

29

INFORME  
ESPAÑA  
2022

CÁTEDRA  
JOSÉ MARÍA MARTÍN  
PATINO DE LA CULTURA  
DEL ENCUENTRO



Servicio de Biblioteca. Universidad Pontificia Comillas de Madrid

INFORME España 2022 / Cátedra José María Martín Patino de la Cultura del Encuentro ; [coordinación y edición Agustín Blanco, Antonio Chueca, José Antonio López-Ruiz y Sebastián Mora]. -- Madrid : Universidad Pontificia Comillas, Cátedra J.M. Martín Patino, 2022.

460 p.

En la portada: 29.

Es continuación de la colección CECS publicada por la Fundación Encuentro ISSN 1137-6228.

D.L. M 25314-2022. -- ISBN 978-84-8468-949-2

1. Democracia. 2. Situación social. 3. Aspectos políticos. 4. Aspectos sociales. 5. Deuda pública. 6. Integración social. 7. Demografía. 8. España. I. Blanco Martín, Agustín, editor literario. II. Chueca, Antonio, editor literario. III. López-Ruiz, José Antonio, editor literario. IV. Mora Rosado, Sebastián (1966-), editor literario

Coordinación y edición: Agustín Blanco, Antonio Chueca,  
José Antonio López-Ruiz y Sebastián Mora

Edita: UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS  
Cátedra J. M. Martín Patino

ISBN: 978-84-8468-949-2  
Depósito Legal: M-25314-2022

Imprenta Kadmos  
Salamanca



*Gracias a la Fundación Ramón Areces, la Cátedra José María Martín Patino de la Cultura del Encuentro elabora este informe. En él ofrecemos una interpretación global y comprensiva de la realidad social española, de las tendencias y procesos más relevantes y significativos del cambio.*

*El informe quiere contribuir a la formación de la autoconciencia colectiva, ser un punto de referencia para el debate público que ayude a compartir los principios básicos de los intereses generales.*

# ÍNDICE

---

## PARTE PRIMERA: CONSIDERACIONES GENERALES FRENTE A LA INCERTIDUMBRE, PROYECTOS Y DEMOCRACIA

*Quim Brugué, Gemma Ubasart y Ricard Gomà*

1. La pandemia como introducción: advertencia y aprendizaje .....	13
2. Claves para entender un escenario en transformación.....	15
2.1. Las transiciones socioecológicas .....	16
2.2. Las transiciones socioeconómicas.....	20
2.3. Las transiciones socioculturales .....	23
2.4. Las transiciones sociopolíticas .....	25
3. Proyectos para construir futuro y ciudadanía.....	29
3.1. Forjar igualdad y reconocer diferencias: proyectos para la inclusión	30
3.2. Generar autonomía y articular vínculos: proyectos para la fraternidad	34
3.3. La ciudadanía multiescalar: fortalecer la proximidad y el ámbito eu- ropeo.....	38
4. Gobernar la transición, ¿democracia o dejarse llevar? .....	41
Bibliografía.....	46

## PARTE SEGUNDA: LA CULTURA DEL ENCUENTRO

*José Antonio López-Ruiz, Sebastián Mora, Agustín Blanco  
y Francisco Lorenzo*

1. El itinerario del encuentro.....	49
1.1. De la cultura de la exclusión a la cultura de la reconciliación.....	49
1.2. La experiencia y el hábito del encuentro.....	50
1.3. ¿Hacia una cultura del encuentro? .....	52
2. La cultura del encuentro: una aproximación .....	55
2.1. Un marco teórico inspirador: de las ciencias sociales al pensamien- to social cristiano.....	55
2.2. Cultura del encuentro: una definición operativa .....	59
3. Índice de Cultura del Encuentro .....	62
3.1. El Índice de Cultura del Encuentro: datos globales .....	64
3.2. La cultura del encuentro a través de los valores sociales.....	68
3.3. La cultura del encuentro a través de las conductas y prácticas so- ciales .....	98
3.4. Las condiciones estructurales para la cultura del encuentro.....	110
3.5. Principales hallazgos y conclusiones.....	113
Bibliografía.....	128

## PARTE TERCERA: DESARROLLO E INTEGRACIÓN SOCIAL

### Capítulo 1

#### EL SISTEMA DE FORMACIÓN DE TRABAJADORES Y PARADOS EN EL PROCESO DE RECUALIFICACIÓN

*Begoña Cueto y Paz Menéndez Sebastián*

Introducción .....	135
1. El papel de la formación ante los retos del mercado de trabajo .....	137

2. El sistema de formación profesional para el empleo.....	145
2.1. Formación para el empleo en España .....	150
3. Instrumentos legales para la integración laboral de las personas trabajadoras mediante la formación.....	160
3.1. La contratación formativa hasta 2021 .....	160
3.2. Cambios derivados de la reforma laboral de 2021.....	169
4. Conclusiones y propuestas .....	176
Bibliografía.....	180
Anexo .....	182

## Capítulo 2

### LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA: EL DEBATE SOBRE SU SOSTENIBILIDAD

*Pedro José Gómez Serrano y Carlos Sánchez Mato*

Introducción.....	185
1. El problema de la sostenibilidad del déficit público: una aproximación .....	189
2. Principales enseñanzas de la Gran Recesión en la gestión del déficit y de la deuda pública .....	200
3. Evolución de la deuda en España durante la pandemia.....	207
3.1. Evolución de la deuda pública y comparación con otros países de la eurozona .....	212
3.2. Pasivos contingentes.....	217
4. Sostenibilidad de la deuda para la economía y posibles hipotecas para la sociedad .....	219
4.1. Riesgo de subida de los tipos de interés.....	220
4.2. Considerable importancia de la deuda externa .....	225
4.3. Envejecimiento .....	226
4.4. Riesgo de inflación .....	228
4.5. Insuficiente recaudación fiscal e impacto sobre la deuda pública ..	228
5. Balance final y propuestas de política económica en relación con la deuda pública .....	230
5.1. Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento .....	233
5.2. Programa de actuación ante el sobreendeudamiento .....	235
6. Conclusiones.....	242
Bibliografía.....	246

## Capítulo 3

### BRECHAS DE GÉNERO EN TIEMPOS DE PANDEMIA: EMPLEO, TRABAJO DOMÉSTICO Y CUIDADOS

*Marta Domínguez-Folgueras, M. José González e Irene Lapuerta*

Introducción.....	251
1. Efectos de la COVID-19 en el empleo femenino y la división del trabajo: evidencias empíricas .....	252
2. Políticas de conciliación de la vida laboral, familiar y personal antes y durante la pandemia de la COVID-19: el caso de España en perspectiva comparada .....	255
2.1. El punto de partida: las carencias estructurales de las políticas de conciliación.....	256

2.2. La respuesta institucional durante la crisis sociosanitaria de la COVID-19 para apoyar a las familias con criaturas .....	263
3. Desigualdades de género en el mercado de trabajo .....	267
3.1. Logro educativo y participación laboral.....	268
3.2. Relación entre maternidad/paternidad y empleo .....	270
3.3. Las tasas de inactividad durante el confinamiento.....	270
3.4. El teletrabajo como alternativa laboral durante la pandemia .....	272
3.5. El empleo a tiempo parcial .....	275
3.6. Origen migratorio y vulnerabilidad laboral .....	276
4. El impacto de la pandemia en la división del trabajo doméstico y de cuidados .....	278
4.1. División del trabajo doméstico .....	280
4.2. División del trabajo de cuidado .....	283
4.3. Impacto subjetivo: malestar y dificultades de conciliación.....	285
5. Conclusiones.....	288
Bibliografía.....	292

#### Capítulo 4

### DINÁMICAS DEMOGRÁFICAS DURANTE LA PANDEMIA DE LA COVID-19: ¿QUÉ SABEMOS DOS AÑOS DESPUÉS?

*Celia Fernández-Carro, Marta Seiz, Juan Manuel García-González y José Manuel Torrado*

Introducción .....	303
1. Mortalidad, longevidad y bienestar.....	309
1.1. Empezando por el principio: una sobremortalidad inesperada .....	309
1.2. Frenazo en seco de las tendencias en longevidad.....	315
1.3. La influencia de la pandemia sobre el bienestar emocional .....	318
2. Fecundidad y relaciones de pareja .....	329
2.1. Natalidad en caída libre por la emergencia sanitaria, fecundidad en niveles muy bajos e insuficiente recuperación.....	329
2.2. La agudización del retraso de la maternidad, la dificultad de transición a los segundos nacimientos y el impacto en la fecundidad en grupos y contextos socioeconómicamente más vulnerables .....	333
2.3. Uniones, separaciones y calidad de las relaciones de pareja durante la pandemia.....	340
3. Migraciones y movilidad .....	347
3.1. El impacto de la pandemia en las migraciones internacionales: ¿hacia un nuevo ciclo migratorio?.....	348
3.2. El impacto de la pandemia en las migraciones interiores: ¿parálisis de la movilidad o retraso del calendario?.....	351
3.3. Cambios en las pautas de asentamiento de los migrantes: ¿se está produciendo una “vuelta a lo rural”?.....	354
4. Conclusiones .....	360
4.1. Las consecuencias demográficas de la pandemia.....	360
4.2. Más allá de lo demográfico.....	362
4.3. Un futuro incierto.....	364
Bibliografía.....	366

PARTE CUARTA: REDES Y TERRITORIO

Capítulo 5

LA DESCARBONIZACIÓN DEL SISTEMA ENERGÉTICO ESPAÑOL:  
RETOS Y OPORTUNIDADES

*Pedro Linares, José Carlos Romero, Antonio F. Rodríguez Matas y  
Manuel Pérez Bravo*

Introducción .....	377
1. El contexto global del cambio climático.....	378
1.1. El Acuerdo de París .....	381
1.2. Pacto Verde Europeo (European Green Deal) .....	382
1.3. Escenarios globales: ¿Qué dicen los principales informes sobre los escenarios futuros en la descarbonización de la economía global? ..	384
2. El sistema energético español, breve diagnóstico de la situación actual..	388
2.1. Situación de los principales indicadores del sistema energético es- pañol .....	388
2.2. Estado actual de la transición energética en España .....	393
3. Perspectivas de evolución del sistema energético español: PNIEC y ELP ..	396
3.1. Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) .....	396
3.2. Estrategia de Descarbonización a Largo Plazo 2050 (ELP) .....	400
4. Retos y oportunidades de la descarbonización del sistema energético español .....	404
4.1. Sector eléctrico .....	404
4.2. Transporte .....	410
4.3. Edificios .....	419
4.4. Sector industrial .....	424
5. Impactos macroeconómicos .....	428
5.1. Implicaciones distributivas de la descarbonización .....	431
6. Políticas necesarias .....	436
6.1. Fiscalidad .....	437
6.2. Innovación y política industrial .....	439
6.3. Sector eléctrico .....	440
6.4. Transporte .....	442
6.5. Edificios .....	444
6.6. Industria .....	445
7. Conclusiones.....	448
7.1. La urgencia y la magnitud de la transformación.....	448
7.2. Los principales retos.....	450
7.3. Cómo aprovechar las oportunidades .....	451
7.4. La importancia de las políticas .....	452
Bibliografía .....	454

**Capítulo 2**  
**LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA:**  
**EL DEBATE SOBRE SU SOSTENIBILIDAD**

---

Pedro José Gómez Serrano  
Carlos Sánchez Mato  
*Universidad Complutense de Madrid*



## Introducción

En 2020, la deuda global experimentó el mayor aumento en un año después de la Segunda Guerra Mundial. La pandemia la espoleó hasta alcanzar los 226 billones de dólares, es decir, el 256% del Producto Mundial Bruto según los datos del Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>1</sup>. La deuda pública representó algo más de la mitad de este aumento. Un fenómeno tan acelerado como este no había ocurrido en el pasado salvo en episodios asociados a los conflictos bélicos.

Según los cálculos del FMI, 30 países superaron el 100% de deuda respecto a su PIB en 2020, debido a su respuesta a la pandemia. En cabeza de la lista está Japón, que ya era el país más endeudado, con una deuda pública del 238% del PIB. En 2021, la cifra ascendería casi 30 puntos más, al 266%, según ese organismo. También Sudán y Grecia tendrán deudas por encima del 200% de su PIB, de acuerdo con estas estimaciones. El país africano pasaría del 202% al 259% y el europeo del 181% al 205%. Completan el *ranking* de los 20 países más endeudados Eritrea, Líbano, Italia, Portugal, Cabo Verde, Belice, Barbados, Estados Unidos, Singapur, Baréin, España, Mozambique, Bután, Angola, Francia, Chipre y Bélgica.

No parece estar en duda, en la actualidad, que ese incremento de la deuda, especialmente la pública, ha sido una reacción necesaria y eficaz para mitigar la reducción sin precedentes de ingresos de familias y empresas. Sin embargo, más allá de los asuntos relacionados con la sostenibilidad de los pasivos –dado que se parte de niveles elevados de endeudamiento público–, es oportuno analizar el lastre que puedan suponer los niveles alcanzados para el crecimiento económico en las próximas décadas. Una condición básica para digerir el incremento abrupto de la deuda pública y evitar que suponga un obstáculo serio para el futuro, es que las economías recuperen el pulso con crecimientos sostenidos y, para eso, resulta fundamental que se produzca una actuación enérgica con estímulos suficientes para dinamizar la economía, adaptando la misma a las nuevas tecnologías y a los retos medioambientales, cuyo abordaje es ineludible.

---

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>

En particular, el incremento espectacular de la deuda pública española durante los últimos dos años, como consecuencia directa del impacto de la pandemia de la COVID-19, ha pasado a constituir una seria preocupación, no solo de los analistas económicos y de los líderes políticos, sino también de un amplio conjunto de ciudadanos.

Aún se encuentra reciente en la memoria colectiva el impacto negativo del endeudamiento generado por la crisis inmobiliario-financiera desencadenada a partir de 2008 y los fuertes recortes en el gasto público que el Gobierno tuvo que asumir durante casi una década. En esta ocasión, una recaída tan cercana en el tiempo podría tener un alto y dilatado coste tanto en términos de bienestar social –que quedaría deteriorado por la detracción de recursos orientados hacia el pago de la deuda– como en términos de estabilidad macroeconómica, lo que ocurriría si nuestro país volviera a tener que enfrentarse a una situación de riesgo soberano<sup>2</sup>.

