

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

Análisis de la deuda pública española en el marco de la Eurozona
(Analysis of Spanish public debt in the Eurozone framework)

Autoría: Ana Victoria Fuentes Jiménez y María Elena Hernández Negrín

Tutorizado por: Carmen Dolores Álvarez Albelo

Grado en ECONOMÍA
FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO
Curso Académico 2020 / 2021

La Laguna, a 07 de junio de 2021

RESUMEN

Este trabajo estudia la evolución de la deuda pública española en el marco de la Eurozona desde 2005 hasta la actualidad. España es uno de los países grandes de esta zona y fue rescatado tras la crisis de 2007-08, por lo que la evolución de su deuda se compara con la de estos dos grupos de países. Se realiza un análisis convencional de sostenibilidad, así como un análisis de la evolución del *rating* y de la prima de riesgo. Se obtiene que la economía española: (1) presenta déficits primarios, y la sostenibilidad de su deuda descansa en los bajos tipos de interés actuales; (2) entre los cuatro países grandes, ocupa la tercera posición respecto a sostenibilidad y riesgo de su deuda, solo por delante de Italia; (3) entre los países rescatados, se encuentra por detrás de Irlanda; (4) deberá realizar un importante ajuste fiscal debido a la actual crisis sanitaria.

Palabras clave: deuda pública española, Eurozona, sostenibilidad

ABSTRACT

This work studies the evolution of Spanish public debt in the framework of the Eurozone from 2005 to the present. Spain is one of the large countries in this area and was bailed out after the 2007-08 crisis, so the evolution of its debt is compared with these two groups of countries. Conventional sustainability analysis is carried out, as well as an analysis of the evolution of the rating and the risk premium. It is found that the Spanish economy: (1) runs primary deficits, and the sustainability of its debt relies on the current low-interest rates; (2) among the four large countries, ranks third in terms of debt sustainability and risk, only ahead of Italy; (3) among the bailed out countries, is behind Ireland; (4) will have to make a significant fiscal adjustment due to the current health crisis.

Keywords: Spanish public debt, Eurozone, sustainability

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	4
2. MARCO CONCEPTUAL	5
2.1. DEFINICIÓN.....	5
2.2. ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA	6
2.3. TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA.....	7
2.4. AGENTES QUE INTERVIENEN EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA	8
3. PROBLEMÁTICA ECONÓMICA DE LA DEUDA PÚBLICA	9
3.1. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA	9
3.2. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA, AGENCIAS DE <i>RATING</i> Y PRIMA DE RIESGO	11
3.3. CAUSAS Y CONSECUENCIAS DEL <i>DEFAULT</i> Y LOS RESCATES	12
4. LA DEUDA PÚBLICA EN LA EUROZONA	13
4.1. MARCO DE LA EUROZONA	14
4.2. CRISIS DE DEUDA EN LA EUROZONA	16
5. ANÁLISIS DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA	17
5.1. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA.....	18
5.1.1. Análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública	18
5.1.2. Sostenibilidad de la deuda española.....	20
5.2. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA Y PRIMA DE RIESGO	25
6. CONSECUENCIAS DE LA COVID-19	28
6.1. IMPACTO DE LA COVID-19 EN EL MARCO DE LA EUROZONA	28
6.2. PREVISIONES PARA ESPAÑA Y LOS PAÍSES SELECCIONADOS	29
7. CONCLUSIONES	31
BIBLIOGRAFÍA	32
ANEXO 1. ESCALAS DE <i>RATING</i> DE STANDARD & POOR'S Y FITCH	35
ANEXO 2. TIPO DE INTERÉS REAL A LARGO PLAZO Y TASA DE CRECIMIENTO	36

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Deuda pública española según periodo de vencimiento (% del total), 2016-2020....	7
Tabla 2. Tenedores de la deuda pública española, 2016-2020 (% sobre el total de deuda) ..	8
Tabla 3. Características de los Estados miembros de la Eurozona	15
Tabla 4. Condiciones de sostenibilidad de la deuda pública según el análisis convencional	19
Tabla 5. Evolución del rating de deuda pública a largo plazo en moneda local de España en comparación a países grandes y rescatados de la Eurozona, 2000-2019.....	26
Tabla 6. Ratio deuda pública-PIB (%) en 2020 de los países seleccionados	30
Tabla 7. Calificación de la deuda pública a largo plazo de Standard & Poor's	35
Tabla 8. Calificación de la deuda pública a largo plazo de Fitch.....	35

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfica 1. Deuda pública (%PIB) de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019	20
Gráfico 2. Superávit (+) / déficit (-) público primario (%PIB) de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019	23
Gráfico 3. Diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento (%) de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019.....	24
Gráfico 4. Prima de riesgo de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019	27
Gráfico 5. Previsiones de la evolución de la ratio deuda pública-PIB (%) para España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2020-2026.....	30
Gráfico 6. Tipo de interés y tasa de crecimiento de los países seleccionados, 2005-2019 ..	36

1. INTRODUCCIÓN

La acumulación excesiva de deuda pública puede llevar aparejados problemas socioeconómicos importantes, implicando la aparición de fisuras dentro de los Estados del Bienestar. En la Eurozona, las crisis de deuda pública que se han originado se han visto agravadas por problemas estructurales, tales como los desequilibrios entre los países miembros que, tras el aumento del endeudamiento de las naciones debido a la disminución de los tipos de interés, no se tuvieron en cuenta, suponiendo una situación económica similar para el conjunto. Es por ello que se hace sumamente importante vigilar y controlar los niveles de deuda de los países considerando su condición económica previa.

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución de la deuda pública española dentro del marco de la Eurozona desde 2005 hasta la actualidad. Esto se llevará a cabo mediante un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda pública el cual, al presentar una serie de limitaciones, se ampliará con el estudio de los *ratings* de deuda y la prima de riesgo, ya que estos aportan más información sobre la capacidad que tiene una economía para hacer frente a sus obligaciones. A este respecto, se completará el análisis con una comparativa entre España y una serie de países con características similares. En concreto con Alemania, Francia e Italia, como países grandes de la Eurozona, y con Portugal, Grecia e Irlanda, como países rescatados por el Fondo Monetario Internacional (FMI), al ser España perteneciente a ambos grupos. En el análisis se utilizan las bases de datos del FMI, la Comisión Europea (CE), el Tesoro Público, Eurostat, Expansión/Datosmacro.com, el Banco de España y el Banco Central Europeo.

Este trabajo complementa otros ya realizados, como el de Argandoña y Carrasquero Stolk (2006) y el de Contessi (2012), que se centran en el análisis teórico convencional de la sostenibilidad de la deuda, sin incluir otros aspectos que tendremos en cuenta en el presente trabajo. Por su parte, Lojsch, Rodríguez Vives y Slavík (2011) explican los distintos conceptos de deuda pública dentro de la Eurozona, haciendo énfasis en el tamaño y composición de la misma para cada país miembro, pero sin llevar a cabo una comparativa entre ellos. Por otro lado, Días Ceballos (2015) expone las causas de la crisis de la Eurozona, además de cuestionar las políticas de austeridad, mientras que Martner y Tromben (2004) se enfocan hacia el análisis de la sostenibilidad de deuda de los países de América Latina. Finalmente, Matitos Carretero (2015) lleva a cabo un estudio de los efectos de la crisis sobre las economías de la Eurozona. Por lo tanto, nuestro estudio supone un análisis más completo, al incluir aspectos relevantes como el estudio de los *ratings* y de la prima de riesgo, además de hacer una comparación de España con dos grupos de países (grandes y rescatados) con los que comparte características, junto con un análisis de las previsiones que han realizado organismos como el FMI (2020-2026) y la CE acerca del crecimiento económico de España para 2021-2022.

De esta manera, el trabajo se estructura en 7 secciones, donde la Sección 2 describe el marco conceptual referido a la definición de deuda pública, la estructura de la misma, los tenedores de deuda y los agentes que intervienen en los mercados de esta. Le sigue la Sección 3, donde se describe la problemática económica de la deuda pública, teniendo en cuenta la sostenibilidad, su clasificación, la prima de riesgo, además de las causas y consecuencias del *default* y los rescates. Por otro lado, la Sección 4, trata la deuda pública en la Eurozona, explicando las características de los Estados miembros y las crisis dentro de la misma. En la Sección 5, se realiza un análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública española, en el que se tiene en cuenta la

ratio deuda pública-PIB, el superávit/déficit público primario y el diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento, junto con una comparativa de la calificación de la deuda asignada por las agencias de *rating* y de la prima de riesgo respecto a los países seleccionados. En la Sección 6, se estudian las consecuencias de la actual crisis sanitaria de la COVID-19, el impacto de la misma en la Eurozona y las previsiones de deuda para España y los países seleccionados. Por último, en la Sección 7 se formularán una serie de conclusiones acerca de todo el estudio realizado.

2. MARCO CONCEPTUAL

Como punto de partida, se expondrá el concepto de la deuda pública, necesario para poder comprender otros puntos claves del presente trabajo. Es por ello que es relevante conocer de qué manera se estructura dicha deuda, teniendo en cuenta los periodos de vencimiento, además de quién la posee y qué agentes intervienen en los mercados de esta, tanto en el mercado primario como en el mercado secundario. Todo esto con el fin de analizar la problemática de la sostenibilidad de la deuda pública, teniendo en cuenta una serie de aspectos importantes como las calificaciones de la deuda presentadas por las agencias de *rating*, las causas y consecuencias del *default* y de los rescates de la deuda soberana de los países.

2.1. DEFINICIÓN

Resulta pertinente comenzar definiendo el concepto de deuda pública. A este respecto, presentamos algunas definiciones que recogen diversos matices.

La Ley 47/2003 General Presupuestaria define la Deuda del Estado como un conjunto de capitales que toma este a préstamo mediante la emisión de deuda pública y operaciones de crédito, entre otros, para poder financiar los gastos públicos.

Por otro lado, según las Guías Jurídicas publicadas por la compañía Wolters Kluwer, la deuda pública está compuesta por *“el conjunto de pasivos financieros que el Estado tiene con el sector privado, estando este constituido por personas, empresas o instituciones, ya sean nacionales o extranjeras. Se presenta en forma de títulos-valores que se ofrecen al público para su compra, estableciendo unas condiciones respecto a los intereses y al plazo de amortización.”*

Por tanto, la deuda pública constituye una forma de financiación pública, a través de contratos de préstamo en los que el Estado se compromete a pagar unos intereses y a devolver el principal en una fecha de vencimiento establecida. Cabe resaltar que la deuda pública es una forma no coercitiva de financiación, que se utiliza cuando los ingresos obtenidos de forma coercitiva, es decir, los impuestos, son insuficientes para hacer frente a los gastos de las Administraciones Públicas.

Así mismo, el Estado tiene la posibilidad de usar su deuda como un instrumento de política económica, ya sea emitiéndola o amortizándola según lo requiera la ocasión. Además, la deuda pública tiene efectos macroeconómicos significativos, dado que afecta a variables como la oferta monetaria, el tipo de interés, la inversión, entre otras. Por lo tanto, al ser la deuda pública un instrumento de financiación basado en el endeudamiento, debe ser controlado y regulado pues, en caso contrario, podría acarrear consecuencias económicas, sociales e institucionales no deseadas, como un endeudamiento excesivo, el deterioro de la situación económica o del propio Estado. En el caso de España, la Ley 47/2003 General Presupuestaria establece una serie de normas respecto a la emisión de deuda pública por parte del Estado.

En definitiva, las definiciones que existen sobre deuda pública son muy variadas y entre ellas resaltan una serie de aspectos (Cuamatzin Bonilla, 2006):

- La deuda pública representa la obligación que tiene el gobierno (prestatario) con aquellos que compran los títulos gubernamentales (prestamistas).
- Por ello, el gobierno se compromete a regresar el préstamo (principal), en un periodo establecido con los intereses devengados.
- La relación existente entre el gobierno y los tenedores de valores públicos es de carácter intertemporal, debido a que el gobierno se convierte en el medio por el cual las generaciones futuras tendrán que liquidar la deuda a los prestamistas cuando los plazos se venzan.

2.2. ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA

La deuda pública se puede clasificar atendiendo a su utilización como instrumento de política económica, al plazo de vencimiento y al tipo de tenedores de la misma. A continuación, se describen estas clasificaciones (Wolters Kluwer, s.f.)

Desde el punto de vista de la creación del dinero, la deuda pública puede diferenciarse en deuda pública real o ficticia. La diferencia principal entre ambas recae sobre la figura del prestamista. Cuando el Tesoro Público emita títulos de deuda para que sean adquiridos por bancos privados, particulares o el sector exterior, esa deuda será denominada deuda real. En cambio, si la deuda es adquirida por el Banco Central, o se le otorga a este, se considera deuda ficticia, implicando una creación de liquidez a efectos monetarios.

Atendiendo al plazo de vencimiento de la deuda pública, podemos distinguir entre deuda a corto, medio y largo plazo, las cuales generalmente atienden al tipo de gasto que deben cubrir. De esta manera, la deuda a corto plazo se denomina Letras del Tesoro y se emite a 3 meses, 6 meses, 9 meses o un año, con la finalidad de cubrir los déficits de caja. Por su parte, la deuda a medio plazo o Bonos del Estado se emite de 3 a 5 años, con la intención de financiar los gastos corrientes. Por último, la deuda a largo plazo se utiliza para financiar gastos extraordinarios o grandes inversiones y se denomina Obligaciones del Estado, las cuales tienen una duración que puede llegar hasta los 50 años o incluso ser indefinida, dando lugar a la deuda perpetua. En esta última, al no tener fecha de vencimiento, los intereses son superiores a los del mercado.

Se ha de destacar la existencia de bonos y obligaciones indexadas a la inflación europea. Esto implica que el pago del principal y de los intereses atiende a las fluctuaciones de la tasa de inflación. En el caso de España y para la Eurozona, el índice de referencia es el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA), excluido el tabaco (Tesoro Público, s.f.).

La Tabla 1 muestra la estructura de la deuda pública de la economía española según el periodo de vencimiento como porcentaje de la deuda total, durante el periodo 2016-2020. Esta tabla muestra el gran peso de los Bonos del Estado y de las Obligaciones del Estado dentro de la estructura de la deuda pública española. El porcentaje que suponen ambos títulos de deuda pública sobre el total se situó por encima del 85% en el periodo estudiado. Esto implica un menor riesgo de refinanciación de la deuda en los periodos de crisis, que es el principal peligro que presentan los países debido a que podría enfrentarse a una situación en la que una gran cantidad de deuda pública pendiente deba renovarse en un periodo corto de tiempo, en el que las condiciones del mercado se deterioren de tal forma que los inversores exijan una mayor

rentabilidad o no estén dispuestos a comprar ciertos bonos u obligaciones (Lojsch, Rodríguez Vives y Slavík, 2011).

