación entre crecimiento y tipo de interés es fundamental ya que conforme aumenta el crecimiento económico respecto al tipo de interés, más posibilidades hay que aminorar la carga de la deuda.

Respecto a lo anterior, el Banco Central Europeo (BCE) ha fijado unos tipos de interés los suficientemente bajos como para que la sostenibilidad de la deuda no se resienta. Por todo ello, y tal como señala Morrón (2020), es imprescindible que se produzca una respuesta de política económica encaminada a una rápida recuperación de la economía, con el fin de lograr un crecimiento de la actividad netamente superior a la de los intereses. El hecho de que tanto el BCE como el crecimiento futuro tengan un papel clave en la sostenibilidad de la deuda pone de manifiesto que los países de la unión europea con mayor deuda tendrán que hacer frente a un contexto relativamente quebradizo.

En opinión de Morrón (2020), conviene implementar políticas fiscales que ayuden al crecimiento económico, poniendo especial vigilancia en su disciplina con el fin de evitar una precisión del crecimiento. Ante este camino difícil pero no imposible, uno de los límites viene establecido por el saldo fiscal primario (el que excluye el pago de los intereses) que hace posible mantener la ratio de deuda estable en sus niveles proyectados para 2020. El otro extremo está delimitado por el saldo que conseguiría disminuir la deuda hasta el 60% a veinte años vista. Tanto la aplicación de tipos bajos de interés por parte del BCE como la probabilidad del crecimiento del PIB vuelva a la normalidad auguran contextos de cierta seguridad: todas las principales economías de la eurozona podrían conseguir el descenso de su ratio de deuda con una política fiscal incluso más laxa que la fijada en 2015-2019. Sin embargo, España, Italia y Francia necesitarían saldos primarios más positivos que los alcanzados en los últimos años.

La sostenibilidad de la deuda está sustentada sobre el colchón del BCE, pero tendremos que poner en práctica, tras la acción coordinada de la política económica, medidas que soporten entornos exigentes y que se puedan implementar para estimular el crecimiento económico y mejorar la gestión del gasto público ya que la preocupación no está en reducirlo si no en su ineficiencia en la gestión, y es por ello que un mejor control de éste nos proporcionaría más sostenibilidad. No es necesario un mayor gasto destinado a derroches, sino un buen control de éste, repartiendo las cantidades necesarias a las partidas oportunas.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha analizado la situación actual de la deuda pública española, el efecto de la crisis sobre la misma y los posibles problemas de sostenibilidad en un futuro más cercano.

El impacto de la pandemia de COVID-19 ha provocado una regresión dando lugar a un incremento del déficit presupuestario y de la deuda pública, lo que conlleva un deterioro de las cuentas públicas, ya que los ingresos tributarios disminuyen con más fuerza y rapidez, en un momento en el que la cantidad de gasto es muy necesaria para hacer frente a la pandemia. Somos de los países más afectados económicamente de la Unión Europea por esta pandemia y a esto le sumamos que el margen de maniobra, al comenzar ésta, era mínimo debido a que nuestro nivel de deuda pública estaba en torno al 100% del PIB. Gracias a la implementación del Programa de Compras de Emergencia Pandémica (PEPP) y a los bajos tipos de interés, el nivel de deuda pública tan elevado que poseemos no parece preocupar a corto plazo. Sin embargo, la literatura empírica ha puesto de relieve que un sobreendeudamiento puede traer problemas si la situación no mejora. Es por ello que, antes de que la política fiscal o monetaria se vean afectadas negativamente y no pueda ser eficiente su aplicación, debemos realizar un replanteamiento de todos nuestros recursos y del manejo de la economía ya que, si no, en sucesivas crisis, nos encontraremos peor que en el punto de partida y los amortiguadores que nos ayuden no serán tan eficaces.

Creo que la solución está en la forma de gestionar la sostenibilidad del sistema, ya que llevamos, desde la Gran Recesión, en un continuo y paulatino crecimiento económico en el que el déficit y, con éste, la deuda pública toma elevados valores. Las políticas que se están adoptando no están maximizando los recursos verdaderamente importantes para

impulsar la productividad y con ello el crecimiento económico. Con esto me refiero a que, de esta forma, conseguiríamos un menor nivel de deuda pública y el cambio en los tipos de interés no nos influiría tan negativamente como si llegase a modificarse, al alza, ahora o a corto plazo.

7. BIBLIOGRAFÍA

Esteve, V. y Tamarit, C. (2016). Deuda pública y crecimiento económico en España, 1851-2013. *Cuadernos de Información Económica*, 253. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/253art04.pdf

Garicano, L. (2013). El error de Reinhart y Rogoff. Blog Nadaesgratis. 18 de abril. Disponible en: <https://nadaesgratis.es/garicano/el-error-de-reinhardt-y-rogooff>

Hernández de Cos, P., López, D. y Pérez, J. (2018). Los retos del desapalancamiento público. *Documentos Ocasionales del Banco de España*, núm. 1803. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/18/Fich/do1803.pdf>

Lagarde, C. (2020). Nuestra respuesta frente a la emergencia del coronavirus. Blog del BCE. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.es.html>

Lago Peñas, S. (2019a). Consolidación fiscal: un avance sin expectativas de mejora. *Cuadernos de Información Económica*, 274. Disponible en: https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/274art03.pdf

Lago Peñas, S. (2019b). El déficit público español: un desequilibrio enquistado. *Blog de Funcas*. Disponible en: <https://blog.funcas.es/el-deficit-publico-espanol-un-desequilibrio-enquistado/>

Morrón, A. (2020). ¿Debe preocuparnos la sostenibilidad de la deuda pública en la eurozona? *Boletín Mensual de La Caixa*, 445. Disponible: <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/sector-publico/debe-preocuparnos-sostenibilidad-deuda-publica-eurozona?index>

Reinhart, C. M. y Rogoff, K.S. (2010). Growth in a time of debt. *American Economic Review*. 100 (2).

Romero, D. y Sanz, J.F. (2020). Impacto del COVID-19 sobre déficit y deuda en 2020: más dañino de lo inicialmente previsto. *Cuadernos de Información Económica*, 278. Disponible en: <https://www.funcas.es/articulos/impacto-de-covid-19-sobre-deficit-y-deuda-en-2020-mas-danino-de-lo-inicialmente-previsto/>

The Economist (2013). *Revisiting Reinhart-Rogoff*, 17 april. Disponible en: <https://www.economist.com/free-exchange/2013/04/17/revisiting-reinhart-rogoff>

https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/253art04.pdf