El precedente de la Gran Recesión aporta lecciones muy significativas de política económica que nos deberían ayudar a evitar los errores que, sin ninguna duda, agravaron la situación económica generada por la crisis inmobiliaria (Lapavistas, 2012). Al mismo tiempo, conviene subrayar que el marco interpretativo, el contexto político y el conjunto de medidas de política económica adoptados entonces en la Unión Europea, en general, y en la eurozona, en particular, fueron profundamente diferentes a los que se han producido durante la pandemia y que, por consiguiente, las opciones con las que ha contado y cuenta el Gobierno actual para afrontar la emergencia sanitaria y sus consecuencias económicas han sido mayores.

Por otra parte, justo cuando se estaban redactando estas páginas, se ha producido la invasión de Ucrania por parte de Rusia, por una decisión de imprevisibles consecuencias de su presidente Vladimir Putin. Aunque el asesinato masivo de civiles, las numerosas víctimas entre los combatientes, la multiplicación de heridos y el éxodo de desplazados y refugiados constituyen el principal coste de la guerra, sus consecuencias económicas son también muy relevantes y van a ocasionar distorsiones de largo alcance en la economía mundial. Este nuevo *shock* externo –que se añade a tensiones subyacentes de medio y largo plazo– ya ha elevado en pocas semanas el precio de la energía, de los alimentos y de diversas materias primas en Europa, alterando bruscamente los flujos económicos de todo tipo –comerciales, financieros, productivos, tecnológicos y migratorios– y dislocando los mercados internacionales.

En nuestro propio país, que se encuentra todavía fuertemente afectado por la pandemia, las consecuencias de la conflagración ya se han traducido

---

<sup>2</sup> Se denomina riesgo soberano a la posibilidad de impago de una deuda por parte de un Estado, no de un agente privado.

en un aumento de la conflictividad social. La Comisión Europea y España trabajan contra reloj para minimizar los daños, pero algunos de ellos pueden crispar y polarizar el entorno político en unas circunstancias que reclaman, más bien, estabilidad y unidad. En cualquier caso, el nuevo escenario altera sustancialmente las previsiones respecto al déficit público para 2022 y, en consecuencia, al nivel de endeudamiento que alcanzaremos al finalizar el presente ejercicio. Al mismo tiempo, al incidir la guerra tan directamente en todo el continente europeo, resulta altamente probable que las autoridades comunitarias se vean obligadas a revisar en profundidad las exigencias regulatorias que afectan a las cuentas públicas y la orientación de la política monetaria de la eurozona.

Intentando sustraer del análisis fiscal y monetario la terrible coyuntura que acabamos de destacar, en el presente capítulo del *Informe España* se aborda la relación que puede darse entre el aumento del endeudamiento público y el devenir de las condiciones socioeconómicas de las nuevas generaciones, dado que se ha extendido la convicción de que los mayores, además de que disfrutaron de unos itinerarios profesionales más estables que los jóvenes mientras estuvieron en activo, también han podido mantener sus niveles de protección social al jubilarse (atención sanitaria, ayudas focalizadas a la dependencia, subvención de ciertos servicios, sistema de pensiones...), al tiempo que las cohortes más jóvenes de la población han sufrido fuertemente el desempleo, padecen una mayor precariedad laboral, sostienen con sus impuestos y cotizaciones el Estado de bienestar y podrían acabar no beneficiándose de muchos de sus elementos constitutivos por no reunir los requisitos exigibles para acceder a ellos o porque las prestaciones tuvieran que recortarse en el futuro.

Preocupa, en estos momentos, el riesgo de tensar demasiado el pacto intergeneracional, algo que está presente en el debate político en varios campos –por ejemplo, el de las pensiones– y que podría ocasionar una nueva fractura social. La cuestión que se plantea es la siguiente: ¿Tendrán que pagar la elevada factura de la pandemia las próximas generaciones? Esta preocupación ni es exclusivamente española, ni se manifiesta solo en este momento. En realidad, se ha convertido casi en un “mantra” entre los expertos en finanzas públicas desde hace décadas. Así lo expresaba, por ejemplo, Stephanie Kelton, a propósito de su crítica a los mitos sobre el déficit público de los países que poseen soberanía monetaria: “A los políticos les encanta echar mano de este mito de forma reiterada y proclamar que, cuando incurrimos en déficits, estamos arruinándoles la vida a nuestros hijos y nuestros nietos, y cargándolos con una deuda paralizante que algún día tendrán que saldar” (2021: 20).

Más concretamente, los ciudadanos se preguntan respecto a la diferenciada incidencia que un elevado endeudamiento tendría sobre las diversas partidas del gasto público cuando, previsiblemente, se regrese a la

persecución de una mayor disciplina presupuestaria dado que, cada una de ellas, posee unas inercias plurales y su modificación se enfrenta a distintos márgenes de maniobra. Lo ocurrido en el periodo 2010-2014 muestra claramente que no sufrieron recortes análogos todas las líneas presupuestarias y que no todos los sectores sociales padecieron sus consecuencias de un modo equitativo. El grado en que ciertas categorías de gasto se encuentran blindadas ante modificaciones severas del entorno económico es dispar y refleja, en último término, el estado en que se encuentran los distintos pactos sociales del país y el coste político de su potencial modificación.

Teniendo como punto de partida el inestable contexto que se acaba de describir y tomando en consideración la experiencia adquirida durante la crisis hipotecaria de la pasada década, el objetivo del presente capítulo consiste en contestar a las siguientes cuestiones:

1) ¿Qué evolución del endeudamiento público español resultaba previsible antes de que la agresión militar rusa a Ucrania rompiera todos los pronósticos de los organismos internacionales y del Gobierno?

2) ¿Qué restricciones tendrá que afrontar el Estado español para su financiación en los próximos años, cuando la situación macroeconómica se recupere de los *shocks* de la pandemia y de la guerra, si esta se detiene en un breve periodo de tiempo?

3) ¿Qué repercusiones podría tener sobre el gasto público a corto y medio plazo el brusco endeudamiento que se ha producido en los últimos dos años y que, previsiblemente, se ampliará este?

4) ¿Cómo podría afectar la gestión de la deuda pública por parte de las autoridades económicas a las generaciones más jóvenes de nuestro país si el horizonte de amortización se dilata en el tiempo o si, por el contrario, las autoridades europeas fuerzan su reducción en un breve lapso temporal?

De acuerdo con el objetivo y los interrogantes señalados, la estructura del capítulo se desarrolla como sigue. Tras estas consideraciones introductorias se aborda, de un modo sintético, el debate teórico respecto al tamaño adecuado de la deuda pública, sus posibilidades de financiación y sus potenciales repercusiones macroeconómicas. A continuación, se identifican las principales enseñanzas que la Gran Recesión ha proporcionado por lo que a la gestión del déficit y de la deuda del Estado respecta, con el fin de no volver a incurrir en los errores del pasado. En un cuarto momento, se analiza la evolución de estas macromagnitudes durante la pandemia y sus efectos en el conjunto del gasto público. Ello permitirá delimitar, en la sección siguiente, la potencial hipoteca de la deuda para la economía y para la sociedad. El penúltimo apartado ofrece un balance del análisis efectuado sobre el periodo de la crisis sanitaria y algunas propuestas de política económica orientadas a buscar una gestión del endeudamiento que sea solidaria desde el punto

de vista intergeneracional. Finalmente, se presentan las principales conclusiones del estudio.

Ni que decir tiene que la contestación a los interrogantes planteados en esta investigación está sometida en estos momentos a todo tipo de incertidumbres: la confirmación de la remisión paulatina de la COVID-19 (o, al menos, su tránsito de pandemia a endemia o enfermedad común no disruptiva), la pronta finalización de la guerra en Ucrania, el surgimiento de un pacto político en la Unión Europea que otorgue tiempo a los países para recuperar cierto equilibrio fiscal, la contención de la escalada inflacionista evitando su descontrol, el mantenimiento del actual Gobierno hasta el agotamiento de la legislatura, etc. Modificaciones sustanciales en cualquiera de estas variables harían casi imposible un análisis con finalidad prospectiva.

Resulta evidente que, mientras el conflicto armado no finalice y su alcance no quede claramente delimitado, realizar previsiones económicas de medio plazo –algo que siempre resulta muy arriesgado, incluso en contextos de relativa normalidad– se convierte en un verdadero ejercicio de ciencia ficción. Por ello, el análisis que se va a efectuar a lo largo del presente capítulo tendrá como referentes las tendencias observadas hasta el desencadenamiento de la ofensiva militar rusa. Los escenarios alternativos que puedan plantearse tomarán en consideración los hechos acaecidos hasta la entrega del texto y los datos estadísticos disponibles al finalizar el primer trimestre del presente año. Resulta obvio que los resultados del estudio quedarán fuertemente condicionados, al menos en su validez operativa o predictiva, por el desarrollo de los acontecimientos próximos.

## **1. El problema de la sostenibilidad del déficit público: una aproximación**

A diferencia de lo que ocurre en muchos ámbitos económicos, en los que los Gobiernos solo pueden incidir de forma parcial o indirecta a través de estímulos que persiguen influir en el comportamiento del sector privado, en el terreno del endeudamiento público la competencia de los responsables políticos es completa dentro, naturalmente, de las limitaciones propias de la dinámica económica y social que condiciona siempre su margen de actuación. Como se mostrará más adelante, esa autonomía será mayor si los Estados pueden endeudarse en su propia moneda y no se ven obligados a hacerlo en una divisa extranjera.

Con todo, también conviene recordar que los déficits públicos –origen de la deuda– tienen un componente importante de automatismo, lo que reduce sensiblemente el grado de discrecionalidad de las autoridades económicas. Así, en los momentos de crisis, el comportamiento de la mayoría de los ingresos fiscales es procíclico, ya que la disminución de la actividad

económica conduce a que se desplomen los impuestos, las tasas y las contribuciones a la Seguridad Social. A cambio, el comportamiento del gasto público suele ser anticíclico, ya que se disparan las prestaciones por desempleo y las ayudas a sectores sociales o económicos vulnerables, al tiempo que otras partidas se mantienen estables por su propia inercia o por estar suficientemente protegidas, como es el caso de las pensiones.

Así como el aumento automático del gasto público corrige o, al menos aminora, los peores efectos de las recesiones –frenando la contracción de la demanda agregada–, tal dinámica, que va unida a la disminución de los ingresos tributarios, inevitablemente conduce al crecimiento del déficit público y, por ende, de la deuda de las Administraciones Públicas. Tal estado de cosas no tiene por qué ser particularmente problemático si las recesiones no son duraderas y la economía recupera su dinamismo en poco tiempo. Cuando esto ocurre, el comportamiento de las finanzas públicas cambia de signo: los ingresos públicos se recuperan y algunos de los gastos derivados de la crisis dejan de ser necesarios. En tales circunstancias, el déficit podría convertirse en superávit y el nivel agregado de deuda soberana reducirse. Bajo estas premisas, la alternancia de déficits y superávits en las cuentas de las Administraciones Públicas no plantea dificultades para un desenvolvimiento sano de la economía.

Como es sabido, la perspectiva keynesiana defiende, precisamente, la utilización anticíclica del déficit público. De esta manera, en épocas depresivas el sector público contrarresta la debilidad de la demanda del sector privado, evitando que las crisis lleguen a ser lo profundas que serían sin esta intervención. Superada la fase recesiva, el sector público podría moderar la demanda global –contrayendo el gasto o elevando los impuestos– para evitar una elevación de los precios, lo que, a su vez, corregiría el desequilibrio presupuestario.

De manera intuitiva, es decir, apelando a la experiencia personal, la mayor parte de los individuos considera que endeudarse es malo y que, en todo caso, hay que hacerlo con prudencia y cuando las ventajas compensen claramente los riesgos. El caso más claro de endeudamiento generalmente ventajoso es el que se produce para comprar la vivienda habitual, en especial cuando los alquileres son elevados. Dada la duración media de las viviendas, su elevado valor y la esperanza de vida de los seres humanos, esperar a ahorrar para poder adquirir una vivienda al contado supone retrasar su compra varias décadas y acceder a ella a una edad muy avanzada, habiendo gastado durante mucho tiempo considerables recursos en el pago de alquileres que no se materializan en ninguna propiedad. Por ello, la inversión inmobiliaria a través del crédito hipotecario –que al reducir el riesgo bancario permite acceder a menores tipos de interés– se encuentra ampliamente extendida.

Al solicitar un crédito, el prestatario tiene que prever anticipadamente si podrá pagarlo, lo que depende tanto de su cuantía, del plazo de amortización y de los intereses a abonar, como de la seguridad, estabilidad y nivel de sus propios ingresos personales (o familiares). Del mismo modo, los ciudadanos se preguntan si la deuda de su país podrá pagarse sin que resulte demasiado oneroso respecto al ingreso nacional, sin que implique tener que reducir gastos estratégicos o, en el extremo, sin que quiebre el Estado por no poder hacerlo. A esta preocupación, muy frecuente también en la literatura económica, nos referimos al hablar de la sostenibilidad de la deuda pública.

Existe una tendencia natural a concebir la deuda de las Administraciones Públicas de un modo análogo a la deuda privada, pero hay aspectos cruciales que impiden realizar esta equiparación. De entrada, la capacidad y solvencia de un Estado suele ser muy superior a la de cualquier otro actor económico que actúe en su seno. Por otra parte, la legislación ordinaria sobre quiebras y liquidaciones no se aplica a los Gobiernos. Además, los Estados con soberanía monetaria –esto es, que emiten en régimen de monopolio la moneda que se utiliza habitualmente en su territorio– pueden fabricar, en principio, tanta como decidan<sup>3</sup>.

En este terreno, resulta crucial saber si la deuda pública está denominada en moneda nacional o extranjera. En el primer caso, el Estado siempre podrá pagar sus deudas, aunque un proceso de creación excesiva de dinero pueda generar problemas de inflación o de depreciación de su moneda en términos de otras divisas. Por el contrario, cuando la deuda pública de un país ha sido contraída en la de otro Estado, para atender a su servicio (intereses y amortizaciones) se verá obligado a obtener divisas a partir de cuatro únicas posibles fuentes: las reservas acumuladas, las exportaciones, las transferencias o nuevos créditos. Esta segunda situación condiciona de un modo mucho más claro la estabilidad macroeconómica del país endeudado.