Tabla 1. Deuda pública española según periodo de vencimiento (% del total), 2016-2020

			2016	2017	2018	2019	2020
Deuda en euros	Letras	Hasta 3 meses	0,25	0,39	0,11	0,18	0,13
		6 meses	0,41	0,54	0,32	0,53	0,38
		9 meses	2,50	1,93	1,48	1,18	1,41
		12 meses	5,77	5,27	5,11	4,79	5,35
		18 meses	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Bonos y obligaciones	Hasta 3 años	7,71	4,57	4,19	3,74	5,47
		5 años	13,51	16,01	13,95	13,50	10,93
		10 años	36,38	37,10	38,26	37,91	36,90
		15 años	11,76	10,84	11,71	13,13	12,66
		30-50 años	12,54	13,97	15,66	16,20	17,37
		Indexados	3,12	4,32	5,53	5,18	5,31
		EB ¹ y notas m/p	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03
	Resto		4,23	3,81	2,90	2,92	3,51
	Asumida		1,47	0,97	0,68	0,66	0,51
Deuda en divisas			0,31	0,24	0,06	0,07	0,06

Fuente: Tesoro Público (Gobierno de España). Elaboración propia.

Nota: ¹Los eurobonos (EB) son títulos de deuda pública emitidos en una moneda distinta a la del país en el que se negocian. Sus intereses son libres de impuestos y de retención fiscal. No deben confundirse con la propuesta dentro de la Unión Europea de emisiones de deuda pública mutualizada entre todos los países miembros (Eurobono, s.f.).

Finalmente, dependiendo de quiénes sean los tenedores de la deuda, los cuales trataremos en el epígrafe 2.3, la deuda pública se divide en deuda interna, que es aquella en manos de agentes nacionales, y deuda externa, que está suscrita por agentes extranjeros, la cual genera efectos tanto en la economía nacional como en aquellas economías de donde sean los tenedores de dicha deuda.

2.3. TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA

Los tenedores de la deuda pública son muy diversos y es importante saber quiénes son, puesto que estos repercuten en el destino del pago de intereses. Si los tenedores son inversores extranjeros, los intereses los reciben estos, lo que puede entenderse como un empobrecimiento del país, ya que se exportan recursos fuera a cambio de financiación. Además, este hecho implica un aumento de las vulnerabilidades fiscales del país, por lo que en muchas ocasiones las políticas de gestión de deuda pública van encaminadas a la reducción de pasivos en manos de tenedores extranjeros (Lojsch, Rodríguez Vives y Slavík, 2011).

La Tabla 2 muestra la distribución de la deuda pública española entre los diversos tipos de tenedores durante el periodo 2016-2020. A simple vista, destaca la gran dimensión de los tenedores de la deuda pública española no residentes, encontrándose en torno al 45,26% del total. En segundo lugar, y siguiendo un orden descendente, el Banco de España y el Banco Central Europeo (BCE) son los que mayor cantidad de deuda española tienen en su posesión, siendo de media un 21,86% y, por lo tanto, son los principales tenedores nacionales. A estos les siguen las entidades de crédito residentes y las entidades de seguros, las cuales han ido disminuyendo en sus carteras la tenencia de títulos de deuda pública española a lo largo del periodo estudiado. Por

otra parte, se encuentran, con una representación reducida, los fondos de inversión, las Administraciones Públicas, los fondos de pensiones, las empresas no financieras, otras instituciones financieras y las personas físicas.

Tabla 2. Tenedores de la deuda pública española, 2016-2020 (% sobre el total de deuda)

	2016	2017	2018	2019	2020
No residentes	44,44	44,12	44,85	48,79	44,12
Banco de España (Incluye el BCE)	15,99	21,28	22,59	21,61	27,86
Entidades de crédito residentes	19,64	17,21	16,27	14,61	15,22
Entidades de seguros	10,16	9,93	9,83	9,32	8,26
Fondos de inversión	4,10	3,35	3,05	2,52	2,00
Administraciones Públicas	2,65	1,93	1,47	1,54	1,06
Fondos de pensiones	2,21	1,67	1,57	1,29	1,21
Empresas no financieras	0,39	0,24	0,13	0,09	0,09
Otras instituciones financieras	0,09	0,08	0,07	0,08	0,06
Personas físicas (hogares, ISFLSH ¹)	0,33	0,19	0,17	0,14	0,11

Fuente: Tesoro Público (Gobierno de España). Elaboración propia.

Nota: ¹Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Cada tenedor de deuda pública tiene una serie de particularidades, en el sentido de que las condiciones a las que tiene que enfrentarse el gobierno son diferentes y han de tenerse en cuenta, ya que un mayor endeudamiento del gobierno, bajo ciertas condiciones, puede provocar un desplazamiento de posibles préstamos del sector privado que son cruciales para el crecimiento económico a largo plazo. Por otro lado, una mayor participación de inversores nacionales frente a inversores extranjeros podría aplacar las consecuencias negativas que se generarían en situaciones de repentina interrupción de capital extranjero o de movimientos en el tipo de cambio, aunque esto último sería aplicable únicamente a aquellos tenedores de deuda que estén fuera de la Eurozona. Sin embargo, apoyándose en los datos comentados anteriormente, los inversores nacionales suelen ser escasos frente a los extranjeros, debido a que los nacionales cuentan con una mayor información sobre la deuda de su país, al conocer las políticas nacionales y los planes de desarrollo del mismo (Lojisch, Rodríguez Vives y Slavík, 2011).

2.4. AGENTES QUE INTERVIENEN EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA

Antes de entrar en este apartado, se hace necesario conocer la diferencia entre el mercado primario y el mercado secundario de deuda pública.

En los mercados primarios, la emisión de los productos se efectúa y verifica bajo los criterios de solvencia y liquidez, además de que la valoración de los activos financieros se realiza mediante las agencias de *rating*. Por tanto, este mercado es necesario para garantizar un buen control del instrumento financiero emitido. Por otro lado, el mercado secundario es el mercado de negociación (oferta y demanda), donde los inversores puján por conseguir precios más competitivos para maximizar su beneficio y los participantes tienen información sobre el producto para decidir si comprar o vender el activo financiero (Diferencia entre mercado primario y secundario, s.f.).

A continuación, se describen los agentes que intervienen en los mercados de deuda pública española (Tesoro Público, s.f.):

- **El Tesoro:** es el emisor de valores de Deuda del Estado y el encargado de las subastas, es decir, de la elaboración de su calendario, su convocatoria y su resolución. Su papel dentro

del Mercado de Deuda se basa en cubrir aquellas necesidades financieras del Estado, manteniendo un nivel de riesgo limitado y al menor coste posible.

- Banco de España: es el banco central nacional que actúa como supervisor del sistema bancario español junto con el BCE. También es el agente financiero de la deuda pública, facilitando procedimientos de emisión, amortización y gestión. Además, presta el servicio de tesorería de la deuda pública, manteniendo las cuentas en euros o en divisas del Tesoro, realizando ingresos y pagos, etc. Este organismo tiene prohibido comprar directamente las emisiones de deuda pública, por lo que solo puede adquirir títulos públicos en los mercados para desempeñar sus tareas de intervención monetaria.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): es el encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de valores españoles y, sobre todo, de los Valores del Tesoro. Su papel dentro del mercado consiste en supervisar los requisitos organizativos, normas de conducta, integridad de las emisiones, protección de valores, firmeza en la liquidación, requisitos prudenciales y enlaces con otros depositarios centrales.
- Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF): es un mercado secundario oficial de valores destinado a la renta fija pública y privada que está integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME). Su funcionamiento se encuentra bajo la supervisión y control de las autoridades.
- Iberclear: es una filial del BCE denominada “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.” y cumple la función de Depositario Central de Valores españoles, entre muchas más funciones.
- Miembros del Mercado: son las entidades de crédito facultadas para la compraventa de valores por cuenta propia o ajena, según les permita su estatuto jurídico.
- Creadores de Mercado: son un grupo de entidades financieras cuyo objetivo es secundar la liquidez del mercado secundario de deuda pública y difundir, junto con la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, la Deuda del Estado a nivel nacional e internacional. Existen dos grupos: los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro y los de Bonos y Obligaciones del Estado.

3. PROBLEMÁTICA ECONÓMICA DE LA DEUDA PÚBLICA

Dentro de los problemas económicos más importantes respecto a la deuda pública se encuentra la sostenibilidad de la misma, la función calificadora de las agencias de *rating* respecto a esta que haría que los países fuesen atractivos a la hora de emitir deuda, e incluso puede surgir el problema del *default*, donde se presenta la posibilidad del rescate por parte del FMI.

3.1. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

La sostenibilidad de la deuda pública implica que los gobiernos sean solventes, y dispongan de la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones financieras presentes y futuras.

Según el Banco Central Europeo (2012), la solvencia es un concepto de medio a largo plazo y requiere el cumplimiento de la restricción presupuestaria del valor actual neto (VAN), la cual implica que el valor actual de todos los pasivos vivos no puede ser mayor al de los activos vivos totales, es decir, el VAN de los futuros saldos presupuestarios primarios debe ser igual o mayor al

VAN de la deuda pública viva. Por su parte, la liquidez hace referencia al corto plazo y a la capacidad del gobierno de acceder a los mercados financieros.

Es por ello por lo que, en el análisis de la sostenibilidad de la deuda pública, ha de tenerse muy en cuenta la capacidad que tiene el gobierno de refinanciar la deuda que vaya venciendo en los mercados financieros, ya que si un país presenta cada vez más dificultades para acceder a los mercados financieros probablemente presentará problemas de liquidez y, por lo tanto, problemas con la sostenibilidad de su deuda pública, ya que al aumentar los rendimientos de la deuda la carga financiera también aumentará.

En función del análisis llevado a cabo por Argandoña Rámiz y Carrasquero Stolk (2006), la sostenibilidad de la deuda se puede plantear en proporción al PIB, debido a que los tenedores de la deuda pública tendrán en su cartera de valores una cantidad que crecerá de manera aproximada a su renta. Dicha proporción deuda pública/PIB no ha de crecer demasiado, ya que puede aparecer riesgo de solvencia por parte del Estado.

El volumen de deuda pública existente en un momento concreto dependerá del volumen de deuda existente en el periodo inicial, de los déficit primarios¹ que se habrían producido hasta ese momento, y del tipo de interés que se espera vigente, por lo que *“el volumen de deuda pública por unidad de producto aumentará cuando se produzca un déficit primario por unidad de producto”* (Argandoña Rámiz y Carrasquero Stolk, 2006: 34-35), ya que se deberá emitir deuda para financiarlo. En el caso de que se dé un superávit primario, este volumen de deuda disminuirá. Además, la deuda viva y el pago de intereses de la misma darán lugar también a la emisión de deuda pública, provocando un aumento de dicha proporción solo en el caso de que el tipo de interés real de la deuda sea mayor que la tasa de crecimiento del PIB real en ese preciso momento.

Desde otro punto de vista, la deuda pública sólo se considera sostenible cuando va junto a políticas fiscales que garanticen unos niveles de deuda realistas y factibles, en sentido económico y político. De esta forma, los eventos ajenos a la dinámica de la deuda pública en países en los que ha crecido la deuda han provocado fuertes variaciones en los precios relativos, empujando a los gobiernos a asumir deudas de otros agentes de la economía y poniendo en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública. Esto lleva a que se apliquen ajustes mayores a los valorados en un primer instante, provocando efectos negativos para el conjunto de la economía, a los cuales se hará frente mediante el fortalecimiento y la consolidación del sistema fiscal del propio país y mediante la regulación de los sistemas financieros (Martner y Tromben, 2004).

No obstante, el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública se ha centrado en la solvencia, por lo que se ha limitado a la predicción de los saldos presupuestarios futuros en un horizonte indefinido (Debrun, Ostry, Willems y Wyplosz, 2019). Además, cabe destacar la importancia de la sostenibilidad de la deuda pública principalmente para evitar el *default* - concepto que se estudiará más adelante en el apartado 3.3-, situación que puede ser prevista si se observa con antelación el comportamiento de las finanzas públicas, las cuales se hacen muy vulnerables a la coyuntura de crisis económica, debido al fuerte endeudamiento externo de corto plazo y a los tipos de cambio fijos o sobrevaluados (Martner y Tromben, 2004).

¹ El déficit primario excluye el pago de intereses de la deuda.

3.2. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA, AGENCIAS DE *RATING* Y PRIMA DE RIESGO

En el marco de deuda pública, es importante tener en cuenta qué organismos intervienen en la decisión de compra de deuda de un país, además de conocer los riesgos que supone esto y las herramientas con las que se cuenta para medir este riesgo. Por ello, es necesario conocer lo que son las agencias de *rating* y la prima de riesgo.

Como expone Losada López (2009), las agencias de *rating*, o agencias de calificación crediticia, tienen un papel fundamental en los mercados financieros, debido a que aportan información para conseguir reducir la información imperfecta que presenta el mercado. Su función concreta es asignar calificaciones crediticias (*ratings*) a emisores y a algunos tipos de emisión de deuda. Con los *ratings* se intenta reducir esa asimetría informativa existente entre inversores y emisores de deuda, y así lograr que los mercados de deuda sean más eficientes. Estas agencias cuentan con un activo principal como es la reputación, es decir, que tendrán éxito si los inversores se fían del diagnóstico que realicen sobre la capacidad crediticia del emisor y de las emisiones. Debido a esto, dichas agencias siguen una estructura de oligopolio, y a aquellas que sean nuevas les costará más construir su reputación, dándose una entrada poco frecuente de estas. Por ello, se llegó a establecer los *ratings* como inputs dentro de la regulación financiera, suponiendo para estos no solo un valor informativo, sino también regulatorio que no dependía de la reputación que tuviese la agencia emisora. Además, las autoridades financieras quisieron asegurar un mínimo de calidad, por lo que se desarrollaron unos sistemas que discriminaban a algunas agencias.

Las tres agencias de calificación más relevantes son Moody's, Standard & Poor's y Fitch, dedicadas a la investigación financiera internacional y al análisis de entidades comerciales y gubernamentales. Es decir, se encargan de calificar la solvencia de los gobiernos (prestatarios) a través de una escala de calificaciones que miden el riesgo que supone invertir en un producto financiero determinado. Asimismo, los prestamistas se fijan en estas calificaciones de riesgo para evaluar la posibilidad de *default* por parte de la entidad que emite deuda (*Rating*: Calificación de la deuda de los países, s.f.). Dichas calificaciones o *ratings* pueden venir acompañadas por matices negativos o positivos, que sirven para indicar su posición relativa dentro de las categorías de calificación. Las agencias expresan las modificaciones en las calificaciones de riesgo en *notches*, siendo el *notch* la diferencia mínima entre dos calificaciones de riesgo (Cervera Ruiz, 2007).

También hay que tener en cuenta la pérdida de reputación de estas agencias en el periodo de la crisis financiera de 2007-2008. A las agencias de *rating* se las acusó de ser uno de los agentes responsables de dicha crisis, debido a que calificaron productos o emisores con un elevado *rating*, cuando realmente no era así. Por ello, se llevaron a cabo varios estudios acerca de esta cuestión en Estados Unidos, España, Reino Unido, etc., donde se puso de manifiesto que la información que emitían estas agencias era muy relevante para el mercado, provocando que creciese su influencia dentro de los mercados financieros mundiales. Cabe mencionar que estas están muy poco controladas por las autoridades reguladoras del mercado y que el nivel de competencia en el sector es mínimo, dando lugar a un profundo interés por establecer una regulación estricta de estas agencias (Verona Martel y Déniz Mayor, 2011).

Por último, la prima de riesgo se considera como el sobrepago que exigen los inversores por comprar deuda de un país frente a aquella deuda que sea la más segura y menos propensa a verse afectada por factores concretos, como el déficit, el crecimiento, etc. En concreto, en la

Eurozona la deuda más segura es la alemana. Por lo tanto, cuanto mayor sea el riesgo de un país, mayor remuneración les deberá dar a los inversores para que adquieran su deuda, siendo la prima de riesgo la herramienta de medición de la confianza de los inversores respecto a la solidez de una economía. Cabe señalar que el riesgo también se puede medir mediante los *credit default swap* que son contratos cuyo objetivo es cubrir el riesgo de crédito y cuya cuantía aporta información acerca de la calidad crediticia de dicho país (Prima de riesgo de los países, s.f.).

En conclusión, las agencias de *rating* se encargan de ayudar a los inversores y al mercado, proporcionándoles información acerca de la calidad de la deuda, para poder distinguir entre aquellos emisores con un riesgo de crédito alto o bajo, y poder determinar la prima de riesgo que tendrá cada país.

3.3. CAUSAS Y CONSECUENCIAS DEL *DEFAULT* Y LOS RESCATES

Los países que venden deuda pueden llegar a un punto en el que no pueden pagar las obligaciones que tienen con los compradores. Por ello, se produce un proceso denominado *default*, término que se utiliza para referirse a la situación en la que el deudor no ha pagado el total de sus deudas con sus acreedores y, normalmente, dicha situación la determinan las agencias de calificación (Paúl Gutiérrez, s.f.). Por lo tanto, un deudor puede declararse en impago cuando no es capaz de hacer frente a sus obligaciones (Default financiero – Impago de la deuda, s.f.).

Se hace necesario establecer una diferencia con otros términos, como la insolvencia y la quiebra. Primeramente, el término insolvencia se refiere a una situación determinada donde no se tiene la capacidad de afrontar el pago de sus deudas en ese momento o en el futuro, mientras que el término *default* se centra en el hecho de no pagar una deuda en el momento oportuno (Default financiero – Impago de la deuda, s.f.). Como consecuencia de la insolvencia se produce el fenómeno de la quiebra, donde el deudor no puede hacer frente a los pagos pendientes, ya que estos son superiores a los recursos de los que dispone. La diferencia respecto a esta es que, en el caso del *default*, el deudor tiene activos suficientes para enfrentarse a sus deudas, pero estos no son lo suficientemente líquidos (Paúl Gutiérrez, s.f.).

Por otro lado, los prestatarios privados no van a cometer el impago de sus deudas, debido a que podrían obligarlos a cancelar sus deudas legalmente y sería difícil adquirir financiación en un futuro, ya que el impago podría suponer la eliminación de la posibilidad de poder optar a algún crédito futuro. A pesar de esto, si el prestatario es soberano (*sovereign default*), no se le aplicarán las sanciones legales que se darían en casos de incumplimiento privado, pero esto no quiere decir que si este escoge el impago de su deuda no suponga costes, sino más bien lo contrario. Es decir, que la deuda exterior soberana traerá consigo unos costes a los que se enfrentará el gobierno en la toma de decisiones. Algunos de esos costes son (Paúl Gutiérrez, s.f.):

- La exclusión de préstamos futuros, es decir, cuando un país no cumple con el pago de su deuda soberana quedará excluido del mercado internacional de capitales temporalmente.
- Si el país deudor posee algunas inversiones dentro de bancos y empresas del país acreedor, podría darse el embargo de sus activos.
- Dicho país podría verse afectado en el marco del comercio internacional, perdiendo acceso a la financiación exterior o incluso si le imponen barreras al comercio con los países acreedores.

Un país en *default* tiene la posibilidad de refinanciar o reestructurar su deuda con la finalidad de cambiar las condiciones del crédito que no puede afrontar. En principio, la refinanciación se centra en un acuerdo entre las partes para poder cambiar los plazos o establecer unos períodos concretos, mientras que en la reestructuración el deudor se encarga de imponer las condiciones al acreedor (Ruiz, 14 de noviembre de 2017).

Dentro de este apartado se debe de conocer qué es el FMI, cuál es su misión y de dónde proceden los fondos de financiación de los que dispone. Este es un organismo internacional compuesto por 190 países, cuya función principal consiste en garantizar la estabilidad del sistema monetario y financiero internacional. Algunas otras funciones que realiza son el fomento del crecimiento (equilibrado) del comercio internacional, la promoción de la estabilidad del sistema de tipos de cambio, además de intentar corregir los problemas de la balanza de pagos de los países miembros (FMI, 27 de septiembre de 2016). Respecto a de dónde proceden los fondos de los que dispone el FMI, la respuesta sería que consigue préstamos para complementar los recursos de las cuotas aportadas por los países miembros, contando con dos tipos de acuerdos permanentes para la obtención de estos, si surge la necesidad por alguna amenaza en el sistema monetario internacional:

- Los Acuerdos Generales para la Obtención de Préstamos (1962), con 11 participantes.
- Los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (1997), con 25 participantes.

Con estos dos acuerdos el FMI dispone de un total de 34.000 millones de derechos especiales de giro (DEG)² de recursos en préstamo, siendo el DEG un activo internacional de reserva creado por el FMI como consecuencia del miedo de los países miembros de que el total disponible y el crecimiento previsto de las reservas internacionales no fueran suficientes para alcanzar esa expansión del comercio mundial (FMI, 2004).

Por todo lo anterior, ante una situación de *default*, algunos países se dirigen como última instancia al FMI, debido a que es el mayor prestamista y su función es ayudar a aquellos países en dificultades financieras, con la finalidad de que aquellos que presenten déficit y se les preste dinero consigan pagar todas sus deudas. También es cierto que este organismo para conceder esos préstamos a los países impone unas políticas de austeridad, donde se reduce el gasto público y se incrementan los impuestos. Además, cabe señalar que el FMI tiene tanto elogios por parte de los países rescatados, como críticas, cuyo contenido se centra en que al prestar fondos lo que hace es generar dependencia y empobrecimiento en los países. (Hessler, 4 de septiembre de 2018).

4. LA DEUDA PÚBLICA EN LA EUROZONA

Para realizar un análisis de la deuda española, resulta de interés contextualizarla dentro de los países de la Eurozona, a la que España pertenece. Esta sección presenta el marco de la Eurozona, describiendo la situación de los países miembros, lo que permitirá identificar aquellos con los que España podría ser comparada. También se exponen las crisis de deuda pública que han tenido lugar y los consiguientes rescates a que dieron lugar.

² En 2004, el DEG valía 1,48 dólares americanos.

4.1. MARCO DE LA EUROZONA

Según la CE (s.f.), la Eurozona es aquella conformada por los países miembros de la Unión Europea (UE) que, además de formar parte en la Unión Económica y la Unión Monetaria, han decidido sustituir sus monedas nacionales por el euro. Esta moneda se introdujo en 1999, pero sólo la aceptaron 11 de los 15 Estados miembros de la UE. Posteriormente se incorporaron 8 Estados.

El establecimiento de unos criterios de convergencia económica para que un país pueda ser parte de la Eurozona evita que puedan darse riesgos económicos, tanto en el propio país que entra como en el conjunto de la Eurozona. Los criterios que ha establecido el Consejo Europeo son los siguientes (Consejo Europeo de la Unión Europea, s.f.):

- Estabilidad de precios: la tasa de inflación no puede exceder en más de 1,5 puntos porcentuales de la tasa de los tres Estados miembros con mejores resultados en la materia.
- Finanzas públicas saneadas y sostenibles: el país no debe estar sujeto al procedimiento de déficit excesivo.³
- Estabilidad del tipo de cambio: el país debe participar en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II) durante al menos dos años, sin grandes desviaciones con respecto al tipo central del MTC II y sin devaluar el tipo central bilateral de su moneda respecto del euro durante el mismo periodo.
- Tipos de interés a largo plazo: el tipo de interés a largo plazo no debe exceder en más de dos puntos porcentuales del tipo de los tres Estados miembros con mejores resultados en materia de estabilidad de precios.

La política monetaria de esta zona la gestiona un sistema independiente formado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los países de la Eurozona, denominado Eurosistema. Por otro lado, la política económica se encuentra en manos de los Estados miembros, los cuales deben coordinarse para alcanzar los objetivos comunes de estabilidad, crecimiento y empleo.




















Como ya se indicó más arriba, la Eurozona está compuesta actualmente por 19 países miembros de la UE bastante heterogéneos en cuanto a tamaño, renta per cápita, déficit público, deuda pública y calificación de la deuda, tal como muestra la Tabla 3. Para llevar a cabo un estudio objetivo de la deuda y el saldo del presupuesto público de cada país, se han tomado los datos del año 2019 para evitar la distorsión que supone la crisis sanitaria iniciada en 2020, ya que esta es una situación anómala en la que la ratio deuda-PIB y el déficit han aumentado bastante.

Como se observa en la Tabla 3, los cuatro países con mayor población de la Eurozona son Alemania, Francia, Italia y España, en los cuales se aprecian diferencias en cada una de las variables estudiadas. España e Italia se encuentran por debajo de la media de la UE-27 en cuanto al PIB per cápita. En cambio, Alemania se posiciona por encima de la media y Francia se encuentra justo en esta. Por otro lado, Alemania es de estos cuatro países el que menor deuda pública sobre el PIB presentó en el año 2019, siendo esta de un 59,7%, además de ser el único país de los cuatro grandes que presentó superávit presupuestario. Por lo que se puede concluir que Alemania, respecto a los países con más población de la Eurozona, es el que mejor situación económica y

³ Este procedimiento es una manera de exigir a los Estados miembros que incumplen los objetivos de déficit y deuda que apliquen ajustes de política, de cara a lograr la estabilidad económica de la UE.

de deuda pública presenta, comprobándose esto con la calificación máxima de su deuda pública. Es por ello que es el país, de los cuatro tratados, que mayor capacidad tiene para hacer frente a sus obligaciones financieras. También se observa que Italia y España presentan una calificación de su deuda pública menor que la de Alemania y Francia, pudiendo demostrar esto una situación de desventaja en comparación con estos dos últimos países. Italia presentaba el mayor porcentaje de deuda pública sobre el PIB, 134,6%, mientras que España tenía una deuda pública sobre el PIB de un 95,5%.

Tabla 3. Características de los Estados miembros de la Eurozona

	Año de adhesión	Población ²	PIB pc ¹ (UE-27=100)	Deuda pública ²	Superávit / déficit público ²	Calificación de la deuda ³
 Alemania	1999	83.166.711	120	59,7	1,5	AAA
 Austria	1999	8.901.064	126	70,5	0,6	AA+
 Bélgica	1999	11.522.440	118	98,1	-1,9	AA
 España	1999	47.332.614	91	95,5	-2,9	A
 Finlandia	1999	5.525.292	111	59,5	-0,9	AA+
 Francia	1999	67.320.216	106	97,6	-3,1	AA
 Irlanda	1999	4.964.440	193	57,4	0,5	AA+
 Italia	1999	59.641.488	96	134,6	-1,6	BBB
 Luxemburgo	1999	626.108	260	22,0	2,4	AAA
 Países Bajos	1999	17.407.585	128	48,7	1,8	AAA
 Portugal	1999	10.295.909	79	116,8	0,1	BBB
 Grecia	2001	10.718.565	67	180,5	1,1	BB-
 Eslovenia	2007	2.095.861	89	65,6	0,4	AA-
 Chipre	2008	888.005	90	94,0	1,5	BBB-
 Malta	2008	514.564	100	42,0	0,4	A-
 Eslovaquia	2009	5.457.873	70	48,2	-1,3	A-
 Estonia	2011	1.328.976	84	8,4	0,1	AA-
 Letonia	2014	1.907.675	69	37,0	-0,6	A+
 Lituania	2015	2.794.090	84	35,9	0,5	A+
Eurozona	-	342.409.476	106	83,9	-0,6	-

Nota: La población está referida a 2020 el PIB, la deuda y el saldo del presupuesto público están referidos a 2019.

¹En paridad del poder adquisitivo. ²En porcentaje del PIB. ³Rating de Standard & Poor's (S&P) (véase Anexo 1).

Fuente: Unión Europea (s.f.), Eurostat y Rating: Calificación de la deuda de los países (s.f.). Elaboración propia.

Como se expondrá en el siguiente apartado, algunos países de la Eurozona recibieron un rescate a raíz de la crisis financiera de 2007-2008. Estos países fueron Irlanda, Portugal, Grecia, España y Chipre. Como se muestra en la Tabla 3, Chipre es un país muy pequeño que, además, se incorporó a esta zona más tarde que el resto de Estados que recibieron rescates. Es por ello que se excluirá ese país en el estudio comparativo que se llevará a cabo, por las razones anteriormente mencionadas. En el caso de España, se puede incluir entre los países rescatados, ya que a pesar de no haber obtenido un rescate para el conjunto de su economía, sí lo tuvo para su sistema bancario.

Irlanda es un país relativamente pequeño, que no llega a los 5 millones de habitantes. Su deuda pública fue en 2019 de un 57,4% del PIB, además de que su renta per cápita se encuentra muy por encima de la media de la UE-27, indicando esto una buena situación económica. Ese mismo año presentó un superávit público de un 0,5% del PIB, superando así el porcentaje de la media de la Eurozona, la cual presenta déficit público. Esto explica su elevado *rating* otorgado por S&P. Portugal tiene más población que Irlanda, en torno a los 10 millones de habitantes. Este país, en 2019, presentaba una deuda pública de 116,8% del PIB, siendo esta un 32,9% superior a la de la media de la Zona euro, y su PIB per cápita bastante por debajo de la misma. Sin embargo, este país ese año presentó un superávit público de 0,1% del PIB, llevando todo ello a que su deuda

sea calificada como BBB, suponiendo esto que los tenedores de su deuda soportan un mayor riesgo, debido a que el emisor de la deuda podría no cumplir con sus compromisos financieros en el caso de que se den condiciones económicas adversas. Finalmente, Grecia es el país de la Eurozona con mayor deuda sobre el PIB, siendo esta de un 180,5% en 2019. Su renta per cápita es la más baja del conjunto de la Eurozona. Sin embargo, ese mismo año presentó superávit presupuestario, lo que se explica por las obligaciones de política impuestas tras recibir los rescates. Actualmente su deuda está calificada BB-, lo que indica un mayor riesgo para los acreedores de este país, suponiendo un aumento de los tipos de interés asociados a la misma y, por tanto, mayores costes financieros.

Por lo tanto, España pertenece a dos grupos de países dentro de la Eurozona. En concreto, es uno de los 4 países grandes, y también es uno de los 4 países rescatados (exceptuando Chipre). En la siguiente sección se comparará la situación de la deuda de España con la de estos países.

4.2. CRISIS DE DEUDA EN LA EUROZONA

Las crisis de la deuda pública que se han dado dentro de la Eurozona han sido consecuencia de problemas estructurales que subyacen dentro del proyecto de la Unidad Económica. Según Díaz Ceballos (2015), los dos principales factores que han provocado estas crisis son, por un lado, los desequilibrios externos entre los países del norte y del sur de Europa y, por otro, las insuficiencias institucionales dentro del sistema de Unión Monetaria.