A la hora de valorar el grado de sostenibilidad de la deuda pública de un país resulta preciso comenzar por reconocer que, en la actualidad, existen dos interpretaciones radicalmente distintas de su significado y, en consecuencia, respecto al modo más correcto de gestionarla. Por una parte, contamos con lo que podría denominarse la visión económica convencional sobre el endeudamiento público, que es compartida por los representantes de la mayoría de los Gobiernos y de los organismos económicos internacionales, y, por otra, la concepción emanada de la Teoría Monetaria Moderna (TMM), que está siendo defendida con un creciente éxito por académicos vinculados a instituciones norteamericanas como el Levy Economics Institute of Bard

---

<sup>3</sup> A este respecto, tanto da la creación de moneda física como la materializada en anotaciones contables electrónicas.

College (Nueva York) o el Center for Full Employment and Price Stability de la Universidad de Missouri (Kansas). Resumamos sus postulados, comenzando por la primera, que se encuentra mucho más extendida.

Según los principios clásicos de la contabilidad presupuestaria, el Estado, al igual que ocurre con cualquier familia, tiene que financiar los gastos públicos a partir de sus propios ingresos. En el caso de que no pueda hacerlo, por incurrir en déficit, para cubrir la diferencia tendrá que emplear el ahorro generado en ejercicios anteriores –si lo hubiera– o pedir prestado. Por la magnitud de los flujos económicos estatales, los países desarrollados raramente solicitan créditos a las instituciones bancarias, sino que emiten títulos de deuda (Bonos o Letras del Tesoro) que colocan en los mercados financieros.

Cuando la economía de un país es solvente y el endeudamiento moderado, los Gobiernos no tienen dificultad en que se compren todos los títulos emitidos a un tipo de interés bajo. No obstante, en la medida en que el desempeño económico del país se deteriore, el desequilibrio presupuestario se agudice y el volumen total de la deuda aumente, será cada vez más difícil que los inversores compren los bonos ofertados y, progresivamente, el país emisor tendrá que elevar la remuneración de los mismos, asumiendo una prima de riesgo, para poder colocar todos los títulos en los mercados financieros. Obviamente el riesgo será mayor si la deuda se ha contraído en una moneda extranjera, porque, para pagarla, tendrá que obtener las correspondientes divisas a través de operaciones económicas internacionales y porque, además, podrá verse encarecida por las variaciones en el tipo de cambio.

Entre los partidarios de la disciplina presupuestaria estatal, también es frecuente aducir que, más allá del problema de su sostenibilidad, un elevado nivel de deuda pública orienta la mayor parte del ahorro disponible hacia la financiación del Estado y, por ello, restringe los fondos disponibles para la inversión privada (y para el consumo a crédito de los hogares). Este efecto desplazamiento –o *crowding-out*– conduciría, según esta visión, a una elevación de los tipos de interés y, en definitiva, al encarecimiento del crédito y la ralentización de la actividad económica. Si a ello se añade la impresión dominante en muchos economistas conservadores respecto a que el sector público es menos eficiente que el sector privado, no es extraño que les resulte fácil llegar a la conclusión de que un alto nivel de endeudamiento estatal conllevará un lastre para impulsar el crecimiento económico y un más que probable empobrecimiento de la población.

Durante décadas, los especialistas han intentado identificar el nivel de endeudamiento seguro y el umbral a partir del cual los países entrarían en una pendiente de riesgo. Los estudios se han multiplicado sin arrojar resultados concluyentes. En uno de los más conocidos, Reinhart y Rogoff



(2009) indicaban que no existía evidencia de que el endeudamiento público limitara el crecimiento económico al menos hasta que el primero alcanzara el 90% del PIB, punto de inflexión a partir del cual la deceleración de la actividad económica sería casi inevitable. Aunque en el caso de los países en desarrollo dichos autores rebajaron ese umbral hasta el 60% del PIB. Sin embargo, poco después se descubrió que el registro y tratamiento de los datos de la investigación contenía serios errores, que, una vez corregidos, anulaban las conclusiones anteriores y, con ello, la recomendación normativa de no superar esas tasas de endeudamiento (Irons y Bivens, 2010), lo que fue confirmado por otros estudios más detallados (Herndon, Ash y Pollin, 2013). Los propios autores reconocieron con posterioridad sus errores de cálculo (Krugman, 2013).

En una línea similar, un estudio econométrico publicado por el Banco Mundial (Caner, Grennes y Koehler-Geib, 2010), que analizaba la evolución de 101 países desde 1980 a 2008, concluía que los países cuya deuda pública supera el 77% del PIB durante periodos de tiempo prolongados experimentaban deceleraciones relevantes del crecimiento económico y que, en el caso de las economías emergentes, a partir de una ratio del 64% cada punto de incremento de la deuda reducía el crecimiento anual un 2%.

No obstante, además de que las investigaciones referidas no dejaban claro el sentido de la causalidad (si el endeudamiento frenaba el crecimiento o el lento crecimiento conducía a un mayor endeudamiento), discrepaban sensiblemente en los umbrales de riesgo. Por ello, en estos momentos, parece haber cierto consenso en que el nivel de endeudamiento sostenible no tiene carácter universal y que depende intrínsecamente de las características estructurales de cada economía (nivel de desarrollo, tamaño, capacidad, capacidad exportadora, calidad de sus instituciones, grado de credibilidad internacional, moneda en la que está contraída la deuda, pertenencia a áreas económicas y monetarias más amplias, etc.), así como de la coyuntura económica internacional, cambiante e imposible de prever o controlar por parte de ningún país en particular (Hakura, 2020). Como ya ocurriera con la tristemente célebre crisis de la deuda externa latinoamericana de los años 80 del siglo pasado, un cambio radical en las macromagnitudes de la economía mundial (en particular de las tasas de interés, de los tipos de cambio, de la relación real de intercambio y del dinamismo del comercio internacional) puede convertir en insolvente a casi cualquier país, especialmente si se endeuda en una moneda extranjera.

Como se indicaba en la introducción, la experiencia histórica muestra que países con ratios muy elevadas de deuda pública/PIB –muy superiores, en cualquier caso, a las recomendadas por los expertos– no han tenido ningún problema para atender a sus obligaciones financieras o para mantener un ritmo de crecimiento significativo (por ejemplo, para 2021, algunas ratios

eran: Japón 257%, Italia 155%, EEUU 133% o Francia 116%<sup>4</sup>), mientras que países con ratios mucho más moderadas no solo han visto aminorar su crecimiento, sino que han entrado en *default* en distintas épocas. Sin ir más lejos, el nivel medio de endeudamiento público de América Latina cuando estalló la crisis de la deuda externa en 1982 era de solo del 45,9% del PIB y el de México, el primer país en declarar la suspensión de pagos, era incluso algo inferior, del 42% (Ocampo *et al.*, 2014).

Por su parte, James Galbraith mostró que –más allá del incremento derivado de nuevos déficits– mientras la tasa de interés sea superior a la del crecimiento económico la deuda pública crecerá (como porcentaje del PIB) y lo contrario ocurrirá si la tasa de interés es inferior a la de crecimiento (Wray, 2015: 66), lo que tiene una importante consecuencia: las políticas que promueven un abrupto recorte del gasto público para reducir el endeudamiento pueden acabar consiguiendo el efecto opuesto si reducen de un modo aún más intenso el crecimiento económico.

De un modo relativamente análogo, la conocida regla según la cual el déficit público razonable no debería superar el 3% del PIB –norma vinculante en la Unión Europea desde finales del siglo XX– fue, en realidad, improvisada por sus artífices sin ningún tipo de reflexión teórica previa ni de un análisis empírico detallado, como reconoció uno de ellos –Guy Abeille– en una entrevista concedida en 2012. Su propósito era, simplemente, impedir que el gasto de los ministerios franceses se disparara (Garzón, 2021: 58). Sin embargo, su aplicación acrítica limita extraordinariamente la posibilidad de llevar a cabo una política fiscal activa cuando la situación económica lo haría aconsejable.

A pesar de la falta de consenso sobre los niveles de endeudamiento razonables, más allá del ámbito europeo también los organismos económicos internacionales –y, en particular, el Fondo Monetario Internacional– mantienen un discurso en el que sostienen la necesidad de que los países adopten reglas de disciplina fiscal de manera generalizada (Kumar *et al.*, 2009). Los criterios de sostenibilidad establecidos por el FMI (2011) se han ido actualizando periódicamente. Esos criterios distinguen entre los países con fácil acceso a los mercados financieros internacionales y los que, por su menor nivel de desarrollo y solvencia, no lo tienen, que deberían adoptar una postura más prudente (Beddies, Le Manchec y Barkbu, 2009). La prescripción de alcanzar importantes superávits primarios<sup>5</sup> y reducir todo lo posible el nivel de endeudamiento se torna más contundente cuando parte de este es

---

<sup>4</sup> Datos tomados del *World Economic Outlook Report* (octubre 2021).

<sup>5</sup> Se entiende por superávit o déficit primario del Estado aquel que se produce comparando los ingresos y los gastos corrientes de un ejercicio, es decir, si excluimos de los gastos de la Administración los pagos de la deuda pública, que corresponden a desequilibrios producidos en años anteriores.

externo (Martner y Tromben, 2004). Sin duda, detrás de estas recomendaciones prudenciales se encuentra la dolorosa experiencia del elevado coste de pasadas crisis financieras para muchos países en desarrollo. Con todo, por los motivos señalados anteriormente, el análisis de sostenibilidad de la deuda del FMI ha sido fuertemente criticado en sus supuestos y conclusiones (Guzmán y Heymann, 2015).

Por último, los defensores del rigor presupuestario suelen advertir también del serio peligro de que los déficits públicos elevados acaben disparando la inflación, al generar un exceso de masa monetaria en circulación en relación con el nivel de actividad económica vigente. No obstante, además de que esa causalidad no está confirmada empíricamente de un modo generalizado –basta apelar a la reciente experiencia de la crisis inmobiliario-financiera, cuando el enorme aumento de la oferta monetaria ha sido compatible con un incremento de los precios ínfimo–, resulta oportuno señalar que el temor a la inflación quizá esté magnificado innecesariamente. Detengámonos un momento en esta cuestión desde el punto de vista teórico (Sampedro y Berzosa, 2012).

No cabe duda de que una inflación elevada y fuera de control –lo que llamamos hiperinflación<sup>6</sup>– puede tener repercusiones muy negativas sobre el funcionamiento de la actividad económica. En primer lugar, erosiona el valor de todas las formas de ahorro y de los activos financieros. En segundo lugar, empobrece a todos los agentes económicos que no puedan adaptar sus ingresos al incremento de precios (trabajadores y pensionistas especialmente), dando ventaja a los que sí pueden hacerlo (en especial a las empresas con dominio en los mercados y que afrontan una demanda inelástica). En tercer término y como consecuencia directa de lo que se acaba de indicar, la inflación siempre tiene un impacto muy negativo sobre la equidad. En cuarto lugar, se produce un aumento automático de la recaudación tributaria y, con frecuencia, de la presión fiscal al referirse los tipos impositivos a los valores nominales de los intercambios e ingresos económicos. En quinto lugar, dificulta extraordinariamente la contabilidad empresarial y, más aún, las previsiones de los inversores, que se enfrentan siempre a un mundo incierto pero que, en caso de hiperinflación, no pueden formular expectativas racionales y, en consecuencia, difícilmente podrán tomar decisiones de asignación de recursos medianamente sensatas. Por último, los procesos hiperinflacionistas tienden a realimentarse –dado que todos los agentes económicos intentan defenderse de la pérdida de poder adquisitivo de sus rentas, anticipando el aumento de los precios–,

---

<sup>6</sup> Aunque no existe una definición unánime de hiperinflación, es frecuente referirse a ella cuando los precios mensuales aumentan más de un 50%. Este fenómeno, completamente excepcional, se dio en Alemania durante la República de Weimar 1921-1923, en numerosos países de América Latina en el último cuarto del siglo XX, durante la descomposición de Yugoslavia (1993-1994) y en Zimbabue a partir del año 2000.

por lo que su resolución suele requerir la adopción de medidas radicales de política económica enormemente costosas en términos productivos y sociales, al tiempo que se agudiza la pugna distributiva entre las distintas clases sociales.

Sin embargo, los casos de hiperinflación son excepcionales y una inflación moderada, o incluso media<sup>7</sup>, no presenta ni mucho menos los mismos desafíos. La mayoría de los países que han crecido fuertemente en el pasado lo hicieron con una inflación superior al 5% y sin que ello tuviera repercusiones particularmente negativas sobre la actividad económica. Más aún, una elevación de los precios modesta facilita la asignación más eficiente de los recursos en mayor medida que la estabilidad completa dado que, como ciertos precios son rígidos a la baja, si las actividades más demandadas o rentables y las ocupaciones más productivas aumentan de valor monetario, atraerán a los trabajadores y a las inversiones sin necesidad de ajustes traumáticos en los sectores y empleos en declive (cuyos precios crecerán menos). En el ámbito que nos ocupa, una inflación significativa –aunque no desbocada– beneficia a los deudores respecto a los acreedores, ya que el valor de lo que tienen que devolver disminuye. De ahí que la deuda pública sea más fácil de amortizar en contextos de crecimiento económico con moderada inflación.

Frente a la interpretación del endeudamiento público que hemos sintetizado en sus términos tradicionales, prestemos atención, brevemente, a la visión alternativa propuesta por la Teoría Monetaria Moderna (Garzón, 2021; Kelton, 2021; Wray, 2015) que, por el contrario, postula que el déficit público y la consiguiente deuda pública distan de constituir un grave problema en la mayor parte de las ocasiones.