Los desequilibrios externos son explicados mediante tres factores que se relacionan de manera directa. El primero de ellos es la heterogeneidad de la estructura productiva de los países de la Eurozona, la cual se reforzó con la adopción del euro, provocando divergencias entre los niveles productivos y de competitividad entre países. El segundo factor explicativo es el establecimiento de un modelo de crecimiento económico mercantilista por parte de Alemania, que consistía en estimular la competitividad de su economía mediante la restricción de los salarios reales de sus trabajadores. Es por ello que los países que cuentan con características económicas diferentes y comparten moneda, para lograr un aumento de su competitividad, han de conseguir que sus precios y salarios crezcan más lentamente respecto a sus competidores, con el objetivo de alcanzar una depreciación de su tipo de cambio real que provocará un incremento de la misma. Por último, el tercer factor ha sido el aumento de la confianza de los mercados financieros hacia algunos de los países del sur de Europa, ya que estos, antes de su incorporación a la Eurozona, tenían dificultades a la hora de obtener financiación por parte de los mismos. Tras las restricciones impuestas a los déficits fiscales, el establecimiento de mecanismos de financiación en el Tratado de Maastricht y la reducción del riesgo cambiario e inflacionario, se produjo una disminución de tipos de interés, o primas de riesgo, que se les establecía a esos países, ya que los mercados comenzaron a valorar su deuda de manera positiva y estable. Este último factor se puede considerar como el principal desencadenante de esta crisis de deuda pública dentro de la Eurozona, ya que esta disminución de tasas incentivó el crecimiento del crédito y el incremento del endeudamiento no solo del sector privado, sino también del público. A esto se le suma el estallido de la burbuja de las hipotecas *subprime*, que se extendió hacia Europa mediante canales comerciales y financieros. Además, los bancos españoles e irlandeses crearon de manera paralela sus burbujas inmobiliarias, las cuales estallaron tras la recesión provocada por esta crisis financiera, ya que los flujos comerciales y de capital disminuyeron paulatinamente a raíz de esta.

El aumento del endeudamiento público dio lugar a las crisis de deuda pública de la Eurozona, ya que los Estados rescataron a los bancos europeos con la intención de proteger la integridad del sistema financiero, convirtiendo así deuda privada en pública. Por otro lado, el decrecimiento económico provocó que los ingresos fiscales disminuyeran y esto, junto a la puesta en marcha de estabilizadores automáticos para el mantenimiento del Estado del Bienestar, incrementó el déficit fiscal al implicar un aumento simultáneo de los gastos soberanos. Esta crisis bancaria que desembocó en el aumento de la deuda pública no habría tenido repercusiones sobre las balanzas de pagos si se hubieran subsanado o tenido en cuenta las fallas estructurales de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Entre esas fallas destacan cuatro: 1) la carencia de una unión bancaria que garantice una gestión del sistema bancario y un seguro de depósitos; 2) la no existencia de una unión fiscal que permita emitir deuda pública comunitaria, financie a países miembros y aplique políticas de convergencia productiva; 3) la pérdida de la soberanía monetaria; y 4) la rigidez de la movilidad de factores productivos.

Por todo lo anterior, se comienzan a implementar y aplicar políticas de austeridad que son aquellas políticas económicas de reducción de gasto público y aumento de impuestos para reducir el déficit público. Estas tienen aspectos positivos como la bajada del gasto público y una mayor recaudación, permitiendo reducir el déficit o incluso, en algunas situaciones, llegar a presentar un superávit público, mientras que también existen aspectos negativos como los recortes en gastos públicos destinados a ámbitos como la sanidad o educación, por ejemplo. Por lo que, a pesar de sanear las cuentas de la economía de un país, existen repercusiones negativas sobre el bienestar de la ciudadanía (Austeridad, s.f.).

Estas crisis de deuda pública en la Eurozona provocaron un aumento brusco en la prima de riesgo asociada a la deuda pública de ciertos países, debido al aumento de la probabilidad de impago de estos. Por esta razón, países como Grecia, Irlanda, Portugal, España y Chipre no pudieron seguir refinanciando su deuda pública a tipos de interés razonables, lo que supuso la solicitud de rescates financieros por parte de estos a la UE (Matitos Carretero, 2015).

Por esto, han surgido ciertas críticas por parte de los países rescatados hacia la UE y al FMI, debido a que estos presentan una situación económica bastante menos favorable que la situación mundial, la cual no puede cambiar en el corto plazo y si lo hace podría ser incluso a peor, sumándose también otros problemas como el del paro, la inflación, la inmigración, etc.

5. ANÁLISIS DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

Debido a lo que se ha mencionado hasta el momento, resulta crucial para una economía controlar la acumulación de sus niveles de deuda, de cara a evitar problemas económicos, sociales e institucionales. Aquí se analizará la evolución de la deuda pública española en el período 2005-2019, dejando de lado 2020, año en el que se inició la pandemia actual que ha provocado aumentos considerables del déficit público y de los niveles de deuda de los países, lo que supone un nuevo reto que debe afrontar España. Esta cuestión se tratará en la siguiente sección.

Como ya se indicó, se realizará un análisis comparativo con países grandes de la Eurozona y países que fueron rescatados tras la crisis financiera de 2007-2008. En este punto, debe señalarse que España no fue un país rescatado de la misma forma que lo fueron Grecia, Portugal e Irlanda, puesto que España no entró en *default*, sino que recibió un rescate bancario. Así, el Eurogrupo fue el órgano encargado de aceptar la solicitud del gobierno español, donde se le otorgaban 100.000 millones de euros para poder hacer frente a sus necesidades de

recapitalización de la banca y que llevaría a disponer de un amplio margen de seguridad financiera (Espinosa Vera, 2014). Además, se desarrollará un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda pública que, al presentar limitaciones, se ampliará con la evolución de los *ratings* y de la prima de riesgo, obteniendo una visión de conjunto respecto a la sostenibilidad.

5.1. SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

En esta sección se realiza un análisis convencional de la deuda a nivel teórico, determinando en qué condiciones se considera la deuda sostenible. Posteriormente, se explicará la situación de la deuda pública española con respecto a la de los países seleccionados.

5.1.1. Análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública

Como se expuso en el apartado 3.1, la sostenibilidad es una cuestión central en la problemática económica de la deuda pública. Por ello, se hace necesario conocer más en profundidad el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública, el cual es un ejercicio contable simple basado en la ecuación estándar de acumulación de deuda. A continuación, se expone este análisis y sus implicaciones, en base a los trabajos de Argandoña Rámiz y Carrasquero Stolk (2006) y Contessi (2012).

La idea que está detrás del concepto de sostenibilidad es simple. Nótese que un agente económico que realice un gasto, primeramente debe saber con qué ingresos cuenta para realizarlo. Es por ello que el valor actual de su riqueza neta, junto con el valor actual descontado de los ingresos presentes y futuros, deberá ser siempre igual o mayor al valor actual de sus gastos presentes y futuros. Si esto no se diese, nadie le concedería un crédito, debido a que el volumen de deuda de ese agente aumentará hasta el punto de entrar en la quiebra. En función de esto, se pasará a explicar las ecuaciones del análisis de la sostenibilidad de la deuda pública.

La suma del saldo primario y del pago de los intereses da lugar al saldo de las cuentas públicas de un período. Si este mostrase déficit, entonces el Estado tendría que emitir deuda para poder financiarlo. A raíz de esto, el nivel de deuda pública al final del período de un país, B_t , sería igual al nivel de deuda pública existente al final del período anterior, B_{t-1} , más el déficit primario del período actual o menos el superávit, X_t , y el pago de intereses, que dependerá del volumen de deuda viva al final del período anterior y del tipo de interés nominal devengado por esa deuda en el período actual, $i_t B_{t-1}$. Quedando la ecuación:

$$B_t = B_{t-1} + X_t + i_t B_{t-1} = X_t + B_{t-1} (1 + i_t)$$

El análisis de la sostenibilidad de la deuda pública requiere considerar la proporción de deuda respecto al PIB nominal o ratio deuda-PIB, para tener en cuenta la renta de la economía. La evolución de dicha ratio será sostenible dependiendo de si el Estado puede hacer frente a sus obligaciones sin necesidad de un cambio relevante en su política.

Para ello, se dividen los miembros de la fórmula anterior entre el nivel de PIB nominal del período t , que es igual al PIB real (Y_t) por el nivel de precios (P_t): $Y_{Nt} = P_t Y_t$, donde Y_t crece a una tasa anual y_t y P_t crece a una tasa anual π_t . Además, el tipo de interés nominal i_t es igual al tipo real r_t más la tasa esperada de inflación π_t^e , donde se supone que esta última coincide con la realizada π_t . Quedando la fórmula así:⁴

⁴ Nótese que $1 + i_t = (1 + r_t)(1 + \pi_t)$. Si los valores de i_t y π_t son pequeños, entonces $r_t \cong i_t - \pi_t$.

$$\frac{B_t}{Y_{Nt}} = \frac{X_t}{Y_{Nt}} + \frac{B_{t-1}(1+r_t)(1+\pi_t)}{Y_{Nt-1}(1+y_t)(1+\pi_t)}$$

Utilizando minúsculas, obtendríamos la fórmula donde se representan los valores por unidad de producto nominal: $b_t = \frac{B_t}{Y_{Nt}}$ y $x_t = \frac{X_t}{Y_{Nt}}$, por lo que la fórmula final sería esta:

$$b_t = x_t + b_{t-1} \frac{1+r_t}{1+y_t} \rightarrow b_t = x_t + b_{t-1} \varphi_t$$

donde $\varphi_t = \frac{1+r_t}{1+y_t}$ se suele llamar "factor de descuento". Esto indica que la ratio deuda-PIB aumenta cuando se produce un déficit primario por unidad de producto, $x_t > 0$, y se reduce cuando se produce un superávit primario, $x_t < 0$. Además, si hubiese deuda viva, el pago de intereses exigirá la emisión de nueva deuda, lo que dará lugar a un aumento de la relación deuda-PIB si el tipo de interés real es mayor que la tasa de crecimiento de la economía, $\varphi_t > 1$; por el contrario, la ratio deuda-PIB se reducirá si el tipo de interés real es menor que la tasa de crecimiento de la economía, $\varphi_t < 1$.

La sostenibilidad de la deuda pública se da cuando la ratio deuda-PIB no crece de forma explosiva a lo largo del tiempo. Para estudiar las condiciones que permiten la sostenibilidad, en la fórmula anterior supondremos que x y φ son constantes, para resolver la ecuación. El estado estacionario es una situación en la que la ratio deuda-PIB se mantiene constante y solo existe si el tipo de interés real es distinto de la tasa de crecimiento de la economía. La ratio deuda-PIB en el estado estacionario es igual a $\bar{b} = \frac{x}{1-\varphi}$, $\varphi \neq 1$.

La solución de la ecuación es esta:

$$b_t = \begin{cases} \bar{b} + (b_0 - \bar{b}) \varphi^t & \text{si } \varphi \neq 1 \\ b_0 + x t & \text{si } \varphi = 1 \end{cases}$$

Por tanto, la deuda pública es sostenible e insostenible en los casos que muestra la Tabla 4.

Tabla 4. Condiciones de sostenibilidad de la deuda pública según el análisis convencional

Déficit público primario ($x > 0$)	Superávit público primario ($x < 0$)	Equilibrio en el saldo primario ($x = 0$)
$\varphi < 1 \rightarrow$ Sostenible	$\varphi < 1 \rightarrow$ Sostenible	$\varphi < 1 \rightarrow$ Sostenible
$\varphi > 1 \rightarrow$ Insostenible	$\varphi > 1 \rightarrow$ Sostenible ¹	$\varphi > 1 \rightarrow$ Insostenible
$\varphi = 1 \rightarrow$ Insostenible	$\varphi = 1 \rightarrow$ Sostenible	$\varphi = 1 \rightarrow$ Sostenible

Nota: ¹Sostenible si $b_0 \leq \bar{b}$ e insostenible si $b_0 > \bar{b}$.

Cuando un país mantiene déficit público primario, la manera de que su deuda sea sostenible es que su tasa de crecimiento sea mayor que su tipo de interés real. Con un factor de descuento menor que uno, tener superávit primario permite reducir la ratio deuda-PIB.

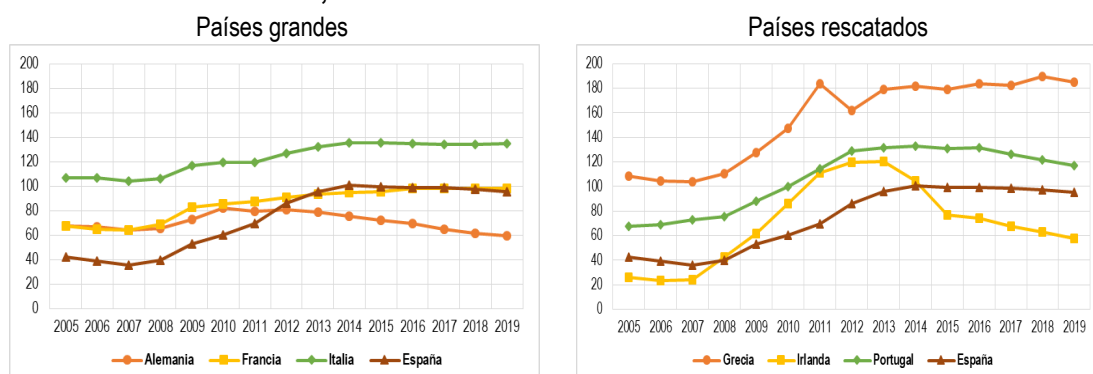
El análisis convencional de la sostenibilidad requiere el estudio de la evolución tanto del déficit/superávit público primario como de la relación entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento de la economía. Sin embargo, este análisis está basado en supuestos sencillos, cuya modificación obligaría a un replanteamiento. Por ejemplo, si el gobierno financia parte del déficit mediante crédito sin intereses del banco central, el volumen de deuda será más sostenible, pero la inflación aumentará. También, si el valor nominal de la deuda está ligado al tipo de cambio y la moneda del país se deprecia, aumentará el importe de la deuda, comprometiendo la sostenibilidad. Una limitación importante es que el análisis no tiene en cuenta que el gobierno puede asumir deuda privada como pública.

5.1.2. Sostenibilidad de la deuda española

Tomando como base lo anterior, se analiza la sostenibilidad de la deuda española y la de los países seleccionados. Para ello, se comienza estudiando la evolución de la ratio deuda-PIB, y a continuación se analiza la evolución del déficit/superávit público primario y del diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento económico.

El Gráfico 1 presenta la evolución de deuda pública respecto al PIB de España comparada con la de los países grandes y la de aquellos que fueron rescatados, con el fin de observar las diferencias entre dichos países.

Gráfico 1. Deuda pública (%PIB) de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019



Nota: La ratio se refiere a la deuda pública bruta.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (7 de abril de 2021). Elaboración propia.

Como muestra el Gráfico 1, España tanto en los años previos a la crisis como tras el inicio de la misma, mantuvo porcentajes de deuda sobre el PIB bastante bajos, siendo del 42,4% en 2005 y del 35,8% en 2007. Sin embargo, a raíz de la crisis de 2008, su nivel de deuda comenzó a aumentar de una manera más acelerada, pasando de 39,7% ese mismo año hasta alcanzar su punto álgido en 2014, con una ratio del 100,7%. En los años siguientes, se produjo una disminución de la deuda pública sobre el PIB, aunque escasa, hasta llegar al 95,5% en 2019. Esto indica que, en los años posteriores a la crisis el país no realizó los ajustes necesarios para reducir sus niveles de deuda.

En comparación con el resto de países grandes, España presentó la menor ratio en el periodo 2005-2011. A partir de entonces, la situación es similar a la de la economía francesa. En concreto, en los años previos a la crisis de 2008 Francia presentó un ligero descenso de su deuda pública sobre el PIB, disminuyendo desde 2005 hasta 2007 en 2,9 puntos porcentuales (pp), siendo la de ese último año de un 64,5% sobre el PIB. A partir de 2008, la deuda pública de ese país fue incrementándose paulatinamente, pasando del 68,8% ese año a aumentar en 2009 14,2 pp. Los siguientes años este porcentaje fue cada vez mayor, hasta alcanzar en 2016 un 98% de deuda respecto al PIB. Tras este año el volumen de la deuda pública se mantuvo en torno al 98,1%.

Como se comentó anteriormente, Italia es el país grande que presenta mayores niveles de deuda sobre el PIB. Los años anteriores a la crisis financiera ya presentaba altos niveles de deuda, con una media de 105,7% sobre el PIB. En los siguientes años esta deuda aumentó en 29,2 pp, siendo en el año 2014 de un 135,4%. A partir de este año, presentó un pequeño descenso llegando a conseguir en 2019 una cifra de 134,6%. Esta situación es preocupante, puesto que, si se presentase una crisis inesperada, como la que se vive actualmente, que desemboque en un

impago de deuda pública, su rescate se verá enormemente dificultado debido al tamaño de esta economía.

Por último, la ratio deuda-PIB de la economía alemana, la más sólida de la Eurozona, pasó de niveles similares a los de Francia en el periodo 2005-2008, a experimentar un repunte desde el 68,8% en 2008 al 86,3% en 2012. En este último año ya era la economía con menor ratio de las 4 grandes. A partir de 2012 la ratio no ha dejado de caer, hasta alcanzar el 59,6% en 2019, que es incluso menor que el 67,3% correspondiente a 2005.

El Gráfico 1 también presenta la ratio de deuda pública sobre el PIB de Grecia, Portugal e Irlanda, países que fueron rescatados a raíz de la crisis financiera, y también la de España. Como ya se vio anteriormente, esta crisis incrementó su deuda pública de forma substancial porque, para evitar el colapso del sistema financiero y bancario, el gobierno decidió hacer pública la deuda de aquellos agentes privados más afectados.

Grecia se vio en la necesidad de pedir ayuda al FMI en 2010, debido a que incumplió durante los últimos años sus obligaciones de política fiscal como miembro de la Eurozona, incurriendo en déficits presupuestarios muy altos. En 2018, acaba finalizando ese período de recibimiento de recursos, ya que se determinó que con ellos podría “sobrevivir” por sí sola (Steinberg y Molina, 2010). También cabe señalar que Grecia, con casi 11 millones de habitantes, es el país más grande que ha sido rescatado hasta tres veces con la finalidad de sanear su economía y evitar que suspenda pagos a sus acreedores, siendo la mayoría bancos europeos (Matitos Carretero, 2015). Como se muestra en el Gráfico 1, la situación griega es bastante crítica, con una media de deuda pública respecto al PIB de 105,6% antes de la crisis financiera, ya que a partir de esta se empieza a incrementarse llegando en 2012 a un porcentaje de 183,9%. Cuando recibe el rescate disminuye un poco su deuda, pero después vuelve a aumentar hasta llegar al mayor porcentaje en 2018, con 189,9%. En 2019, decreció ligeramente, en 5 pp.

En 2009 comenzó la depresión económica irlandesa, año en el cual solicita el rescate, debido a que su deuda pública presentaba una tendencia creciente ya desde 2007. Previamente al inicio de la crisis financiera de 2008, Irlanda alcanzó altas tasas de crecimiento económico, situándose durante la década de 1990 por encima de países como Alemania. Dicho crecimiento se dio gracias a la combinación de diversas políticas dirigidas al aumento de la libertad económica del país (Powell, 2003). Entre estas políticas, destacan los bajos tipos de interés del BCE que, junto a una escasa supervisión bancaria, dieron lugar a una expansión del crédito y a una burbuja inmobiliaria que estalló en 2007, provocando grandes presiones sobre los bancos irlandeses en 2008 y desembocando en el rescate en 2009. Dicho rescate se enfocó en un rescate financiero del sector bancario, ya que el Estado optó por el rescate de este sector, provocando un gran aumento de su ratio de deuda pública sobre el PIB. De esta manera, y como se observa en el Gráfico 1, tras el rescate el nivel de deuda se incrementó de manera significativa, pasando de ser un 23,9% en el año 2007 a suponer el 120% del PIB en 2013, suponiendo esto un incremento de un 96,1 pp. Este aumento de la deuda fue muy superior al que se ocasionó en España, pero este volumen de deuda comenzó a descender a partir del año 2013, por lo que se puede hablar de una pronta recuperación que, sin embargo, no ha mostrado niveles de deuda inferiores o similares a la etapa previa. Asimismo, en el año 2014 ya había descendido la deuda en 14,6 pp, y esta siguió reduciéndose los siguientes años hasta llegar a ser en el año 2019 de un 57,4% sobre el PIB.

En el caso de Portugal, en un primer momento su gobierno no estima oportuno pedir un rescate financiero, debido a que consideraban que disponían de solvencia suficiente para poder

hacer frente a esa situación, pero como los efectos de la crisis fueron superiores a los esperados, finalmente se vieron en la obligación de solicitar la ayuda al FMI en el año 2010 (Matitos Carretero, 2015). El Gráfico 1 muestra un incremento paulatino de la ratio deuda pública-PIB en los años anteriores a la crisis financiera, encontrándose en torno a un 69,8%. Al iniciarse dicha crisis comienza a acelerarse el aumento de la deuda, pasando en 2008 de un 75,6% a alcanzar en 2014 un 132,9%. En los siguientes años, el volumen de deuda pública portuguesa ha ido disminuyendo paulatinamente, reduciéndose desde 2014 a 2019 en 16,1 pp.

En el caso de España, respecto a estos países rescatados, no se rescató su deuda soberana, pero sí se realizó un rescate del sistema bancario español por parte del FMI. Esto tuvo lugar debido al estallido de la burbuja inmobiliaria, en la que muchos deudores se vieron incapaces de hacer frente a sus obligaciones. Además, en este momento la prima de riesgo era elevada y por lo tanto se hizo más difícil obtener créditos en los mercados financieros. De esta manera, en 2009 se aprueba por el FMI junto con el gobierno español la puesta en marcha de una línea de crédito de 100.000 millones de euros, con el fin de recapitalizar el sector bancario nacional. No obstante, no se llegó a utilizar ni la mitad de ese crédito concedido, ya que el gobierno, paralelamente, llevó a cabo una reestructuración del sector y estableció políticas de delimitación del déficit público primario (Matitos Carretero, 2015).

En cuanto a las razones que podrían justificar el hecho de que España no presentara la necesidad de solicitar un rescate para el conjunto de su economía se puede destacar, en un primer lugar, el tamaño de la misma. España respecto al resto de los países rescatados presenta unas dimensiones significativamente superiores. Además, a pesar de haber sufrido un considerable incremento de su ratio deuda pública-PIB, este fue inferior al del resto de los países estudiados. Además, como se ha comentado, dicho incremento fue consecuencia de la nacionalización de la deuda privada del sector bancario, por lo que fue conveniente dirigir el rescate hacia la solvencia de esta deuda. Sin embargo, como en todas las crisis económicas, el gobierno, para el mantenimiento del Estado del Bienestar, puso en marcha una serie de medidas dirigidas a suavizar las dificultades económicas que presentaba la población, por lo que a pesar de que se pudo hacer frente y se llevaron a cabo una serie de actuaciones dirigidas a la reducción de dicha deuda, no se pudieron alcanzar los niveles previos a la crisis.

Como ya se ha explicado, aparte de por un aumento del déficit público, la deuda pública puede incrementarse por la convertibilidad de la deuda privada en deuda soberana. Este fue el caso de España. El país, tras la crisis financiera de 2008, optó por el rescate de los bancos con el fin de mantener la integridad financiera del país y evitar que la crisis bancaria afectara de forma prolongada al conjunto de su economía. Esto fue así debido a la inexistencia de una autoridad bancaria y fiscal europea, que permitiera la transferencia de fondos de unos países a otros, propiciando así un respaldo antes los *shocks* negativos que pudieran sufrir algunos de los miembros. Además, el BCE tiene prohibido la compra de bonos soberanos, por lo que España tuvo que recurrir a los mercados internacionales de capitales para financiar su deuda, pero cuando estos mercados perdieron la confianza en su solvencia, comenzaron a vender sus bonos, haciendo que aumentara la prima de riesgo que debía de pagar España y, con ello, el endeudamiento público.

Cuando la conversión de deuda privada en pública no se tiene en cuenta en el análisis convencional de la sostenibilidad, las estimaciones realizadas tienden a ser erróneas o demasiado optimistas, ya que el análisis convencional suelen basarse en escenarios macroeconómicos o

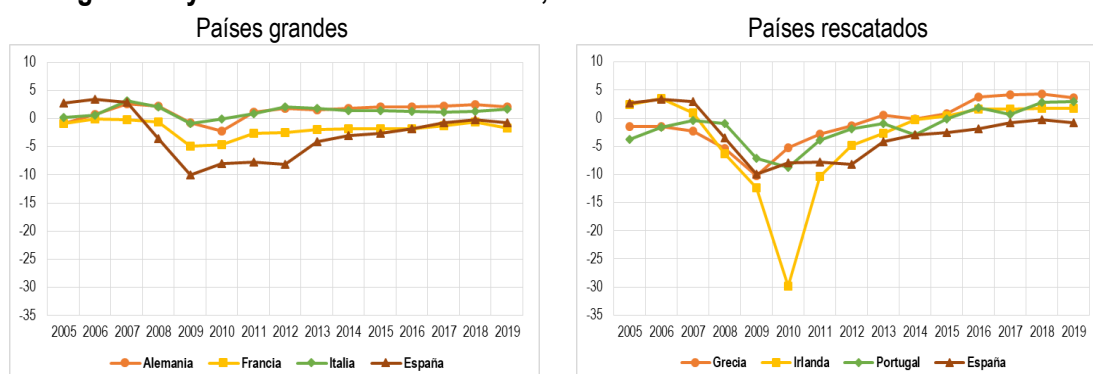
planes presupuestarios en los que no se tienen en cuenta el ciclo político o el compromiso de estos con el ajuste presupuestario. Además, hay que considerar que estas estimaciones tendrán efectos sobre la propia sostenibilidad, debido a que serán determinantes para los acreedores a la hora de obtener o no títulos de deuda, pudiendo aumentar los riesgos en términos de sostenibilidad (Banco Central Europeo, 2012).

Otra limitación del análisis convencional de la sostenibilidad se refiere a las variaciones del tipo de cambio. Como mostraba la Tabla 1, la mayor parte de la deuda pública española está denominada en euros, lo que evita el riesgo asociado a variaciones del tipo de cambio. No obstante, la Tabla 2 muestra que la mayor parte de la deuda pública española se encuentra en manos de tenedores no residentes. Sin embargo, este término tiene su complejidad; por ejemplo, sociedades cuyo origen sea España pueden adquirir deuda desde filiales en otros países, por lo que ese inversor tendría un origen nacional, pero estaría catalogado como tenedor no residente. También al contrario, sociedades extranjeras pueden adquirir deuda desde sus filiales localizadas en España, siendo inversores extranjeros, aunque la adquisición de la misma no se realiza en el exterior (Fernández Cela, 2015).

A continuación, se estudian las dos variables en las que se basa el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública.

El Gráfico 2 muestra una comparativa del superávit/déficit público primario, es decir, de la diferencia entre ingresos y gastos públicos, excluyendo el pago de intereses entre los gastos.

Gráfico 2. Superávit (+) / déficit (-) público primario (% PIB) de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019



Nota: La variable se refiere al saldo del presupuesto público excluyendo el pago de intereses de la deuda.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (7 de abril de 2021). Elaboración propia.

España presentó superávit primario antes de entrar en la crisis de 2008. A partir de ese año comenzó a presentar déficits primarios, alcanzando en 2009 su porcentaje más alto, de un 10% del PIB. En el resto de años fue variando paulatinamente hasta que en el 2017 se reduce considerablemente hasta un 0,7%, disminuyendo en 0,4 pp en el 2018 y aumentando en 0,5 pp en el 2019. Por otro lado, en los últimos años se ha hecho necesaria la continua emisión de deuda pública para sostener los servicios públicos y demás gastos de las Administraciones Públicas.

Respecto a los países grandes, Francia muestra déficit primario prácticamente durante todo el período comprendido entre 2005 y 2019, siendo el 2009 el año en el que presenta su peor porcentaje de déficit (4,9%), seguido de una ligera recuperación en los años siguientes llegando a ser en 2019 de un 1,6% del PIB, siendo este un poco superior al del año 2018. Por otro lado, Italia presenta desde 2005 superávit primario, alcanzando el 3,2% del PIB en 2007. A raíz de la crisis financiera, esta tendencia se vio interrumpida, pasando a presentar déficit primario durante los dos

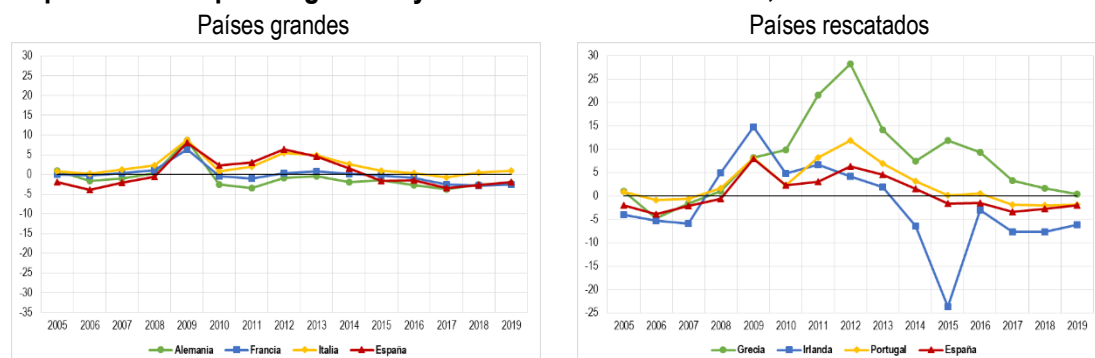
años siguientes. A partir del 2011, se vuelve a la situación de superávit primario, la cual se mantiene relativamente estable, obteniéndose un superávit de 1,7% del PIB en 2019. Por último, aunque Alemania partía con déficit en 2005, pasa a tener superávit en los dos años siguientes. Debido a la crisis, la economía alemana entró en déficit en los años 2009 y 2010 para, a partir de entonces, presentar superávit de forma estable, lo que evidencia la buena gestión presupuestaria.