El motivo de esta visión mucho menos severa de los déficits y del endeudamiento del Estado radica en considerar que, dado que este siempre puede emitir la moneda nacional sin restricciones intrínsecas –esto es, a no ser que él mismo se las imponga–, nunca hay peligro de que un Estado no pueda atender a sus compromisos financieros: podrá pagar siempre en su moneda. Desde este punto de vista, los ingresos tributarios no financian los gastos públicos, dado que estos pueden costearse al margen de los primeros. La existencia de déficit público implica, en realidad, que el Estado está inyectando dinero neto en la economía y alimentando la demanda efectiva. Por el contrario, un superávit presupuestario implica un drenaje de dinero que contrae la demanda. Esta visión considera los impuestos no como la fuente de financiación del gasto público, sino como una herramienta fundamental de la que disponen los Gobiernos para inducir la

---

<sup>7</sup> Así, por ejemplo, la inflación promedio en España entre 1961 y 2001 fue del 8,5% lo que no impidió que el crecimiento del PIB alcanzara el significativo nivel medio del 4,3%, según datos del Banco Mundial.

actividad económica (dado que los impuestos han de pagarse con ingresos monetarios), reducir la demanda agregada en fases de “recalentamiento económico”, redistribuir la renta en el conjunto de la población, frenar actividades socialmente nocivas mediante su encarecimiento o potenciándolas mediante exenciones, etc.

En definitiva, para la TMM, el gasto público no se encontrará limitado por el nivel de la recaudación tributaria, sino por el hecho de que pueda originar una inflación significativa debido a que la capacidad productiva de la economía ya esté plenamente utilizada. Ciertamente, junto al riesgo de que un exceso de dinero active la inflación, existe también el de que la moneda nacional se deprecie respecto a otras divisas. Ello, en su caso, tendrá las lógicas repercusiones sobre el comercio y las finanzas internacionales. Las importaciones se encarecerán, así como el servicio de la deuda nominada en moneda extranjera y las exportaciones se harán más competitivas si la depreciación del tipo de cambio compensa el encarecimiento de los precios internos.

Con todo, la interpretación del déficit y el endeudamiento derivada de la TMM solo tendría aplicación para un país que disfrute de soberanía monetaria. Los que no la tienen, como es el caso de los miembros de la eurozona –España entre ellos–, sí que se ven sometidos a las restricciones financieras indicadas por el enfoque tradicional. A la postre, su margen de actuación dependerá de las normas vigentes en el área monetaria y de las repercusiones de la política llevada a cabo por el Banco Central Europeo. A los efectos del asunto que vamos a analizar, la situación del Gobierno de España es análoga al de cualquiera de las Administraciones de nivel inferior (comunidades autónomas o corporaciones locales) en el sentido de que necesitan recursos tributarios propios o fondos ajenos para costear sus gastos.

Por ello, terminamos este apartado refiriéndonos al marco regulatorio de la eurozona. El temor a un comportamiento “laxo” o “irresponsable” de los Gobiernos que quisieran participar en el proyecto condujo a adoptar unos criterios muy ortodoxos orientados a contener el déficit y el endeudamiento. Como estableció el Tratado de Maastricht en 1992, para poder incorporarse a la eurozona, los países tenían que mostrar durante los años previos a su implantación que mantenían un sólido equilibrio macroeconómico, reflejado en el cumplimiento de los cinco criterios de convergencia (estabilidad de precios, de los tipos de interés y del tipo de cambio, así como sostenibilidad presupuestaria: déficit inferior al 3% del PIB y deuda pública de hasta el 60% del mismo).

Estos dos últimos criterios –respecto al límite del déficit y al techo de endeudamiento– se mantuvieron posteriormente –aunque con motivo de situaciones extraordinarias como la de la Gran Recesión o la de la

reciente pandemia se relajaran temporalmente–, al tiempo que el Banco Central Europeo no estaba autorizado para prestar directamente a los Estados miembros ni, inicialmente, a comprar los títulos de deuda que estos pudieran emitir; lo cual reducía las posibilidades de la política monetaria y fiscal severamente respecto a la situación previa a la creación del euro<sup>8</sup>.

Hay que tener en cuenta que el Banco Central Europeo tiene como mandato principal contener la inflación, que es independiente de los Gobiernos de los países miembros y que las necesidades de estos pueden ser muy distintas, e incluso contradictorias. Agrava la situación de los países con dificultades financieras el hecho de que en la eurozona no existe unión fiscal –como sí la hay monetaria–, por lo que, en principio, cada país tiene que afrontar en solitario sus desequilibrios presupuestarios o el servicio de la deuda sin poder acudir a una instancia superior o a un mecanismo de ayuda mutua.

El temor de algunos países –particularmente centroeuropeos– a que otros –quizá los meridionales– fueran demasiado permisivos en la gestión fiscal impulsó el endurecimiento de los criterios, hasta el punto de forzar cambios en las Constituciones nacionales para blindarlos jurídicamente. Su objetivo era evitar que la falta de rigor presupuestario de algunos países pudiera repercutir negativamente sobre aquellos que mantenían una mayor disciplina y facilitaban la estabilidad macroeconómica de la eurozona con bajos tipos de interés y niveles de precios reducidos.

Dos décadas después de la creación del euro, la Comisión Europea, utilizando el informe elaborado por el Consejo Fiscal Europeo, hacía un balance de la situación del marco normativo y su aplicación después de la crisis inmobiliario-financiera y del primer impacto de la sanitaria de la COVID-19. La Comisión constataba cierta insatisfacción con la gestión regulatoria de las finanzas públicas que había oscilado entre los excesos de rigidez y de flexibilidad, de acuerdo con las distintas coyunturas que había atravesado la economía europea durante el siglo XXI, al tiempo que la multiplicación de normas había vuelto demasiado compleja y poco clara su aplicación con la consiguiente pérdida de respaldo social y político. El cuadro 1 resume estas deficiencias.

La insatisfacción que se desprende del diagnóstico sintetizado en el cuadro, unida a la incertidumbre económica que afecta a la coyuntura actual permite augurar un nuevo proceso de reformas del marco regulatorio de la eurozona (Merino, 2013) cuyo resultado final dependerá tanto de la evolución económica comunitaria, como de la relación de fuerzas entre los distintos Gobiernos y del enfoque económico predominante en los partidos que gobiernen estos próximos años.

---

<sup>8</sup> No consideramos aquí las indudables ventajas de disponer de una moneda común en términos de facilitar el comercio europeo o de disfrutar de una divisa más sólida.

**Cuadro 1 – Principales debilidades del marco europeo de normas fiscales****1. Contribución insuficiente a la sostenibilidad de la deuda pública**

- Se observa una trayectoria descendente de la deuda solo en los últimos años, pero gracias a un contexto macroeconómico favorable, bajos tipos de interés e ingresos excepcionales, más que a ajustes fiscales estructurales.
- Las dinámicas de deuda han sido dispares y divergentes entre los Estados miembros por diferencias en el ritmo de saneamiento presupuestario, en las tasas de crecimiento y en el coste presupuestario de los rescates bancarios.
- Los esfuerzos de consolidación presupuestaria exigidos en el periodo de bajo crecimiento a los países más endeudados habrían agravado su dinámica de deuda.
- En consecuencia, en 2019 la deuda pública de la Unión Europea se situaba todavía en el 77,5% del PIB, y en 7 países superaba el 90% del PIB (España, Francia, Italia, Grecia, Portugal, Bélgica y Chipre).

**2. Contribución negativa a la estabilización macroeconómica**

- Las políticas fiscales han sido mayoritariamente procíclicas: expansivas en periodos de crecimiento (a partir de 2000) y contractivas en periodos recesivos (desde la crisis financiera).
- El marco fiscal se centra en la reducción del déficit y la deuda y no ha permitido exigir políticas de apoyo a la actividad económica a los países con superávit y menor endeudamiento.
- No ofrece herramientas para encauzar la orientación fiscal de la zona euro en su conjunto. La coordinación horizontal de las políticas fiscales no ha funcionado.
- La creación de una capacidad central de estabilización aumentaría la capacidad de la Unión Europea para responder ante perturbaciones importantes no inducidas por las políticas, y reforzaría las políticas fiscales nacionales y la política monetaria, reduciendo sus efectos adversos.

**3. Contribución negativa al crecimiento sostenible**

- Desde 2010, las medidas discrecionales de consolidación fiscal exigidas contrarrestaron el efecto de los estabilizadores automáticos. Eso explica los mediocres resultados en términos de crecimiento y empleo y que la recuperación costara tanto tiempo.
- Los ajustes fiscales exigidos se han focalizado de manera generalizada en la reducción de la inversión pública, hasta cotas históricamente bajas, lastrando el potencial de crecimiento de la economía europea y su capacidad para afrontar las transformaciones ecológica y digital.

**4. Complejidad y falta de transparencia del sistema de gobernanza**

- Las sucesivas reformas han generado una multiplicación de normas asociadas a distintos indicadores para medir el grado de cumplimiento, junto con diversas cláusulas que permiten desviaciones, lo que da lugar a conclusiones dispares y obliga a recurrir al juicio económico.
- El marco se apoya en variables que no son directamente observables y que se revisan frecuentemente, como la brecha de producción y el saldo estructural, lo que dificulta la emisión de orientaciones estables.
- Aunque la sofisticación del marco responde a la necesidad de adaptarse a los cambios en las condiciones económicas, también incrementa su complejidad, reduce su transparencia y dificulta la asimilación, la comunicación y el respaldo político por parte de los Estados miembros.
- Se ha puesto excesivo énfasis en el cumplimiento de objetivos anuales en detrimento de la planificación y los objetivos a medio plazo.
- El marco no permite una diferenciación suficiente entre Estados con situaciones presupuestarias, riesgo de sostenibilidad y otras vulnerabilidades marcadamente diferentes.
- La complejidad de las normas europeas ha generado discordancias con los marcos fiscales nacionales.

**Fuente:** Tomado de *Nuevo marco fiscal para el crecimiento inclusivo y la sostenibilidad de la deuda pública*, Destacado CES (2022).

Por todo lo indicado, la gestión de la deuda española depende, a la postre, de dos factores distintos, aunque relacionados. En primer lugar, los criterios fiscales y la política monetaria de la eurozona generan un contexto que puede ser flexible o restrictivo para los países miembros. En segundo lugar, estos tienen que adoptar unas políticas económicas determinadas dentro de ese marco. La combinación de ambos planos da lugar a la resultante macroeconómica global. Pero aquí aparecen diversas disyuntivas. La eurozona sí es soberana desde un punto de vista monetario, pero sus miembros no. Por eso la actuación del Banco Central Europeo y de la Comisión condicionarán decisivamente lo que el Gobierno de España pueda hacer.

Podemos concluir esta sección constatando que, aunque los especialistas en finanzas públicas suelen coincidir en que altos niveles de déficit y de endeudamiento pueden ser preocupantes y generar problemas macroeconómicos y sociales serios, en particular en el caso de los países que no poseen soberanía monetaria, no existen pruebas científicas que indiquen con claridad los umbrales generales de riesgo. La experiencia de la Gran Recesión parece mostrar –como se analizará inmediatamente– que los peligros de la inflación se sobrevaloraron y que, en cambio, los del desempleo y la deceleración del crecimiento fueron subestimados. Para los miembros de la eurozona, las repercusiones del desajuste presupuestario dependen, de modo simultáneo, de la política económica del Gobierno y de las normas fiscales y medidas monetarias adoptadas por las autoridades comunitarias. En los próximos apartados analizaremos lo que ha ocurrido en nuestro país al respecto en los últimos años.

## **2. Principales enseñanzas de la Gran Recesión en la gestión del déficit y de la deuda pública**

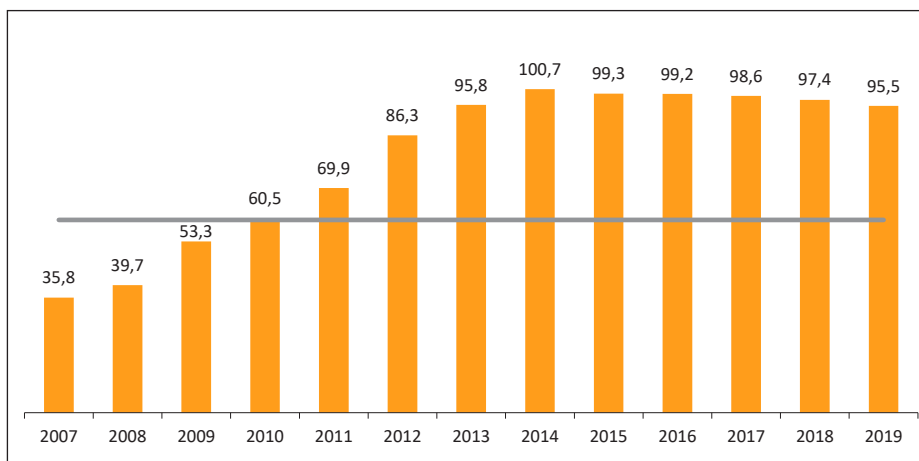
La forma de abordar la crisis que estalló a finales de 2007, y especialmente los ajustes implementados en la eurozona a partir del mes de mayo de 2010, coadyuvaron al frenazo en seco del crecimiento y a la profundización de los efectos contractivos. Como acertadamente indican Del Pozo y Martín (2013), supeditar las políticas económicas a la consolidación fiscal para reducir de forma acelerada los déficits públicos generados a raíz del rescate del sistema financiero pasaba por una mejora de la confianza de los mercados y una ganancia de competitividad exterior que se lograría mediante una intensa devaluación salarial.