En cuanto a los países rescatados, durante los años previos a la crisis Portugal presentaba déficit primario hasta 2015 y, a partir de entonces, presenta superávit, lo que puede explicarse por las políticas de ajuste impuestas tras recibir el rescate. Irlanda presenta superávit hasta que da comienzo la crisis. A partir de entonces entra en déficit, llegando a alcanzar un porcentaje extremadamente alto del 29,8% del PIB en 2010. Sin embargo, el déficit entra en una tendencia decreciente, hasta llegar a 2015, año en el cual comienza a presentar superávit primario, el cual se mantiene hasta 2019 en torno al 1,65% del PIB. Este comportamiento es indicativo de la economía irlandesa realizó los ajustes presupuestario exigidos tras recibir el rescate. El caso de Grecia es bastante peculiar, debido a que presenta déficit hasta 2012, donde el porcentaje más alto fue en el 2009 con un 10,2%. Al año siguiente, el déficit se redujo en 5 pp, y siguió reduciéndose progresivamente hasta que en el 2013 se obtuvo un superávit de 0,5% del PIB. A pesar de ello, se volvió a tener déficit en 2014 con un 0,1%, pero ya en 2015 y los años siguientes presentó superávit, consiguiendo su mayor valor en el 2018 con un 4,3% y reduciéndose en 0,7 pp en 2019. Una vez más, este comportamiento refleja los ajustes presupuestarios exigidos a la economía griega a raíz de los rescates.

Haciendo un análisis comparativo de España, se observa que la economía española no ha realizado los ajustes necesarios para lograr superávits primarios, cosa que sí se observa en los países rescatados. En cuanto al grupo de países grandes, solo Francia presenta una situación similar a la de España.

La última variable a analizar es el diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento económico, que determina el denominado “factor de descuento”, tal como se analizó anteriormente. El Gráfico 3 muestra este diferencial, donde el tipo de interés real es igual al tipo de interés a largo plazo (de la deuda a 10 años, según el BCE) menos la tasa de inflación. Debe notarse que el tipo de interés de la deuda pública se calcula teniendo en cuenta el tipo de interés medio asociado a los diversos vencimientos de la deuda. Aquí se sigue a Contessi (2012), y se considera el tipo de interés a largo plazo dado que, como muestra la Tabla 1, la mayoría de deuda pública es de largo plazo.

Gráfico 3. Diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento (%) de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019



Nota: El tipo de interés real se calcula como el tipo de interés de la deuda a 10 años menos la tasa de inflación.

Fuente: Banco Central Europeo, Banco Mundial. Elaboración propia.

Se observa que España tuvo un diferencial negativo hasta 2008, que se volvió positivo debido a la crisis, y pasó a ser negativo a partir de 2015. Respecto al resto de países grandes, todos sus diferenciales se volvieron positivos debido a la crisis financiera, mientras que en los últimos años llegan a ser negativos, excepto el de Italia, que presenta un diferencial positivo en los 2018 y 2019. Llama la atención el buen comportamiento de la economía alemana, cuyo diferencial se ha mantenido en valores negativos desde 2010. En cuanto a los países rescatados, Portugal y España muestran un comportamiento similar, mientras que Irlanda fue negativo y se situó por debajo de estos dos países. El caso de Grecia es bastante preocupante, dado que su diferencial se ha mantenido en valores positivos durante todo el periodo tras la crisis.

En general, se observa que el diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento económico se ha vuelto negativo en los últimos años. Esto implica que la deuda pública de los países ha avanzado hacia una senda de sostenibilidad, después del impacto negativo de la crisis financiera. Sin embargo, hay dos excepciones a este comportamiento. Una de ellas es Grecia, que no ha logrado diferenciales negativos, aunque esto es esperable, teniendo en cuenta que fue el país más afectado por la crisis, que además recibió tres rescates. Esta situación supone que los inversores exigirán un mayor tipo de interés a la deuda griega, a lo que se suma el efecto de las políticas de austeridad exigidas a Grecia como consecuencia de los rescates, que han mermado el crecimiento de su PIB. La segunda excepción es Italia, lo que resulta preocupante al tratarse de una economía grande que, en caso de entrar en *default*, su rescate sería muy costoso.

Para comprender mejor los resultados que muestra el Gráfico 3, es necesario examinar el comportamiento de las variables que definen el diferencial, que son el tipo interés real a largo plazo y la tasa de crecimiento. El Anexo 2 muestra la evolución de los tipos de interés nominal y real, además de la tasa de crecimiento del PIB real. Se observa que la caída de los tipos de interés ha sido la principal razón que explica esa tendencia general de los países analizados hacia diferenciales negativos en los últimos años. Por lo tanto, este criterio de sostenibilidad de la deuda se cumple gracias a la política del BCE de mantener los tipos de interés bajos.

Aunque los países han realizado ajustes fiscales que, junto con los bajos tipos de interés, les ha permitido volver a sendas de sostenibilidad de su deuda, una situación de subida de tipos de interés y/o de bajo crecimiento económico podría revertir este resultado. En una situación de crisis, aquellos países con altos niveles de deuda sobre el PIB y déficits primarios podrían entrar en una senda insostenible de su deuda pública, lo que se vería empeorado si el gobierno asume parte de la deuda privada en pública. Atendiendo al análisis realizado, este podría ser el caso de España, con un 95,6% de deuda sobre el PIB y déficit público primario de -0,8% en 2019.

5.2. CALIFICACIÓN DE LA DEUDA Y PRIMA DE RIESGO

El análisis convencional de la deuda pública presenta limitaciones, como se ha indicado de manera reiterada. Por ello, resulta de interés analizar la evaluación del riesgo de la deuda pública por parte de las agencias de *rating* y, también, la prima de riesgo, que mide la percepción del riesgo por parte de los mercados. Para calificar su deuda, las agencias de *rating* tienen en cuenta la situación económica global de cada uno de los países, y no solo las variables involucradas en el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda. A su vez, los intereses exigidos por los mercados se basan en estas calificaciones de las agencias, y también en la propia apreciación de los inversores sobre la capacidad de una economía para devolver su deuda.

La Tabla 5 muestra la evolución del *rating* de la deuda pública otorgados por Fitch a los países seleccionados entre el periodo 2000-2019. En la interpretación de los resultados en la Tabla 5 hay que tener en cuenta que las agencias no emiten calificaciones todos los años y que, además, pueden cambiar la calificación dentro de un mismo año.

Alemania presenta la calificación más alta AAA durante todo periodo, lo cual supone que sus bonos de deuda pública son seguros.

España tenía en 2000 una calificación AA+, que es la más alta dentro del grupo de calidad “Alto grado”. El impacto de la crisis financiera provocó que en 2012 cayera su *rating* hasta A, calificación media dentro del grupo “Grado medio superior”, y ese mismo año sufriera una nueva caída hasta BBB, grado medio dentro del grupo “Grado medio inferior”. En 2014 y 2016 pasó de BBB a BBB+. En 2018 y 2019 vuelve al “Grado medio superior” con una calificación A-, la menor dentro del grupo. Este comportamiento implica que, tras la crisis, España no ha recuperado la calificación que presentaba en el 2000. Según la Tabla 6, en el Anexo 1, el *rating* de España en 2019 supone que su deuda tiene una expectativa de riesgo reducida, aunque es vulnerable ante cambios en las condiciones económicas.

Tabla 5. Evolución del rating de deuda pública a largo plazo en moneda local de España en comparación a países grandes y rescatados de la Eurozona, 2000-2019

Calidad	Rating	2000	2012	2014	2016	2018	2019
Principal	AAA	ALE FRA IRL	ALE FRA	ALE	ALE	ALE	ALE
Alto grado	AA+	ESP		FRA			
	AA	POR			FRA	FRA	FRA
	AA-	ITA					
Grado medio superior	A+					IRL	IRL
	A		ESP				
	A-	GRE	ITA		IRL	ESP	ESP
Grado medio inferior	BBB+		IRL	IRL ITA ESP	ITA ESP		
	BBB		ESP	ESP		ITA POR	ITA POR
	BBB-						
Grado de no inversión especulativo	BB+						
	BB						
	BB-					GRE	GRE
Altamente especulativa	B+		POR	POR	POR		
	B					GRE	
	B-		GRE	GRE			
Riesgo sustancial	CCC+						
	CCC		GRE		GRE		
	CCC-						
Extremadamente especulativa	CC						
	C		GRE				

Nota: Alemania (ALE), Francia (FRA), Italia (ITA), España (ESP), Grecia (GRE), Irlanda (IRL) y Portugal (POR). Rating de Fitch. Grecia recibió la calificación RD (a falta de pocas perspectivas de recuperación) en 2012. Véase Anexo 1.

Fuente: *Rating*: Calificación de la deuda de los países (s.f.)

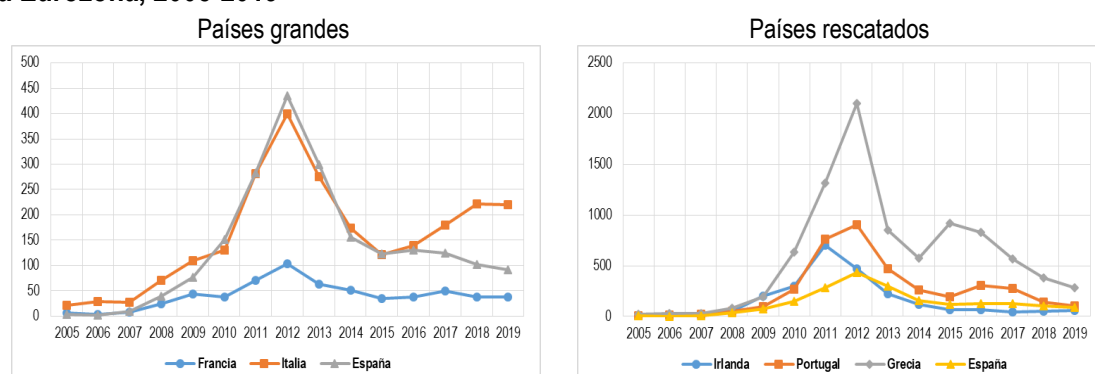
Francia tenía la calificación más alta en 2000 y 2012 pero, debido a la crisis, pasó al grupo inferior, con una calificación AA+ en 2014 y AA en el resto de años. Atendiendo al análisis realizado anteriormente, se observa que en 2019 Francia y España tuvieron una ratio deuda-PIB y un déficit público primario similar, y además también presentaban un diferencial tipo de interés real-crecimiento negativo, aunque el francés es 0,5 pp más amplio. Aun así, la deuda francesa tiene un mejor *rating* que la española, lo que indica que se requiere una evaluación completa de una economía para determinar cuál es el nivel de riesgo de su deuda.

El *rating* de Italia decreció a lo largo de todo el periodo, pasando de AA- en 2000 a BBB en 2019. Esta situación es preocupante, porque en 2018 y 2019 la deuda italiana y la portuguesa tenían el mismo *rating*. Portugal, un país rescatado, pasó de tener un *rating* AA en 2000 a B+ en 2012-2016. Sin embargo, pudo subir 5 *notches* en los últimos años, lo que indica una mejora sustancial de su economía. La economía irlandesa puede considerarse un caso de éxito, pues en 2000 tenía el *rating* máximo, pero el rescate la situó en BBB+ en 2012 y 2014, para escalar hasta A- en 2016 y A+ en 2018 y 2019, lo que supone un mayor *rating* que el de España. Por último, la economía griega tiene un largo camino para el *rating* A- que tenía en 2000, aunque ha remontado categorías después de recibir los tres rescates. En 2019 es el país con menor *rating*, BB-, que es el escalón menor dentro de la categoría “Grado de no inversión especulativo”.

Por tanto, España es el tercer país en cuanto a *rating* dentro del grupo de países grandes, por detrás de Alemania y Francia, y por delante de Italia. En cuanto a los países rescatados, es el segundo, por detrás de Irlanda y por delante de Portugal y Grecia.

El Gráfico 4 muestra la evolución de la prima de riesgo de España y de los países seleccionados, respecto a la economía más sólida de la Eurozona, es decir, Alemania. La prima de riesgo de un país es el diferencial entre el tipo de interés del bono a 10 años del país respecto al tipo de interés del bono a 10 años con riesgo nulo, multiplicado por 100. Se multiplica por 100, pues 0,01% se define como un punto básico. En este caso, el bono seguro o con riesgo nulo será el alemán.⁵

Gráfico 4. Prima de riesgo de España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2005-2019



Nota: Se ha utilizado el tipo de interés medio anual de la deuda a 10 años contenido en la base de datos del BCE.
Fuente: Banco Central Europeo y elaboración propia.

La prima de riesgo de España era menor a 10 puntos básicos (pb) hasta 2007. A partir de 2008 comenzó una escalada hasta alcanzar los 435 pb en 2012. De 2013 en adelante se observa una rápida caída hasta los 91 pb en 2019. El comportamiento de la prima de riesgo italiana es cualitativamente similar a la española hasta 2015 pero, al contrario que España, Italia ha experimentado aumentos de su prima de riesgo en los años subsiguientes, hasta alcanzar los 220 pb en 2019. Respecto a la economía francesa, su prima de riesgo se ha mantenido mucho más estable que la española y la italiana; en concreto, partiendo de valores menores que 10 pb en 2007, alcanzó un máximo de 104 pb en 2012 y cayó hasta los 38 pb en 2019. Este comportamiento muestra que el riesgo de la deuda pública española se percibe como menor que el de la italiana, pero mayor que la francesa.

⁵ A nivel internacional, la prima de riesgo se puede calcular respecto al bono alemán o al bono estadounidense.

En cuanto a los países recatados, del 2005 al 2007 presentaron todos, una prima de riesgo por debajo de los 10 pb. Tras la crisis de 2008 se observa un aumento de esta en todos los países. En cuanto a Irlanda, su mayor prima de riesgo llegó a ser de 699 pb en el 2011. Posteriormente, esta fue disminuyendo hasta el 2019, situándose por debajo de España. En el caso de Portugal, llegó a un máximo de 905 pb en 2012. A partir de aquí, presenta ciertas variaciones, debido a que en el período del 2012 al 2015 ha caído en 713 pb, manteniendo, en términos generales, un descenso continuo hasta el año 2019 (con 101 pb). Grecia consiguió en el año 2012 un máximo de 2.100 pb. Este país ha sido el que mayor prima de riesgo ha presentado de los estudiados, a pesar de los rescates recibidos que la habían reducido hasta el año 2015. En función de esto, la prima de riesgo española se sitúa por encima de Irlanda, pero por debajo de la de Portugal y Grecia.

6. CONSECUENCIAS DE LA COVID-19

En 2019 se comenzaron a reportar casos de una nueva enfermedad respiratoria en China, que posteriormente se fue expandiendo hacia Asia, Medio Oriente y Europa. Fue entonces cuando la Organización Mundial de la Salud (OMS) declara esta situación como una pandemia mundial de COVID-19, siendo esta inesperada para todos los países. Como consecuencia de esto, muchos de ellos entraron en déficit y aumentaron sus niveles de deuda pública, debido a la incorporación de crédito en el sector sanitario para financiar los gastos directos o indirectos asociados a la pandemia, al igual que los gastos derivados de las prestaciones por desempleo. A esto se le une el hecho de que no todos los países se encontraban en la misma situación económica y de sostenibilidad de su deuda pública para afrontar esta nueva crisis.

Esta sección realiza un análisis del impacto de esta crisis sanitaria en la Eurozona, y también para España en comparación con los países seleccionados anteriormente. Esto último vendrá acompañado por el estudio de las previsiones realizadas por el FMI acerca de la evolución de la deuda pública de estos países.