El análisis que realizaron estos autores destaca que, si bien el déficit público se redujo en cuatro puntos a lo largo de cuatro años –hasta 2013–, también es cierto que la minoración excluye la repercusión de los 41.000 millones utilizados en esa primera fase del rescate financiero y que el ajuste se realizó esencialmente reduciendo el gasto y, sobre todo, las partidas básicas del Estado de bienestar. El proceso fue acompañado del incremento de los impuestos, lo



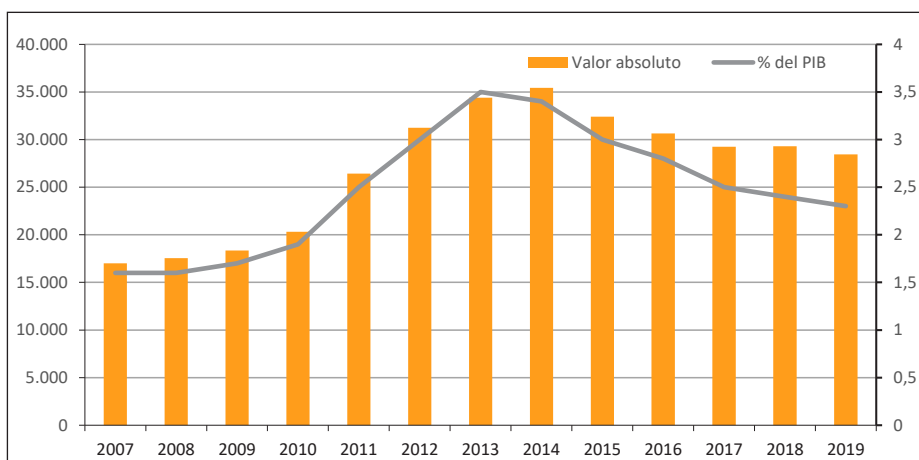
que permitió aumentar la recaudación, aunque no lo suficiente, dado que la crisis había producido una profunda contracción de las bases impositivas y alimentado el ya de por sí elevado nivel de fraude fiscal. Tal y como podemos apreciar en el gráfico 1, la deuda pública continuó aumentando, hasta superar el 100% del PIB en 2014 y el esfuerzo para abonar los gastos financieros derivados de la misma con respecto a la riqueza medida en términos de PIB, alcanzó el récord en 2013 con un 3,5% (gráfico 2).

Gráfico 1 – Evolución de la deuda pública en porcentaje del PIB. 2007-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE, del Ministerio de Economía y del Banco de España.

Gráfico 2 – Evolución del gasto financiero soportado. En valor absoluto en millones de euros (escala izquierda) y porcentaje respecto al PIB (escala derecha)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE y previsiones del Ministerio de Economía.

Siguiendo lo publicado por Del Pozo y Martín (2013), se puede apreciar que la devaluación salarial fue muy intensa, por la rebaja de retribuciones de los empleados públicos y el impacto de la reforma laboral aprobada por el Gobierno de Rajoy en febrero de 2012, que permitió a los empresarios la modificación de las condiciones laborales abaratando y facilitando el despido. La caída de la remuneración real de asalariados en España fue del 14,8% en el período 2010-2012, la segunda mayor de la UE tras la sufrida por Grecia (-30,9%). El efecto global sobre el crecimiento, tal y como indican los autores, es, cuando menos, dudoso. Porque a las eventuales ganancias alcanzadas por el desplome de los costes laborales se contraponen el impacto restrictivo sobre la demanda de las políticas de ajuste y esos mismos recortes salariales. En los dos primeros años desde la entrada en vigor de la reforma laboral se destruyeron 610.000 puestos de trabajo -9 de cada 10 de ellos indefinidos-, se redujo el peso de la contratación indefinida sobre el total, se perdió empleo a tiempo completo y solo creció el de jornada parcial. Además, aumentó el paro de larga duración hasta el 58% del total. El impacto sobre el empleo fue evidente y se acompañó de una mayor precariedad. En 2009 la tasa de desempleo era del 18,6% y en 2013 se tocó techo con un 25,7%.

Como se ha indicado, el proceso fue acompañado de recortes de gasto que afectaron sustancialmente a partidas esenciales en el sostenimiento del Estado de bienestar. Del Pozo y Martín (2013) muestran como en sanidad, los Gobiernos regionales recortaron sus presupuestos un 13% de media y los cambios legales realizados eliminaron o redujeron la asistencia a inmigrantes irregulares, instauraron copagos y excluyeron medicamentos de su cobertura. En educación, se elevaron las tasas universitarias, se disminuyeron las becas, se elevó la carga lectiva del profesorado y se aumentó la ratio de número de alumnos por clase. En materia de pensiones, el sistema de cálculo de las pensiones supondría rebaja de las cuantías medias futuras, lo que, unido al nuevo sistema de revalorización anual, produciría significativas pérdidas de poder de compra. En lo que se refiere a las prestaciones por desempleo, el aumento del paro de larga duración y las medidas adoptadas en 2012 redujeron drásticamente su cobertura en casi 17 puntos porcentuales, pasando del 78,2% al 61,4%.

La disminución de los ingresos familiares y el recorte de las políticas sociales incrementaron los niveles de desigualdad. El índice de Gini pasó en España del 31,9% en 2007 al 35% en 2012, mientras la media de la UE no se incrementó en el mismo período temporal y continuó en el 30,6%. Además, el 50% de la población más pobre perdió dos puntos porcentuales de peso en la distribución de la renta disponible al tiempo que la mitad que más tiene acaparaba el 73,5%. Como consecuencia de todas estas políticas aumentó el porcentaje de personas en riesgo de exclusión en 3,8 puntos respecto al inicio de la crisis para alcanzar el 26,8% de la población, acompañado del crecimiento del riesgo de pobreza, que se situó también en máximos, en el

27%, con especial afectación a la infancia, que llegó a representar casi el 30% de la población en riesgo de pobreza.

Según el *VIII Informe FOESSA* de 2019<sup>9</sup>, las políticas de austeridad implementadas entre 2007 y 2015, unidas al repunte del desempleo, hicieron “regresar” a los Estados de bienestar del sur de Europa a un diseño clásico, en el que, para preservar las pensiones y la protección por desempleo, se sacrificaron las políticas de vivienda, familia, exclusión social, sanidad y educación. De los cuatro países de la Europa del sur el único que sufrió un desplome sin paliativos del gasto social fue Grecia, con una reducción del 20,1% en el periodo. Italia redujo su gasto social en 3,4 puntos porcentuales mientras que Portugal y España (+3,7%) consiguieron mantener un nivel similar, con balance incluso ligeramente positivo. Pero la desagregación muestra que eso solamente pudo ser así por el mantenimiento de volúmenes considerables en el pago de pensiones y de las prestaciones por desempleo. España redujo su gasto público real per cápita entre 2007 y 2015 un 6,7% en salud, un 13,2% en educación, un 5,7% en políticas de familia e infancia, un 61,6% en vivienda y un 0,6% en exclusión social.

En contraposición a lo ocurrido en la Gran Recesión, a finales de 2021, ya se habían recuperado los niveles pre-COVID de empleo y la inversión en bienes de equipo ha alcanzado en el primer trimestre de 2022 cifras muy superiores al nivel pre-pandemia, lo que supone un factor clave para minimizar el daño estructural sobre el crecimiento potencial del futuro y permitir una recuperación intensa y más sostenible en el tiempo.

Si nos detenemos, más en concreto, en el análisis del comportamiento del empleo, se puede apreciar la enorme diferencia con lo ocurrido en anteriores crisis. En España lo habitual era que la actividad económica y la ocupación cayeran en paralelo en caso de recesión o depresión para, por el contrario, despegar la segunda con un retraso de hasta 2,5 puntos en las etapas de crecimiento. Sin embargo, la aplicación de medidas de protección del empleo como los ERTE<sup>10</sup>, algunas restricciones al despido y actuaciones para dotar de liquidez a las empresas como la financiación avalada por el ICO, han revertido esa histórica tendencia de la economía española y han reducido el arrastre destructor de la caída del PIB sobre el empleo. Mantener un mayor nivel de ocupación, garantizar rentas a los trabajadores hibernados y facilitar la supervivencia de empresas está teniendo obvios efectos tanto en la actividad económica, al paliar la descomunal caída del consumo, como en las arcas públicas, por reducir su gasto y atenuar la merma de ingresos tributarios.

---

<sup>9</sup> <https://www.foessa.es/main-files/uploads/sites/16/2019/05/Informe-FOESSA-2019-capitulo-4.pdf>

<sup>10</sup> Expedientes de Regulación Temporal de Empleo.

Lo habitual en épocas de recesión y depresión era que en España se perdiera un 1% del empleo por cada punto porcentual que caía el PIB, algo que, en términos absolutos, equivalía a casi 200.000 afiliados a la Seguridad Social a principios tanto de 2009 como de 2020. Como hemos señalado, en la anterior crisis fue mucho peor. Llegó a ser casi el triple la pérdida de ocupación que el retroceso del PIB y el efecto inicial de la reforma laboral de 2012 lo agudizó, haciendo que el empleo saliera peor parado que la propia actividad productiva de la que forma parte. Las estimaciones realizadas por el Ministerio de Hacienda incluidas en la actualización del Programa de Estabilidad 2021-2024<sup>11</sup> indican que, en base a la relación histórica entre la evolución de la actividad económica y la tasa de paro, puede concluirse que ante una caída del PIB como la registrada en 2020 la tasa de paro habría aumentado cerca de 10 puntos porcentuales hasta el 23,9%, frente al aumento de apenas 1,48 puntos porcentuales observados, hasta el 15,5%. Eso hubiera supuesto la destrucción de casi 2 millones de puestos de trabajo. Según nuestras estimaciones (tabla 1 y gráfico 3), si no se hubiesen aplicado las medidas del escudo social y se hubiese destruido empleo a ritmo similar al de la crisis de 2007, la caída del PIB producida entre finales de 2019 y el segundo trimestre de 2021 habría arrojado una destrucción de empleo superior a lo estimado en el Programa de Estabilidad. Habría ascendido a los 2,9 millones de puestos de trabajo, frente a los casi 300.000 efectivamente perdidos, a los que habría que sumar casi 448.000 en situación de ERTE.

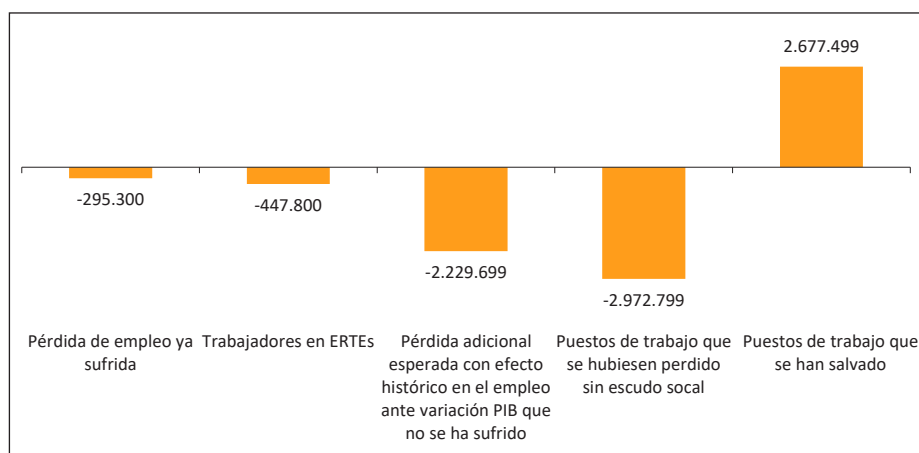
**Tabla 1 – Variación del PIB y del empleo por períodos en España y estimación del impacto de la crisis COVID-19 sin y con medidas adoptadas**

	PIB	Variación Ocupados	Impacto puestos de trabajo
Variación 2012-2007	-4,1%	-14,3%	-2.947.200
Variación 2013-2007	-5,1%	-16,7%	-3.440.900
Variación 2014-2007	-4,0%	-15,7%	-3.235.700
Variación 2T 2021 – 2019	-4,6%	-1,48%	-295.300
Variación 2T 2021 – 2019 (estimación sin medidas)	-4,6%	-14,89%	-2.972.799

**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos INE y SEPE.

<sup>11</sup> [https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/mensuales/Programa\\_Estabilidad.2021-2024.pdf](https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/mensuales/Programa_Estabilidad.2021-2024.pdf)

Gráfico 3 – Desglose del impacto en empleo de las medidas adoptadas en España ante la crisis hasta el 30 de junio de 2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE y del SEPE.

Sin ninguna duda, la protección de las rentas salariales durante la pandemia ha facilitado la contención del desplome de los ingresos fiscales y su posterior recuperación, la reducción del desempleo estructural y también ha contribuido a la disminución del gasto cíclico en esta partida.

La reforma laboral, adoptada a finales de 2021 y, en concreto, el mecanismo RED<sup>12</sup>, está contribuyendo ya de forma visible a mejorar la estabilidad y la calidad del empleo, ya que, según se indica en la actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025 remitido por el Ministerio de Economía a la Comisión Europea, se reducirá la elasticidad entre el PIB y el desempleo en 0,25 puntos porcentuales y el impacto fiscal durante las fases recesivas, lo que permitirá alcanzar ahorros estructurales de unos 0,3 puntos porcentuales del PIB. En definitiva, una recesión de la economía española que produjese una caída del PIB de un 1% anual, abordada con mecanismos como el RED, que es continuación y mejora del implementado en la pandemia para proteger el empleo, supondría un ahorro fiscal de aproximadamente 0,33 puntos porcentuales de PIB, por lo que refuerza las cuentas públicas y hace más sostenible la deuda pública para el futuro.

<sup>12</sup> El mecanismo RED es un mecanismo de flexibilidad y estabilización del empleo regulado por el Real Decreto 4/2022 y que tiene como origen la Reforma Laboral aprobada en 2021. Permite a las empresas la solicitud de medidas de reducción de jornada y suspensión de contratos de trabajo. Tiene 2 modalidades:

- Cíclica, que es aplicable cuando la coyuntura económica general lo aconseje (tiene una aplicación máxima de 1 año).

- Sectorial, que se pondrá en marcha cuando en un sector sean necesarios procesos de recualificación y transición profesional (tiene una duración máxima de 1 año con posibilidad de dos prórrogas de 6 meses cada una).

En definitiva, resulta innegable que las medidas desplegadas en España han tenido un impacto positivo sobre el empleo. Las previsiones indican que las políticas adoptadas han permitido consolidar una senda de descenso gradual de la tasa de paro que se situará por debajo del 13% en 2022 y continuará hasta alcanzar el 9,6% en 2025. La actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025 confirma que se ha producido una mejora de la ratio empleo/PIB con respecto al pasado y que esta tendencia se mantendrá durante los próximos cuatro años con la creación de 1,5 millones de empleos adicionales. El proceso ha ido acompañado por tasas positivas en la productividad por hora, lo que contiene el crecimiento de los costes laborales unitarios y minimiza, por tanto, posibles pérdidas de competitividad de las exportaciones españolas.