6.1. IMPACTO DE LA COVID-19 EN EL MARCO DE LA EUROZONA

La intensidad de afectación de este virus sobre un país depende de ciertos factores como su sistema sanitario, la edad media de la población, su estructura territorial o su nivel de desarrollo. El carácter global de esta pandemia ha supuesto efectos negativos sin precedentes para la economía mundial, viéndose afectada la cadena global de suministros, las restricciones internacionales de movilidad y el deterioro financiero. Las autoridades fiscales y los principales bancos centrales han ido tomando medidas con el fin de dar liquidez a los actores del sistema económico, además de que en la UE se han vuelto a activar las medidas de expansión monetaria. Junto a esto, también se ha dado el aplazamiento del pago de impuestos, la anticipación o flexibilización de transferencias y prestaciones sociales, para poder satisfacer esas necesidades de financiación de las empresas, asalariados, trabajadores autónomos y hogares (Aspachs y Ruiz, 15 de abril de 2020).

Según el estudio llevado a cabo por Delgado-Téllez, Kataryniuk, López Vicente y Pérez (2020), la crisis sanitaria ha ocasionado un aumento significativo de la deuda supranacional de la UE. La situación previa a la crisis estaba marcada por previsiones en las que la deuda de los países miembros disminuiría, debido a la caída de la ratio deuda pública-PIB en muchos de ellos. Así, se observaba de forma conjunta aumentos en el superávit público primario en un entorno de

bajos tipos de interés. No obstante, esta trayectoria descendente de la deuda pública de los países miembros se vio interrumpida por la situación pandémica actual, aumentando el déficit público en el conjunto de la Eurozona. Cabría destacar que aquellos países que se han visto más afectados por esta situación excepcional, como es el caso de España o Italia, y que previamente presentaban altos niveles de endeudamiento respecto al PIB, han experimentado un mayor aumento del mismo. Por otro lado, han aumentado también las necesidades de financiación del sector privado, las cuales han sido cubiertas de manera parcial por ciertos programas de avales públicos, con el fin de mantener los niveles de liquidez en las mismas.

Ante esta situación, el BCE ha actuado con el objetivo de mantener el correcto funcionamiento de la política monetaria y unas amplias condiciones financieras. Además, se han desplegado una serie de mecanismos y programas para facilitar la financiación de los tesoros nacionales. Entre ellos está: el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en el cual se ha aprobado una línea de crédito preventiva hasta 2022, la cual tiene como única condición que los fondos que se aporten se destinen a financiar gastos directos e indirectos relacionados con la pandemia y establece como importe máximo el 2% del PIB de cada país, con un máximo de devolución de 10 años; y el mecanismo de reaseguro de los gastos ligados a los mecanismos de empleo parcial y temporal (SURE), que contará con un fondo común de 100 millones de euros y podrá distribuirse entre los países en la medida en que sean más favorables estos préstamos que los ofrecidos por los mercados. Por su parte, el Consejo Europeo ha aprobado un presupuesto europeo suplementario y temporal destinado a la recuperación financiera tras la pandemia, denominado *Next Generation EU*, que consta de 750 millones de euros, y se financiará con la emisión de deuda supranacional a largo plazo, con respaldo de un aumento de los recursos propios de la UE, por lo que se trata de una deuda mutualizada que supondrá una oferta de activos seguros de la UE.

En los datos obtenidos por el FMI acerca de la ratio deuda pública-PIB, se observa que en los dos años anteriores a 2020, numerosos países de la Eurozona habían reducido sus niveles de deuda pública. Con el inicio de la pandemia todos los países miembros, al tener que activar nuevas líneas crédito para sufragar los gastos, tanto sanitarios como sociales, han incrementado esta ratio. Dicho aumento se estimó mayor para algunos países tales como Bélgica, Chipre, Estonia, Francia y Grecia.

6.2. PREVISIONES PARA ESPAÑA Y LOS PAÍSES SELECCIONADOS

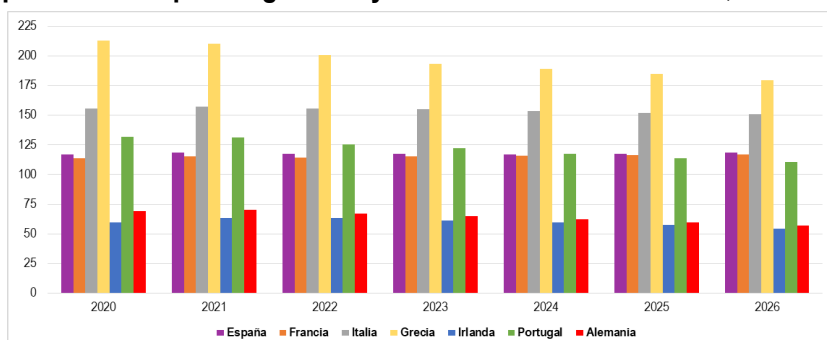
Este subapartado se centrará en las previsiones realizadas por el FMI, además de otra serie de aspectos, como las causas del empeoramiento de las previsiones, si estas han sido acordes a la realidad en lo que respecta a 2020 o aquellas que estima la CE para 2021.

España no ha sido el único país perjudicado por esta situación excepcional. Como se comentó, esta crisis sanitaria es global, por lo que las economías de Alemania, Francia e Italia también se han visto afectadas, ya que, a pesar de que cada una de ellas ha tomado las medidas que ha considerado oportunas, absolutamente todas han llevado a cabo un cierre parcial o total de sectores importantes de sus economías (Prades Illanes y Tello Casas, 2020).

Las causas que explican el empeoramiento en las previsiones del déficit son, por un lado, la gran bajada de la actividad económica del segundo trimestre del año 2020 y, por otro, el fuerte aumento del gasto público, debido a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTES), a los gastos sanitarios y al ingreso mínimo vital, además de la evolución de la recaudación de impuestos y cotizaciones (Romero Jordán y Sanz-Sanz, 2020).

Por otro lado, el FMI ha realizado una serie de previsiones sobre la deuda pública española y la de los países seleccionados en este trabajo hasta el año 2026, tal como muestra el Gráfico 5.

Gráfico 5. Previsiones de la evolución de la ratio deuda pública-PIB (%) para España en comparación con países grandes y rescatados de la Eurozona, 2020-2026



Fuente: Fondo Monetario Internacional (7 de abril de 2021). Elaboración propia.

Tabla 6. Ratio deuda pública-PIB (%) en 2020 de los países seleccionados

Países seleccionados	Deuda pública / PIB
Alemania	69,80
Francia	115,70
Italia	155,80
Irlanda	59,50
Portugal	133,60
Grecia	205,60
España	120

Fuente: Expansión/Datosmacro.com (s.f.). Elaboración propia.

En el subapartado anterior, se ha mostrado cómo, en los años previos a la pandemia, los países de la Eurozona presentaban una tendencia decreciente del endeudamiento público. Sin embargo, se ve interrumpido por la actual pandemia de la COVID-19. En el Gráfico 5, se muestran las

previsiones del FMI, pero no todas estas coinciden con los valores reales de deuda pública en 2020. Es por ello que la Tabla 6 muestra los niveles de deuda reales registrados ese año para los países seleccionados.

Para 2020, las previsiones del FMI no se ajustan a las cifras reales de deuda pública. En el caso de España, se había previsto un nivel de deuda pública del 117,10% sobre el PIB, siendo esta diferente a la cifra real según el Banco de España, que alcanza el 120% sobre el PIB. Por otro lado, comparando los datos de la Tabla 6 con los que se muestran en el Gráfico 5, las previsiones no coinciden, ya que los efectos económicos de esta crisis sanitaria han sido superiores a los esperados. Por lo tanto, las previsiones realizadas para el período comprendido entre 2021 y 2026 probablemente sean incorrectas a la baja, por una estimación optimista que no ha considerado el alargamiento de la pandemia, ocasionando mayores gastos, relacionados principalmente con productos sanitarios e incluso la adquisición de vacunas. Así que, dependiendo de cómo vaya evolucionando la pandemia, esas previsiones se acercarán o no a la realidad de la deuda pública española y a la del resto de los países en esos momentos. Siendo la última previsión para el año 2026, donde el FMI prevé que la deuda pública de estos países disminuirá en términos generales.

Según la CE, la economía de la Eurozona crecerá un 3,8% en 2021 y 2022, alcanzando niveles de producción anteriores a la crisis. En el primer trimestre de 2021, se preveía una contracción de la economía de la zona euro, por lo que se cree que el crecimiento económico se dará sobre todo en verano, debido al ritmo de vacunación y la disminución de la intensidad de las medidas de contención. Es por ello que la velocidad de la recuperación vendrá condicionada por

los efectos que ha tenido la pandemia en los diferentes Estados miembros de la Eurozona, ya que algunos estaban en mejores condiciones económicas y de deuda pública que los demás. En el caso de España, las perspectivas para el 2021 se ven condicionadas por las tasas de infección y las medidas restrictivas establecidas por las diferentes comunidades autónomas. Además, se pronostica un crecimiento más acelerado en las exportaciones frente a las importaciones, junto con la recuperación del sector turístico, pero no es hasta el 2022 cuando este sector ganará impulso. Por lo que la CE prevé un crecimiento del PIB en España del 5,6%, en 2021 y un 5,3%, en 2022 (Comisión Europea, 11 de febrero de 2021).

Por último, se recomienda para disminuir el gasto público y, con ello, la deuda pública en el conjunto de la Eurozona una reestructuración en los presupuestos de los países miembros, con el fin de eliminar todo gasto corriente innecesario. Además, se deberán revisar los programas de grandes inversiones, así como la posibilidad de ejecutar una reforma del sistema tributario para evitar un deterioro aún mayor de la actividad productiva, lo que implicaría reducir la carga fiscal de los impuestos que más afectan al crecimiento económico: el impuesto sobre sociedades y el impuesto sobre las rentas personales (IRPF). Por lo que la recaudación habría que buscarla en aquellos que graven el consumo, que son los que con un elevado potencial recaudatorio menos afectan negativamente al crecimiento (Romero Jordán y Sanz-Sanz, 2020).

7. CONCLUSIONES

El presente trabajo ha analizado la evolución de la deuda pública española en el marco de la Eurozona desde 2005 hasta la actualidad. Dado que España es uno de los 4 países grandes de la Eurozona, junto con Alemania, Francia e Italia, y también es una de las economías que recibió un rescate tras la crisis de 2007-08, junto con Irlanda, Portugal y Grecia, se ha realizado un análisis comparativo con estos dos grupos de países. Para ello, se ha llevado a cabo un análisis convencional de sostenibilidad de la deuda y también se ha estudiado la evolución del *rating* y de la prima de riesgo.

En cuanto al ratio deuda pública-PIB, España tras la crisis financiera de 2008 ha experimentado un aumento acelerado de su deuda y, aunque se ha reducido hasta el 2019, en el 2020 volvió a aumentar alcanzando su porcentaje más alto. Esto puede deberse a que España no realizó los ajustes pertinentes tras el rescate recibido. Respecto a la comparativa, los casos de Italia y Grecia son preocupantes, debido a que el primero es uno de los países más grandes de la Eurozona y que caiga en *default* puede ser muy negativo para este país; sin embargo, la preocupación por este último viene a raíz de que, a pesar de haber sido rescatado tres veces, sigue presentando altos niveles de deuda. Por ello, cabe mencionar que aquellos países catalogados como grandes, por su condición dimensional, deben preocuparse de realizar los ajustes necesarios para disminuir y mantener bajos niveles de deuda pública ya que, de no ser así, podrían entrar en *default* y su rescate sería demasiado costoso. Por otro lado, respecto a la evolución del diferencial del tipo de interés real y las tasas de crecimiento, podemos observar que, en términos generales, estos diferenciales han sido negativos para todos los países debido a los bajos tipos de interés actuales, suponiendo esto la entrada en una senda sostenibilidad de su deuda, excepto para el caso de Grecia e Italia. En referencia a la calificación de la deuda pública española, esta presenta una mejor calificación que Italia, un país grande, y que Portugal y Grecia, países rescatados. En términos generales, la prima de riesgo española se encuentra por debajo

de las de Italia, Portugal y Grecia, por lo que el riesgo de la deuda pública española se percibe como inferior respecto a estos tres países.

No obstante, desde finales del 2019, las economías globales se han visto azotadas por un “cisne negro”, el cual se caracteriza por ser inesperado y supone un gran impacto para la economía, como es el caso de la pandemia actual de la COVID-19. Es por ello que se hace muy interesante el estudio de las previsiones que ha realizado tanto el FMI como la CE. El FMI pronostica que, tras un aumento significativo de la deuda del Estado español, esta se irá reduciendo. La CE tiene una visión optimista acerca del crecimiento de España a partir del 2021, dado que prevé una recuperación del sector turístico, lo que contribuirá a la vuelta a una senda de crecimiento económico.

En función de lo estudiado, sería recomendable que los países de la Eurozona, y el resto de países en general, sean precavidos ante una próxima situación inesperada, mejorando o reforzando los mecanismos de control de la deuda, así como el papel de sus gobiernos en cuanto a la gestión de los recursos disponibles y la supervisión de alteraciones negativas dentro de la economía y la sociedad.

Por último, el análisis convencional de la sostenibilidad de la deuda pública presenta una serie de limitaciones importantes. En este sentido, destaca la nacionalización de deuda privada en los momentos de depresión económica, con el fin de proteger y amparar a ciertos sectores de la economía. Este hecho ha sido una constante en tiempos de crisis, tanto en España como en otros países, por lo que este estudio podría completarse añadiendo este aspecto, ya que es de suma importancia para la sostenibilidad de la deuda, pero también para el mantenimiento de sectores productivos de la economía y, por ende, para posibilitar la recuperación económica y volver a una senda de crecimiento.