El resultado de esta pauta diferente facilitó ya en 2021 una corrección notable de los principales desequilibrios fiscales y económicos, específicamente significativa en relación con la deuda pública. El déficit público registró una reducción de 3,4 puntos con respecto al año anterior, cerrando 1,6 puntos por debajo del propio objetivo del Programa de Estabilidad y eso supone, en sí mismo, un cambio con respecto a lo ocurrido en crisis anteriores, porque la recuperación más rápida e intensa de la economía gracias a las medidas implementadas ha permitido una recuperación paralela de los ingresos públicos de forma mucho más veloz, de modo que resulta más sencillo el proceso de absorción de la deuda pública adicional emitida para responder a la pandemia. Además, el protagonismo del sector público a la hora de abordar la crisis ha incrementado sensiblemente los pasivos, pero también ha permitido moderar el endeudamiento del sector privado y, de esta forma, empresas y familias tendrán una base más sólida para asentar la recuperación del consumo y la inversión.

En este sentido, cabe señalar la fuerte concentración de las inversiones y reformas del Plan en el periodo 2021-2023, precisamente con el fin de maximizar su impacto contracíclico y lograr un impacto material sobre las palancas principales de crecimiento, impulsando el capital humano, tecnológico y cultural, la I+D, la inversión en tecnologías disruptivas, la digitalización de las empresas y las Administraciones Públicas, así como mejorando el Estado de bienestar y reduciendo las desigualdades.

La aplicación de políticas económicas diferentes a las implementadas en el período inicial de la crisis que explotó a partir de 2007 ha tenido como resultado una recuperación más rápida y con más solidez. Es evidente que la respuesta ha sido diferente en el conjunto de la Unión Europea, aunque no menos cierto es que España se ha beneficiado en mayor medida del cambio por la mayor afectación tradicional que el mercado laboral sufría ante las recesiones. Las enseñanzas de la Gran Recesión han contribuido a que se produzca una modificación de las recetas de política económica para abordar las consecuencias de la pandemia.

### 3. Evolución de la deuda en España durante la pandemia

Una cuestión sumamente relevante para el análisis económico y social del endeudamiento consiste en identificar las posibles relaciones entre el comportamiento de la deuda pública y la privada. Especialmente porque la opinión pública parece criticar con severidad la deuda pública dejando en el olvido la contraída por las empresas y los hogares, cuando, en muchos casos, la deuda privada es tanto o más importante cuantitativamente y sus prestatarios se encuentran con tanta o mayor dificultad para hacer frente a sus pagos que el Estado.

En realidad, lo público y lo privado no son realidades estancas sino, en cierta medida, vasos comunicantes. Así, en el pasado, hemos asistido a la asunción de deudas privadas por parte del Estado (en una suerte de socialización de pérdidas) o a la compra por parte de entidades privadas de una gran cantidad de títulos de deuda pública (lo que permitía financiar el gasto público, abriendo paso a un amplio mercado de inversiones financieras seguras). Si bien la deuda pública, en la medida en que financia un mayor gasto del Estado, es un elemento que alimenta la demanda agregada y, por tanto, estimula la actividad privada, también es percibida por algunos analistas como rival de las empresas en la captación del ahorro disponible para la inversión. Es el conocido, y ya mencionado, efecto *crowding-out*, que ha sido objeto de un vivo debate en las últimas décadas. En definitiva, estas relaciones cruzadas entre la deuda pública y la privada condicionan la actividad económica en distintos sentidos y configuran grupos de interés que pueden llegar a incidir decisivamente sobre la gestión macroeconómica de los Gobiernos.

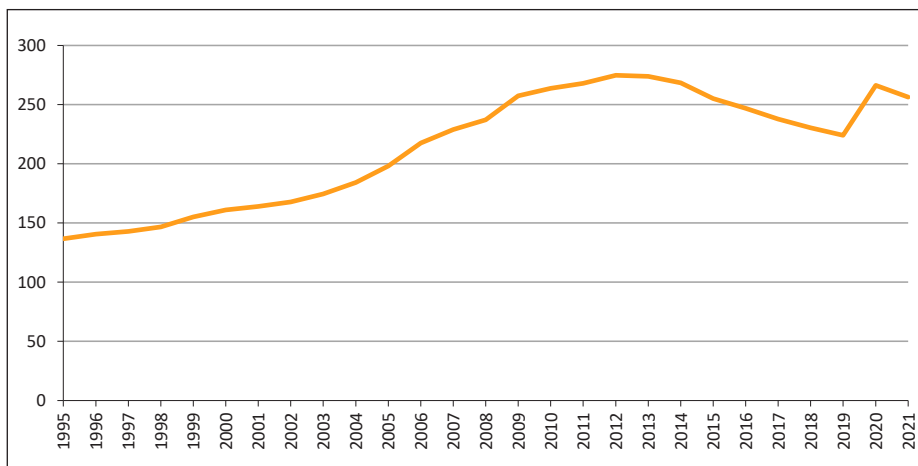
La suma de la deuda pública y privada superaba a finales de 2021 los 3,08 billones de euros, una cifra que, nominalmente, nunca había alcanzado la economía española<sup>13</sup>. Sin embargo, no estamos ante cifras récord, porque, tal y como se puede apreciar en el gráfico 4, el análisis en relación con la riqueza medida en términos de Producto Interior Bruto muestra que la ratio es del 256,4%, inferior a la que se soportaba hace una década: en el año 2012, la deuda total de los sectores no financieros llegó al 274,8% del PIB.

---

<sup>13</sup> Los datos de la deuda consolidada de sectores no financieros que publica el Banco de España no incluyen los de las instituciones financieras para evitar una doble contabilización ([https://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/cf\\_2\\_3ab.pdf](https://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/cf_2_3ab.pdf)). A pesar de sus limitaciones, se trata del concepto más utilizado.

En el caso de la deuda de las Administraciones Públicas hemos optado por incorporar la "Deuda elaborada según el Protocolo de Déficit Excesivo -PDE-", que es el concepto utilizado a efectos comparativos por parte de la Unión Europea. Se diferencia principalmente del concepto de "Pasivos totales" en que no incluye las deudas que tienen unas Administraciones Públicas sobre otras, ni los créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago. Además, en cuanto a los métodos de valoración, los valores representativos de deuda se computan por su valor nominal.

Gráfico 4 – Evolución de la deuda consolidada de los sectores no financieros. En porcentaje del PIB. 1995-2021



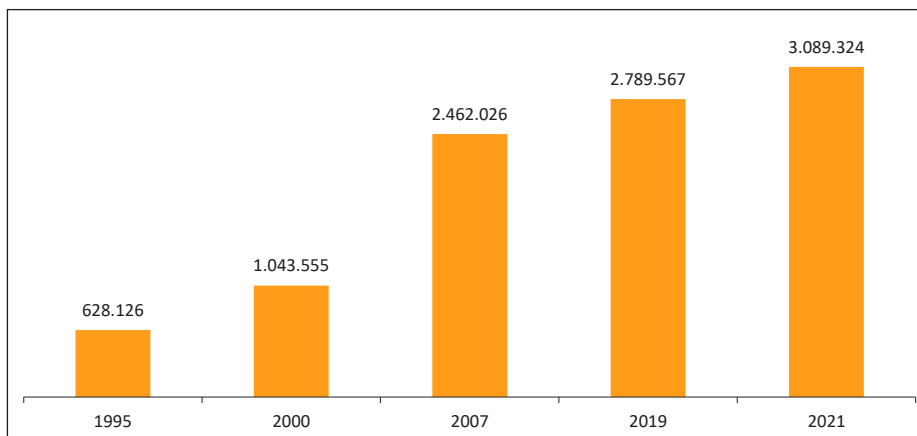
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

El repunte de la ratio de endeudamiento sobre PIB se debió, sobre todo el primer año, al abrupto desplome del PIB (denominador de la ratio) y, en menor medida, al aumento de la deuda (numerador de la ratio), ya que a finales de 2021 el PIB era todavía 39.000 millones de euros inferior al de 2019, es decir, un 3,2%.

El incremento de la deuda no ha sido homogéneo en este último período. Tanto en términos nominales (gráfico 5) como en relación con el PIB (gráfico 4), los efectos de la pandemia sobre la deuda han sido considerables con un crecimiento del 10,7% y del 14,4% respectivamente con respecto a 2019. Y, especialmente, el esfuerzo ha sido acometido por las Administraciones Públicas, dado que, tal y como se puede apreciar en el gráfico 6, su deuda ha pasado del 95,5% del PIB en 2019 al 118,9% en 2021, mientras que las empresas no financieras han escalado del 71,7% al 79,1% y las familias del 56,9% al 58,4%. Además, hay que tener en cuenta que, en los dos años, los avales y garantías proporcionados por el sector público al privado se han incrementado considerablemente, pasando del 7,3% del PIB en 2019 al 15,8% en 2021, por lo que puede colegirse claramente que el incremento de la deuda de las empresas a partir de la pandemia ha sido íntegramente afianzado por el Estado.



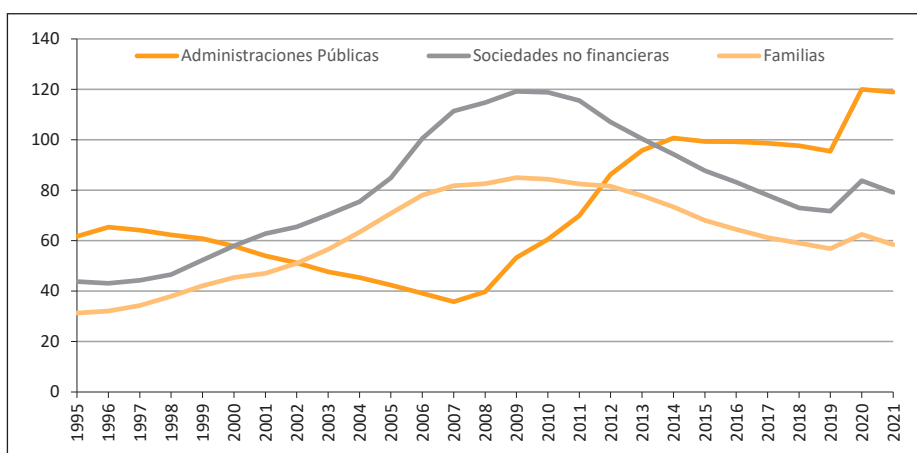
Gráfico 5 – Evolución de la deuda nominal de los sectores no financieros. En millones de euros. 1992-2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

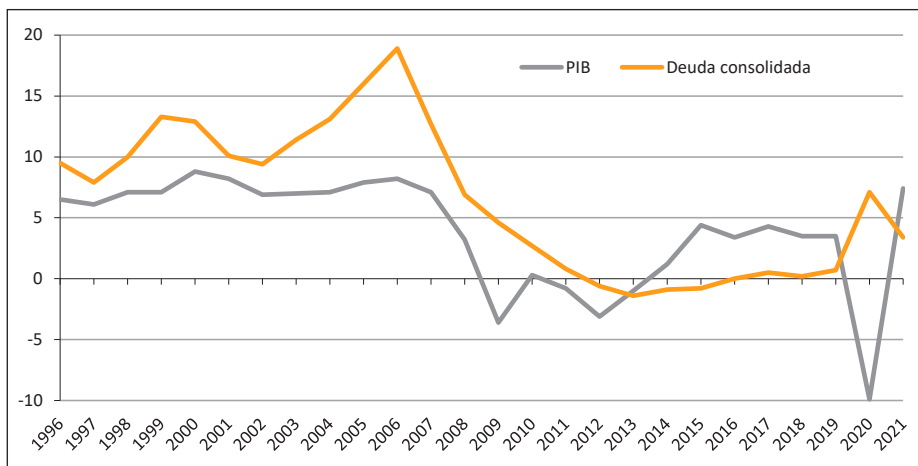
La evolución en las últimas décadas muestra la dinámica expansiva de la deuda como elemento esencial en el proceso de crecimiento económico de España. Como puede observarse en el gráfico 7, en el último cuarto de siglo la deuda consolidada ha necesitado crecer a un promedio anual del 6,5% para que la riqueza medida en términos de PIB lo haya hecho al 3,9%.

Gráfico 6 – Evolución de la deuda consolidada de los sectores no financieros por subsectores. En porcentaje del PIB. 1995-2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Gráfico 7 – Evolución del PIB y de la deuda consolidada de los sectores no financieros. En porcentaje de variación interanual



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Con respecto al año previo, en 2020 la deuda consolidada de las Administraciones Públicas se incrementó en casi 157.000 millones de euros, la de las empresas no financieras aumentó en 48.500 millones, mientras que las familias aprovecharon para reducir su pasivo en 7.300 millones, según los datos publicados por el Banco de España. La suma de la deuda pública y privada se situó en 2,99 billones de euros. O, dicho de otro modo, la deuda de empresas y hogares aumentó un 2,6% en 2020, en pleno año de la pandemia, en contraste con el incremento de más del 13,2% que experimentó la deuda pública. Pero mientras las empresas asumieron un aumento del 5,4% de sus pasivos, las familias los redujeron en un 1%. Además, y dado que las garantías y avales proporcionados por el Estado pasaron del 7% del PIB al 16%, es evidente que el afianzamiento público realizado al sector empresarial no financiero excedió los incrementos de deuda para afrontar la disminución de ingresos fruto de la pandemia y consolidó una reestructuración de pasivos en la que la Administración Pública ha ejercido un necesario proceso de apuntalamiento de un debilitado sector privado que va más allá de las consecuencias económicas de la COVID-19. En 2021 la deuda pública ralentizó su ritmo de incremento a 86.400 millones, un 6,4% de variación, mientras que las empresas no financieras la aumentaron en 12.800 millones, es decir, un 1,4% más, y las familias en 2.300 millones, un 0,3% adicional.

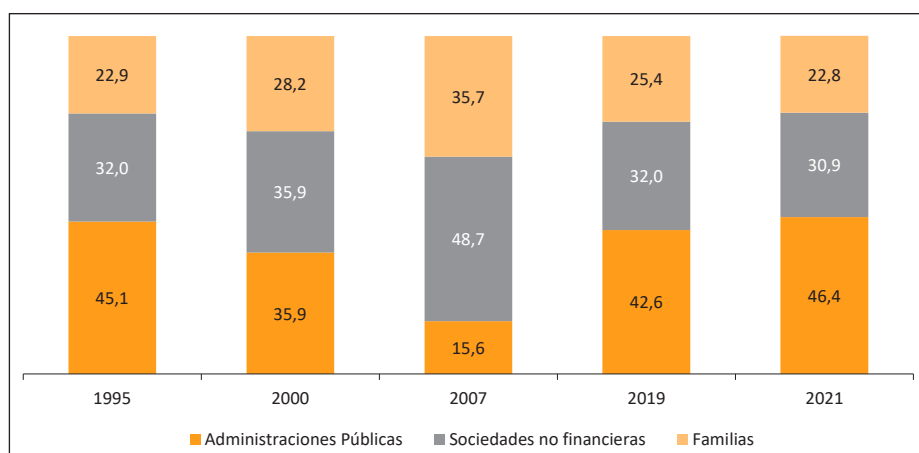
El resumen de los dos años arroja un crecimiento de la deuda pública consolidada de 243.000 millones de euros, el 20,5% más y casi 100.000 millones adicionales de garantías y avales sobre la deuda de empresas no financieras, un 111% superiores a los existentes en 2019. Las empresas no

financieras han incrementado en casi 61.300 millones la suya, un 6,9%, mientras que las familias han continuado su proceso de desendeudamiento con 5.000 millones adicionales de reducción, un 0,7%, para situarse en niveles similares en proporción al PIB a los que tenían en 2003.

La composición de la deuda ha experimentado variaciones muy significativas y especialmente a partir del estallido de la crisis en 2007. De hecho, se puede observar en el gráfico 8 que la deuda pública significa en la actualidad un 46,4% del total de la existente, ligeramente superior al porcentaje que suponía en 1995. A partir de esa fecha se redujo considerablemente hasta el 15,6% en 2007 para triplicar su importancia en 2021 con respecto a entonces. Las Administraciones Públicas han asumido en sus pasivos el proceso de desendeudamiento de otros subsectores de la economía española. De hecho, las familias y las instituciones sin fines de lucro, que llegaron a suponer en 2007 el 35,7% de la deuda consolidada, han pasado en 2021 al 22,8% y las sociedades no financieras, que acumulaban el 48,7% del total, han reducido su peso al 30,9%.

En la recomposición de los pasivos juega un papel importante una de las debilidades que actualmente tiene la economía española: la existencia de un elevado número de empresas denominadas “zombis” o vulnerables, que son aquellas en las que los beneficios no son capaces de afrontar los costes financieros, es decir, no es que únicamente no puedan devolver los préstamos que han contraído con anterioridad, sino que no generan los suficientes para cubrir los intereses de esas deudas. Esta ratio indica que dichas empresas sobreviven gracias a continuas refinanciaciones de sus deudas, lo que es

**Gráfico 8 – Evolución de la distribución de la deuda consolidada de los sectores no financieros. En porcentaje. 1995-2021**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

especialmente preocupante en un entorno de bajos tipos de interés. Lógicamente la existencia de estos “muertos vivientes” está ligada a la política expansiva del BCE, que ha mantenido los tipos de interés a ras del suelo –en el 0%–, facilitando la refinanciación de préstamos con un mantenimiento o reducción del servicio de la deuda, pero a las que repuntes incluso reducidos de los tipos de interés podrían llevar a la quiebra. El FMI indicaba en 2019 en su *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*<sup>14</sup> que la enorme deuda empresarial vulnerable que aquejaba a varios países, entre otros España, podría generar un grave riesgo a la estabilidad de la economía mundial. Aunque Menéndez y Mulino (2019), en un artículo publicado por el Banco de España, redujeron el impacto que a finales de 2018 tenían las empresas “zombis” –que ya solo representaban el 8% del total, es decir, la mitad de las que existían en 2013–, lo cierto es que un escenario de caída de beneficios o de subida de tipos de interés elevaría significativamente la vulnerabilidad de muchas corporaciones. El hecho de que, aunque el número de empresas “zombis” haya disminuido en términos totales<sup>15</sup>, haya crecido entre empresas de gran tamaño convierte el riesgo en más peligroso y endémico. Es obvio que la pandemia y los efectos de la inflación que han acompañado la recuperación de la misma son dos ingredientes que deberían alertar de próximos problemas de solvencia.

En definitiva, resulta evidente que, en España, las Administraciones Públicas se han endeudado significativamente como consecuencia de la Gran Recesión y de la pandemia de la COVID-19, pero no es cierto que la deuda pública sea hoy el problema básico de la economía española.

### 3.1. *Evolución de la deuda pública y comparación con otros países de la eurozona*

La deuda pública española ha cerrado 2021 con una cifra récord en términos nominales: 1,43 billones de euros, un 20,5% más que la que existía a final de 2019. Supone un 118,4% en relación con el PIB, después de bajar ligeramente con respecto al año anterior, en el que se alcanzó el 120% sobre el PIB, que constituyó la cifra más alta desde 1902.

Esta no es una circunstancia exclusiva de España. El *shock* económico producido por la COVID-19 y la aplicación de potentes políticas de estímulo

---

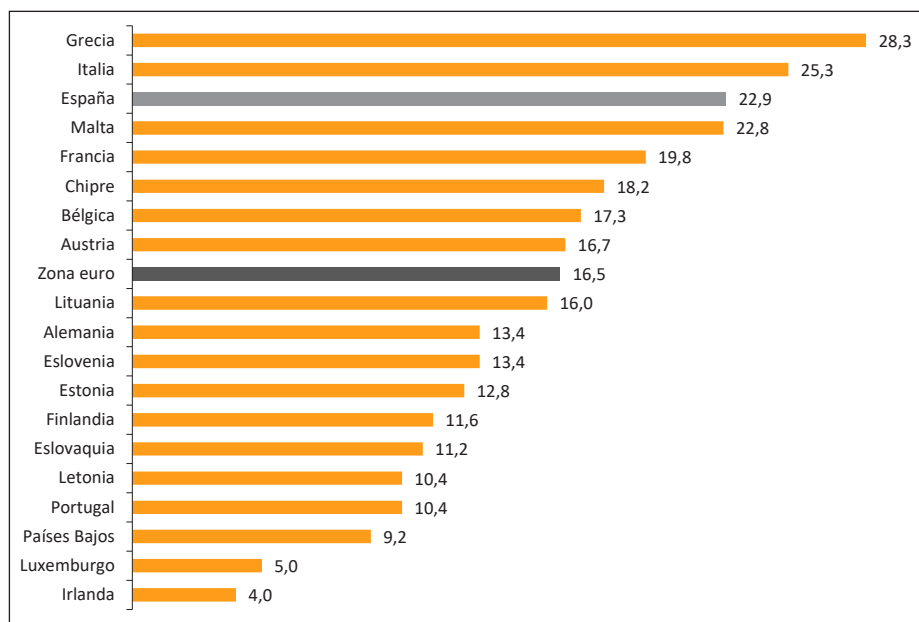
<sup>14</sup> <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>

<sup>15</sup> En la actualidad, según el INE, en el Estado español existen unas 3.360.000 empresas, por lo que el 8% que calcula el BdE supondría que antes de la pandemia existían 268.800 empresas “zombis” que, en caso de que subiesen los tipos de interés o se redujese su beneficio, podrían quebrar.

económico que han ido acompañadas de fuertes caídas en la recaudación tributaria ha provocado el crecimiento de la deuda pública a nivel mundial. Si nos centramos en los países de la eurozona, podemos apreciar en el gráfico 9 que el crecimiento medio de la deuda pública ha sido de 16,5 puntos porcentuales del PIB. La coyuntura es especialmente aguda en el caso de países que, como España, partían en 2019 de niveles de deuda muy elevados. Basta señalar los incrementos producidos en los casos de Grecia (28,3%), Italia (25,3%), España (22,9%), Francia (19,8%) o Bélgica (17,3%). Sin olvidar que otros países, con niveles de deuda pública relativamente inferiores, también muestran incrementos considerables aun por debajo de la media como Alemania (13,4%) o Países Bajos (9,2%).

En cualquier caso, el promedio de la eurozona registra máximos históricos de deuda pública con respecto al PIB alcanzando un 102,4% cuando en 2007 la ratio era de 65,9%.

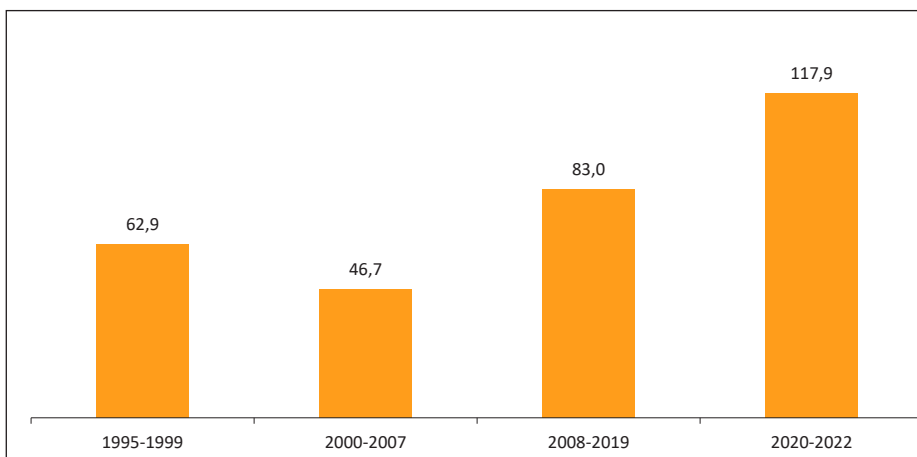
**Gráfico 9 – Variación de la deuda pública PDE en los países de la eurozona. Media de puntos porcentuales sobre el PIB. 2019-2021**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea.

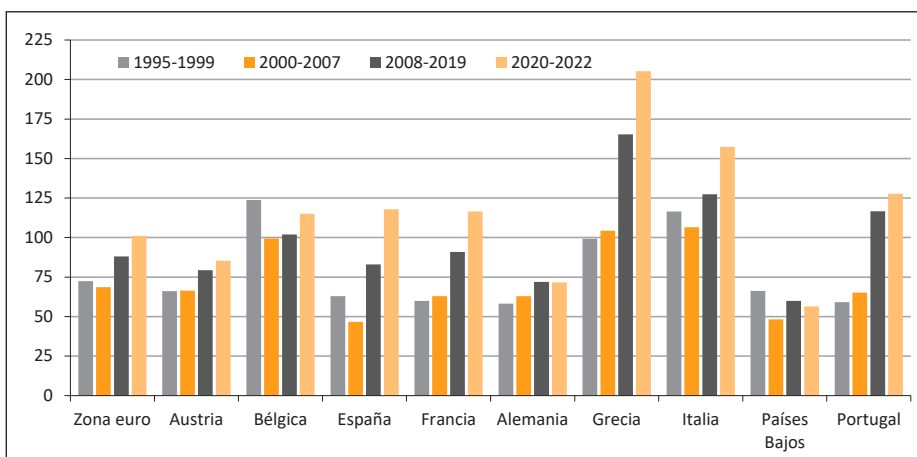
En el gráfico 10 se puede apreciar como el promedio de la deuda pública anual en relación con el PIB muestra que la ratio alcanzó el 62,9% en el periodo 1995-1999 para disminuir hasta el 46,7% en la etapa de auge que va de 2000 a 2007. La crisis la disparó hasta el 83% en promedio en los años que van de 2008 a 2019 y las consecuencias de la pandemia la han llevado en 2020-2022 al 117,9% del PIB en promedio. En el gráfico 11 se puede apreciar la evolución de la deuda pública en algunos países de la eurozona en los mismos periodos considerados en el gráfico anterior.

**Gráfico 10 – Deuda pública promedio en cada periodo. En porcentaje respecto al PIB. 1995-2022**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE y del Ministerio de Economía.

**Gráfico 11 – Evolución de la deuda PDE en algunos países de la eurozona. En porcentaje promedio del periodo sobre el PIB. 1995-2022**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Comisión Europea.

Es pertinente desgranar la fuente que ha originado el incremento de la deuda pública (tabla 2). En concreto, el 58,8% de los más de 238.000 millones de euros de mayores pasivos en el que han incurrido las Administraciones Públicas españolas en el acumulado del período 2020-2021 tiene como origen el déficit primario, es decir, antes del pago de intereses, ya que ascendió en estos dos años al 7,4% y al 6,9% con respecto al PIB, respectivamente. Y dentro de este rubro ha habido gasto directamente imputable a la pandemia, que explica un tercio de la variación, y también déficit ocasionado por el impacto en variables económicas que ha tenido el conjunto del Estado, con caída de la actividad económica y menor recaudación fiscal como elementos más relevantes.

Tabla 2 – Descomposición del crecimiento de la deuda pública

Categorías	Total	% sobre crecimiento deuda pública
Gasto COVID	79.603	33,4
Resto déficit público	60.591	25,4
Gasto financiero	57.825	24,3
Sareb y otras reclasificaciones	40.377	16,9
<b>TOTAL</b>	<b>238.396</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de la Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025, Ministerio de Economía.

El análisis del gasto COVID-19 del conjunto de las Administraciones Públicas (tabla 3) muestra que en 2021 alcanzó los 35.728 millones, siendo un 19% inferior a los 43.875 millones que se realizaron en 2020. De ese total, el gasto COVID-19 asociado al Estado ha sido de 33.414 millones (94% del total) habiendo transferido a otras Administraciones Públicas un total de 27.232 millones. El gasto COVID-19 realizado por la Seguridad Social en 2021 ha ascendido a 10.496 millones euros, claramente inferior a los 27.831 millones ejecutados en 2020. Por el contrario, las comunidades autónomas incurrieron en 2021 en un gasto COVID-19 de 18.305 millones, superior a los 13.360 millones de 2020. Por último, las corporaciones locales han ejecutado 745 millones de gasto COVID-19 en 2021, inferior a los 1.254 millones de 2020.