BIBLIOGRAFÍA

- Argandoña Rámiz, A. y Carrasquero Stolk, C. (2006). Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública. *Estrategia Financiera*, 232, 32-35. Recuperado el 12 de abril de 2021 de <http://pdfs.wke.es/6/8/5/1/pd0000016851.pdf>
- Aspachs, O. y Ruiz, A. (15 de abril de 2020). Crisis COVID-19: un «shock» sin precedentes. Caixabank Research. Recuperado el 19 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yfa849s2>
- Austeridad (s.f.). Economipedia. Recuperado el 9 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yg6eyzf6>
- Banco Central Europeo (2012). Análisis de la sostenibilidad de la deuda pública en la Zona Euro. Boletín Mensual, No. 4, 61-78. Recuperado el 14 de marzo de 2021 de <https://tinyurl.com/yzvcbf9k>
- Banco Central Europeo (s.f.). Interest rate statistics. Long-term interest rate for convergence purposes. Recuperado el 17 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yg4shrrl>
- Banco de España (s.f.). Deuda según el protocolo de déficit excesivo de las AAPP. Estadísticas de Administraciones Públicas Banco de España Eurosistema. Recuperado el 19 de mayo de 2021 de https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/temas/te_deu.html
- Banco Mundial (2021). Data Bank. *World Development Indicators*. Recuperado el 9 de abril de 2021 de <https://tinyurl.com/yhq5s63>
- Cervera Ruiz, P. (2007). Rating de las agencias de calificación: la medida de la calidad del riesgo. *Estrategia Financiera*, 238, 10-19. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <http://pdfs.wke.es/6/8/9/9/pd0000016899.pdf>

- Comisión Europea (11 de febrero de 2021). Previsiones económicas de invierno de 2021: un invierno complicado, pero luz al final del túnel. Recuperado el 19 de mayo de 2021 de https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_21_504
- Comisión Europea. (s.f.). ¿Qué es la zona euro? Recuperado el 19 de abril de 2021 de https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/what-euro-area_es
- Consejo Europeo de la Unión Europea. (s.f.). Condiciones para ingresar en la zona del euro: criterios de convergencia. Recuperado el 10 de mayo de 2021 de <https://t.ly/VBt1>
- Contessi, S. (2012). An application of conventional sovereign debt sustainability analysis to the current debt crises. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(3), 197-220. Recuperado el 10 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yzp725mt>
- Cuamatzin Bonilla. F. (2006). Referentes teóricos para el análisis de la deuda pública. *Análisis Económico*, 47(21), 235-260. Recuperado el 13 de marzo de 2021 de <https://www.redalyc.org/pdf/413/41304711.pdf>
- Debrun, X., Ostry, J. D., Willems, T. y Wyplosz, C. (2019). Public debt sustainability. En Abbas, S. A., Pienkowski, A. y Rogoff, K. (Eds.). *Public debt sustainability* (pp. 151-191). Sovereign debt: A guide for economists and practitioners. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press. Recuperado el 14 de marzo de 2021 de <https://t.ly/6LOV>
- Default financiero – Impago de la deuda (s.f.). Economipedia. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://economipedia.com/definiciones/default-financiero-impago-deuda.html>
- Delgado-Téllez, M., Kataryniuk, I., López Vicente, F. y Pérez, J.J. (2020). Endeudamiento Supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. Banco de España, Documento Ocasional, 2021, 8-19. Recuperado el 18 de mayo de 2021 de <https://ideas.repec.org/p/bde/opaper/2021.html>
- Deuda Pública. (s.f.). Expansión/Datosmacro.com. Recuperado en 20 de mayo de 2021 de <https://datosmacro.expansion.com/deuda>
- Díaz Ceballos, A. S. (2015). Crisis de la zona euro: fallas estructurales y políticas de austeridad. *Economía UNAM*, 12 (35), 45-68. Recuperado el 5 mayo de 2021 de <https://doi.org/10.1016/j.eunam.2015.09.003>
- Diferencia entre mercado primario y secundario. (s.f.). Economipedia. Recuperado el 16 de abril de 2021 de <https://t.ly/0Umt>
- Espinosa Vera, S. (2014). *Reestructuración y rescate del Sistema Bancario Español*. [Trabajo Fin de Grado, Universidad de Zaragoza]. Recuperado el 17 de mayo de 2021 de <https://zaguan.unizar.es/record/17068/files/TAZ-TFG-2014-2257.pdf>
- Eurobono (s.f.). Economipedia. Recuperado el 14 de marzo de 2021 de <https://tinyurl.com/yfvjit8j>
- Eurostat (s.f.). Data. *Economy and finance* y *Population and social conditions*. Recuperado el 9 de mayo de 2021 de <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>
- Fernández Cela, J. C. (2015). Geografía de la deuda pública española. Algunas consideraciones espaciales desde la perspectiva política. *Boletín de la Asociación de Geógrafos Españoles*, No. 67, p. 170. Recuperado el 3 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yfwcaouy>
- Fondo Monetario Internacional (2004). *¿Qué es el Fondo Monetario Internacional?* Director de la publicación J. Clift. Washington: Fondo Monetario Internacional. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/exrp/what/spa/whats.pdf>
- Fondo Monetario Internacional (27 de septiembre de 2016). *El FMI y la Organización Mundial del Comercio*. Ficha técnica. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://tinyurl.com/yglrw2es>

- Fondo Monetario Internacional (7 de abril de 2021). IMF Data. *Fiscal Monitor*. Recuperado el 9 de abril de 2021 de <https://tinyurl.com/yz72ltyu>
- Hessler, U. (4 de septiembre de 2018). Rescates del FMI: ¿camino hacia la estabilidad o recetas para el desastre? Deutsche Welle. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://tinyurl.com/yj93clvd>
- Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. Boletín Oficial del Estado No. 284, de 27 de noviembre de 2003, España. Recuperado el 13 de marzo de 2021 de <https://tinyurl.com/yeuv574p>
- Lojisch, D., Rodríguez Vives, M. y Slavík, M. (2011). The size and composition of government debt in the euro area. ECB Occasional Paper Series No. 132. Recuperado el 14 abril de 2021 de <https://www.econstor.eu/handle/10419/154585>
- López Losada, R. (2009). Agencias de rating: hacia una nueva regulación. Monografía No. 34, Comisión Nacional del Mercado de Valores. Recuperado el 17 de abril de 2021 de http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf
- Martner, R. Tromben, V. (2004). La sostenibilidad de la deuda pública. *Revista de la CEPAL*, 84, 100. Recuperado el 16 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yfs9rea5>
- Matitos Carreteros, P. (2015). *El impacto de la crisis económica en los países de la zona euro*. [Trabajo Fin de Grado, Universidad de Sevilla]. Recuperado el 16 de mayo de 2021 de https://idus.us.es/bitstream/handle/11441/46461/file_1.pdf?sequence=1
- Paunovic, I. (2005). Sostenibilidad de la deuda pública en los países norteros de América Latina. *Revista de la CEPAL*, 87, 114. Recuperado el 10 de mayo de 2021 de https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11082/1/087097114_es.pdf
- Paúl Gutiérrez (s.f.). *Default*. Diccionario económico, Expansión. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://www.expansion.com/diccionario-economico/default.html>
- Powell, B. (2003). Libertad económica y crecimiento: El caso de Irlanda. *Cato Journal*, 22 (3). <https://t.ly/ioQo>
- Prades Illanes, E. y Tello Casas, P. (2020). Heterogeneidad en el impacto económico del COVID-19 entre regiones y países del área del euro. *Artículos Analíticos Boletín económico Banco de España*, 6-10. Recuperado el 19 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yepymxxu>
- Prima de riesgo de los países (s.f.). Expansión/Datosmacro.com. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo>
- Rating: Calificación de la deuda de los países (s.f.). Expansión/Datosmacro.com. Recuperado el 8 de mayo de 2021 de <https://datosmacro.expansion.com/ratings>
- Romero Jordán, D. y Sanz-Sanz, J. F. (2020). Impacto de COVID-19 sobre déficit y deuda en 2020: más dañino de lo inicialmente previsto. *Cuadernos de Información Económica*, 278, 17-25. Recuperado el 19 de mayo de 2021 de <https://n9.cl/w4up>
- Ruiz, A. (14 de noviembre de 2017). ¿Qué es y qué consecuencias trae un default parcial en Venezuela? *El tiempo*. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://tinyurl.com/yh8uej2z>
- Steinberg, F. y Molina, I. (2010). El rescate a Grecia y el futuro de la zona euro. *Análisis del Real Instituto Elcano*, 32. Recuperado el 17 de mayo de 2021 de <https://tinyurl.com/yefkx7x>
- Tesoro Público (s.f.). *Deuda pública*. Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, Gobierno de España. Recuperado el 13 de marzo de 2021 de <https://t.ly/kUtf>

Unión Europea. (s.f.). Países que utilizan el euro. Recuperado el 24 de mayo de 2021 de <https://t.ly/RVsh>

Verona Martel, M. C. y Déniz Mayor, J. J. (2011). Las agencias de *rating* y la crisis financiera de 2008. ¿El fin de un poder sin control? *Criterio Libre*, 9 (14), 127-160. Recuperado el 17 de abril de 2021 de <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/3696821.pdf>

Wolters Kluwer (s.f.). *Deuda pública*. Guías Jurídicas. Recuperado el 13 de marzo de 2021 de <https://tinyurl.com/yjh35azc>

ANEXO 1. ESCALAS DE RATING DE STANDARD & POOR'S Y FITCH

Tabla 7. Calificación de la deuda pública a largo plazo de Standard & Poor's

AAA (Calif. más alta)	El emisor tiene una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus compromisos financieros.
AA	El emisor tiene una capacidad muy fuerte para cumplir con sus compromisos financieros.
A	El emisor tiene una capacidad fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, aunque está más expuesta a los efectos adversos por cambios económicos.
BBB	Los títulos que presentan parámetros de protección adecuados. Las condiciones económicas adversas podrían conducir a un debilitamiento en la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.
BB (Menos vulnerable)	Estas obligaciones poseen cierto grado de incertidumbre y están expuestas ante situaciones adversas de carácter financiero, económico o de negocio, que pueden hacer que el emisor no tenga una capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos financieros.
B (Más vulnerable)	Las obligaciones ante condiciones adversas de negocio, financieras, o económicas podrían perjudicar la capacidad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.
CCC (Actualmente vulnerable)	Las obligaciones en condiciones adversas de negocio, financieras, o económicas, el emisor probablemente no tendrá capacidad para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.
CC (Actualmente muy vulnerable)	Las obligaciones actualmente muy vulnerables a un incumplimiento de pago.
C (Muy vulnerable)	Estas obligaciones presentan atrasos de pago, o están sujetas a la solicitud de quiebra, o acción similar de parte del emisor pero no han presentado incumplimiento de pagos.
D	Las obligaciones que se encuentran en incumplimiento de pagos, es decir, cuando los pagos no se realizan en la fecha de vencimiento, incluso cuando el período no ha expirado o cuando se ha solicitado la petición de bancarota.
NR	No se le ha asignado ninguna calificación a la emisión.

Nota: La deuda a largo plazo tiene un vencimiento superior al año.

Fuente: Expansión/Datosmacro.com (s.f.) y elaboración propia.

Tabla 8. Calificación de la deuda pública a largo plazo de Fitch

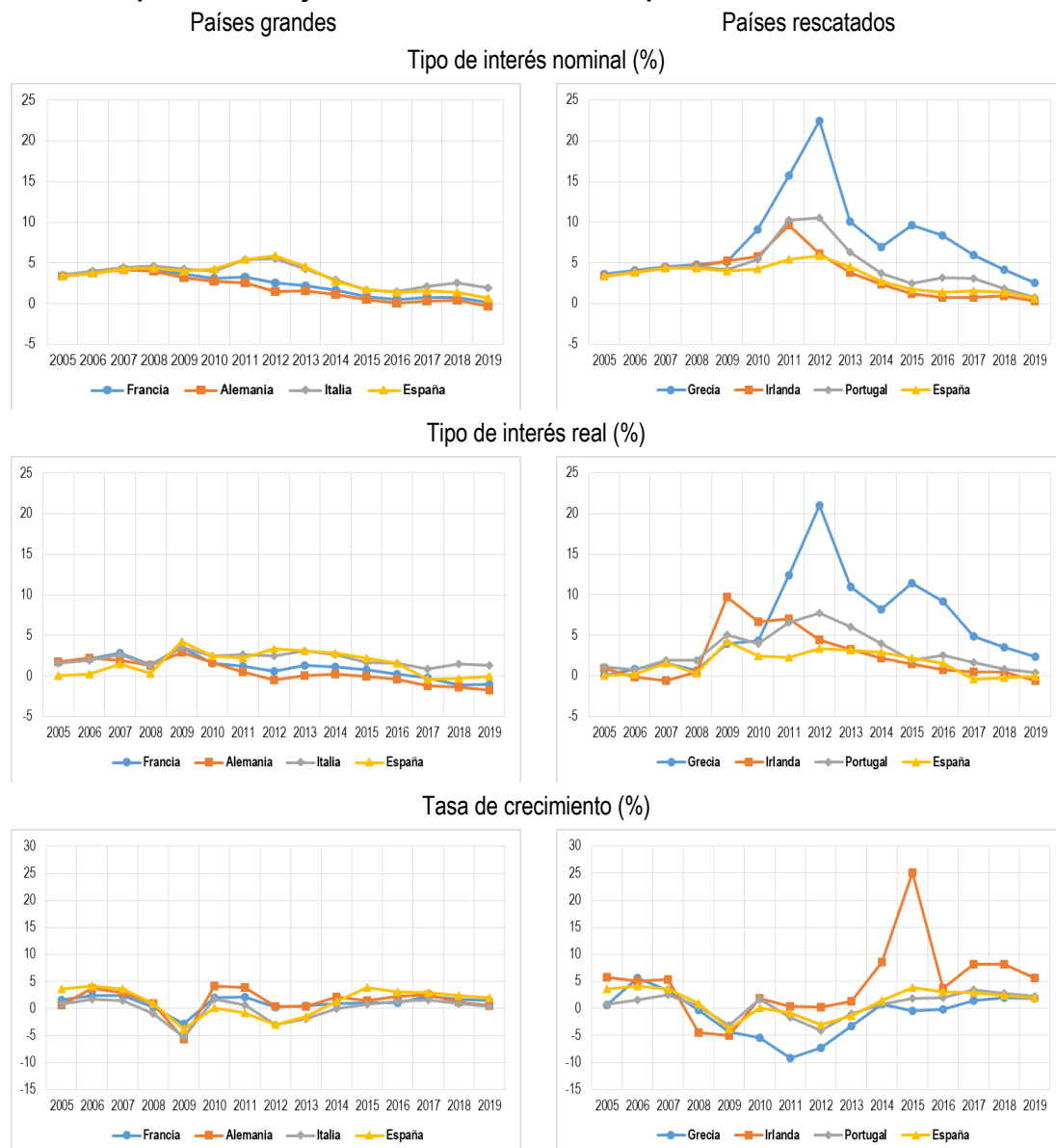
Grado de inversión		Grado especulativo / Bono basura	
AAA	El emisor es de calidad, fiable y estable, por lo que existe una capacidad excepcionalmente fuerte para hacer frente a la devolución del principal e intereses de las obligaciones.	BB: Especulativo	BB: existe la posibilidad de que ocurra riesgo de crédito por algún cambio adverso en la situación económica, aunque es posible que se cumpla con las obligaciones financieras.
		B: Altamente especulativo	B: existe un riesgo de crédito considerable (con margen de seguridad). La capacidad de pago está condicionada a un entorno económico y de negocio favorable.
AA	Emisor de calidad (riesgo un poco más alto, aunque una expectativa de riesgo de crédito muy baja), por lo que la capacidad para devolver el principal e intereses es muy fuerte.	CCC: Alto riesgo de impago	CCC: dependen de las condiciones económicas favorables para cumplir sus compromisos.
		CC: Impago probable	CC: muy vulnerables (bonos muy especulativos).
		C: Impago inminente	C: Impago inminente o quiebra, aunque continúa pagando las obligaciones.
A	Emisor con una calidad elevada (expectativa de riesgo de crédito reducida), por lo que la capacidad para la devolución del principal e intereses es fuerte, aunque es más vulnerable ante cambios en condiciones económicas.	DDD	DDD: Títulos (muy especulativos) cuyo valor es menor a su valor de recuperación en una situación de suspensión de pagos.
		DD	DD: Probabilidad de recuperación entre el 90% y el 50% de la deuda.
		D	D: Probabilidad de recuperación menor al 50% de la deuda.
BBB	Emisor de calidad buena (expectativa de riesgo de crédito baja), por lo que la capacidad para devolver el principal e intereses es adecuada, aunque los cambios adversos en las condiciones económicas podrían afectar esta capacidad.	NR	No calificada públicamente.

Fuente: Expansión/Datosmacro.com (s.f.) y elaboración propia.

Nota: La deuda a largo plazo tiene un vencimiento superior al año.

ANEXO 2. TIPO DE INTERÉS REAL A LARGO PLAZO Y TASA DE CRECIMIENTO

Gráfico 6. Tipo de interés y tasa de crecimiento de los países seleccionados, 2005-2019



Nota: El tipo de interés es de largo plazo y se refiere a la deuda a 10 años.

Fuente: Banco Central Europeo, Banco Mundial. Elaboración propia.