Tabla 3 – Desglose del gasto público COVID por subsectores

Categorías	Total	% PIB acumulado	2020	2021	% PIB 2020	% PIB 2021
Administración Central	74.456	3,2	41.042	33.414	3,7	2,8
Seguridad Social	38.327	1,6	27.831	10.496	2,5	0,9
Comunidades Autónomas	31.665	1,4	13.360	18.305	1,2	1,5
Corporaciones Locales	1.999	0,1	1.254	745	0,1	0,1
Menos consolidación	-66.844	-2,9	-39.612	-27.232	-3,5	-2,3
<b>TOTAL</b>	<b>79.603</b>	<b>3,4</b>	<b>43.875</b>	<b>35.728</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de la Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025, Ministerio de Economía

En el resumen de ambos ejercicios y descontadas las transferencias internas entre Administraciones Públicas, el gasto COVID-19 ha ascendido a 79.603 millones de euros, equivalente a un 3,4% del PIB del periodo.

En la tabla 2 podemos apreciar que el gasto financiero explica el 24,3% de la deuda adicional acumulada y el ajuste déficit-deuda el 16,9% restante. Los 40.377 millones en este rubro se deben fundamentalmente al impacto que produce la reclasificación realizada por Eurostat, la Oficina Estadística de la Unión Europea, en relación con Sareb, la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, conocida como “el banco malo”, para situar a esta mercantil dentro del perímetro de las cuentas del sector público. Esto eleva la deuda pública de España en 2021 del 115,1% sobre el PIB en ausencia de este quebranto al 118,4% final.

En definitiva, no todo el considerable incremento de la deuda pública de los años 2020 y 2021 es el resultado de los efectos de la pandemia, ya que, en este periodo, se ha aprovechado para hacer aflorar parte de la gestión del rescate al sector bancario que debería haber formado parte de los pasivos públicos desde el año 2012.

El cierre de la vía de agua que más ha contribuido al incremento de la deuda pública se está llevando a cabo con la reducción del déficit público logrado en 2021 hasta 82.819 millones de euros, el 6,9% del PIB, por debajo del 8,4% comprometido con la Comisión Europea. El desequilibrio fiscal el año anterior había ascendido a 115.200 millones, por lo que el ajuste fue de 32.381 millones de euros, lo que supone 3,4 puntos de PIB. Hay que resaltar que la vía de reducción del déficit público ha sido la del incremento de recaudación tributaria, que ha compensado el gasto extraordinario que han supuesto los ERTE, las ayudas por cese de actividad a autónomos, el ingreso mínimo vital y el mayor gasto sanitario y educativo aplicado en la



pandemia y que ha sido cifrado por parte del Ministerio de Hacienda en 35.738 millones de euros.

Los ingresos tributarios ascendieron a 223.385 millones, un 15,1% más que el ejercicio precedente gracias a la subida de la recaudación del impuesto de sociedades (+67,9%), del IVA (+14,5%), de los impuestos especiales (5%) y del IRPF (+7,5%), que permitió cumplir las previsiones de ingresos de los Presupuestos correspondientes a 2021 asentadas en el crecimiento del 5,1% del PIB y en la superación de la barrera psicológica de los 20 millones de trabajadores ocupados.

Como hemos indicado también en relación con el gasto público COVID-19, el Estado central asumió el 87% del déficit de las Administraciones Públicas y sostuvo la práctica totalidad del gasto extraordinario originado por la pandemia, transfiriendo fondos tanto a las comunidades autónomas como a las corporaciones locales para que pudieran garantizar los servicios públicos esenciales en medio de la pandemia. De hecho, las comunidades autónomas tuvieron un mínimo déficit del 0,03% del PIB e incluso diez de ellas cerraron el año con superávit, incluyendo las transferencias de recursos realizadas desde la Administración central, algo paradójico, dado que, en el momento de máxima necesidad de impulso presupuestario, gastaron menos de lo que ingresaron.

En definitiva, el considerable crecimiento de la deuda pública ha tenido un impacto muy positivo en el corto plazo y lo ha hecho posible la Administración central mediante ejecución directa de gasto, pero también con transferencias a comunidades autónomas y corporaciones locales. El efecto, tanto en la recuperación del empleo como en la de la recaudación fiscal, ha sido considerablemente más rápido que en la crisis anterior.

### *3.2. Pasivos contingentes*

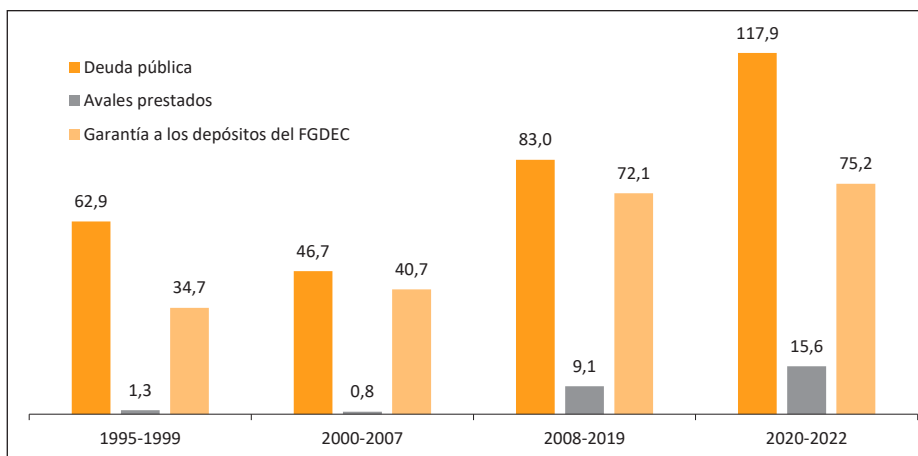
El análisis de la deuda pública debe completarse con los datos de los pasivos contingentes<sup>16</sup>, que, de momento, no tienen coste, pero que podrían acabar teniendo que ser sufragados con emisiones adicionales. Como consecuencia de la prevención y contención de la pandemia que, a partir de marzo de 2020, obligaron al confinamiento de la población y a la paralización de gran parte de la actividad económica, generando en muchas empresas considerables problemas financieros y tensiones de liquidez y solvencia. En los meses posteriores, el deterioro de la situación sanitaria ha provocado nuevas restricciones en determinados sectores y servicios, con un impacto directo

---

<sup>16</sup> Los pasivos contingentes son obligaciones asumidas por las Administraciones Públicas que pueden convertirse en el futuro y bajo determinadas circunstancias en pagos a terceros. Cuando se avala a un determinado agente económico, si se produce la situación de impago por parte del mismo, quien lo garantiza tendrá que hacerse cargo del préstamo.

en su situación financiera. Para paliar las consecuencias y dentro del plan de estímulos, se han desplegado líneas de avales y garantías implementadas fundamentalmente a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO) destinadas a incentivar la financiación bancaria al sector empresarial en las que el Estado garantiza hasta el 80% del riesgo de impagos. Como se puede apreciar en el gráfico 12, esa actuación ha elevado de forma considerable esta partida, que ha pasado de un 7,3% con respecto al PIB en 2019 al 16% en 2020 y al 15,8% en 2021. Los avales, sin embargo, no computan como coste real hasta que se ejecutan. En el caso de las líneas ICO, eso ocurrirá cuando las empresas que han sido financiadas con créditos garantizados por el Estado sean incapaces de hacer frente a sus pagos y los bancos reclamen la activación de las garantías en compensación. Solo con que el 25% de las garantías comprometidas fueran ejecutadas, la deuda se dispararía en unos 48.000 millones adicionales, lo que supone cuatro puntos de PIB adicionales<sup>17</sup>.

**Gráfico 12 – Evolución de la deuda pública de España y pasivos contingentes. En porcentaje promedio en cada periodo respecto al PIB. 1995-2022**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

<sup>17</sup> La AIRef indica que “uno de los principales riesgos de la situación actual es que la crisis sanitaria produzca daños estructurales, de modo que en el futuro haya que hacer frente no solo a una ratio de deuda pública más elevada, sino también a un mayor y más persistente déficit estructural y una materialización de los pasivos contingentes de los préstamos avalados por el Estado”. La autoridad fiscal calcula que solo la ejecución de entre un 15% y un 30% del primer tramo de 100.000 millones en garantías públicas asociadas al COVID-19 durante el próximo lustro “supondría un incremento adicional de la ratio de deuda de entre uno y dos puntos de PIB”, pese a que el tamaño de este sería ya mayor que el actual por la recuperación económica. Aun sin ese riesgo la situación ya es preocupante y, si no se toman medidas de calado para remediarlo, “la ratio deuda sobre el PIB se puede estabilizar en el entorno del 120% en los próximos años” aun contando con que España vuelva a crecer por encima de su potencial para 2025.

Pero a esos nuevos avales debemos añadir la garantía explícita que proporciona el Estado a los depósitos bancarios hasta un máximo de 100.000 euros por titular y entidad, y que alcanzaron un 79,9% del PIB en 2020.

En resumen, la sucesión de crisis ha supuesto un notabilísimo incremento de los pasivos contingentes, ya que en 2007 ascendían a 426.000 millones de euros, el 39,7% del PIB y en 2019, antes del estallido de la pandemia, se habían multiplicado por dos en términos nominales y alcanzado el 74,5% del PIB. La crisis económica y sanitaria ocasionada por la COVID-19 ha llevado por encima del 90% del PIB estos avales y garantías que condicionan de manera considerable las políticas económicas a implementar en el futuro.

En total se han emitido 140.000 millones de euros de deuda pública adicional para hacer frente al gasto COVID y para el despliegue del escudo social con 28.000 millones para los ERTE<sup>18</sup>, 10.000 millones para prestaciones de autónomos y 11.000 millones de euros en ayudas a la solvencia empresarial. Además se han movilizado otros 140.000 millones de euros para avales del ICO. Sin embargo, la reducción del gasto en prestación por desempleo, la rápida reincorporación de los trabajadores en ERTE y la recuperación de la recaudación han permitido la fuerte reducción del déficit público llevada a cabo en 2021 y el efecto consiguiente en la ratio de deuda pública, mucho más veloz que el logrado con la implementación de las políticas basadas en la austeridad a partir de 2007.

En definitiva, el volumen de recursos públicos movilizados, sin precedentes, y las moratorias en el pago de impuestos y cotizaciones han permitido sostener las rentas, mitigar el aumento del desempleo y permitir una rápida recuperación de la recaudación, minimizándose así el coste fiscal de la crisis.

#### **4. Sostenibilidad de la deuda para la economía y posibles hipotecas para la sociedad**

En 2022 se espera que la deuda continúe la tendencia descendente observada en 2021 y que la ratio se sitúe en el 115,2% del PIB debido al crecimiento del PIB nominal –que contribuirá anualmente con un promedio de cinco puntos porcentuales entre 2023 y 2025– y la reducción del déficit de las Administraciones Públicas. De hecho, la actualización del Programa de Estabilidad del Reino de España 2022-2025 prevé en 2025 que la deuda pública se sitúe en el 109,7% del PIB, lo que supondría una reducción de más de 9 puntos porcentuales en cuatro años.

---

<sup>18</sup> Esta suma incluye las bonificaciones de cuotas de la Seguridad Social en los años 2020, 2021 y 2022.

A pesar de ello, el fuerte incremento de los pasivos públicos está suscitando ya el debate de la sostenibilidad de la deuda pública y de la petición a los Gobiernos de que empiecen a recortar el gasto relacionado con la COVID-19 antes de que la creciente deuda genere un problema.

Como se indicaba anteriormente, no hay una ratio que pueda marcar límites para la sostenibilidad y para ello bastan experiencias históricas como la de Japón, que, con cifras de deuda pública superiores al 200% sobre el PIB, sigue financiándose a tipos de interés muy reducidos al tiempo que otros países con ratios muy inferiores como Argentina han incurrido en situaciones de impago. Importan, por tanto, factores como la capacidad de la economía que respalda esa deuda y que es la que otorga confianza o no en los inversores que la financian o la actuación de las instituciones. Y en esa ecuación, a la hora de valorar el impacto que puede tener el aumento de la deuda, es evidente que no debería ser la clave el monto nominal de la misma sino, más bien, la carga financiera que va asociada a la misma, es decir, los tipos de interés a abonar, los plazos en los que hay que satisfacerla y, sobre todo, el papel que adoptan los bancos centrales ante cada coyuntura.

En definitiva, el análisis clave a la hora de valorar la sostenibilidad es la carga o el servicio de la deuda definida como los pagos de intereses y del principal que vence como porcentaje del PIB y la capacidad de refinanciar el capital a amortizar. Y eso nos mostrará un riesgo muy inferior al que se desprende de un análisis superficial de los considerables incrementos de los valores nominales y de las ratios de deuda sobre PIB<sup>19</sup>.

Por ello, abordaremos brevemente algunos de los riesgos asociados al incremento acelerado de la deuda pública vinculado a la pandemia.

#### *4.1. Riesgo de subida de los tipos de interés*

El tipo de interés es clave para el escenario macroeconómico y fiscal. Por una parte, tiene un efecto directo en las finanzas públicas al influir en

---

<sup>19</sup> La Comisión Europea define la sostenibilidad de las finanzas públicas de la siguiente forma: "la capacidad de un gobierno para financiar su deuda actual y los gastos esperados. Es un concepto de largo plazo y no existe una definición concisa. Una posición sostenible supondría un nivel de deuda que no implique unos pagos por intereses a los que no se pueda hacer frente. Por tanto, es la capacidad de un gobierno para pagar los costes de la deuda mediante futuros ingresos".

Stephen G. Cecchetti y Kermit L. Schoenholtz, profesores de Economía y expertos en política monetaria, explican en su blog como "hace casi 40 años, los economistas Thomas J. Sargent y Neil Wallace nos enseñaron que los gobiernos pueden emitir deuda pública hasta un cierto umbral, pero su fórmula no daba un número, simplemente demostraba que el endeudamiento tenía límites. Más allá de ese límite real, las consecuencias son un incumplimiento total o, si la deuda está emitida en la divisa nacional que el banco central puede crear, un incumplimiento parcial en forma de inflación". <https://ideas.repec.org/a/fip/fedmqtr/y1981ifa-llnv.5no.3.html>

la carga financiera de la deuda. Por otra parte, tiene un efecto indirecto al afectar al crecimiento del PIB por su influencia en las decisiones de consumo e inversión de los agentes. La crisis del coronavirus llevó al BCE a seguir dando pasos para amortiguar el golpe que sufrió la economía y continuó la estrategia puesta en marcha durante la Gran Recesión que se inició en 2007, aunque sin llevar el tipo de interés oficial a terreno negativo. Las medidas han sido claves para evitar la deflación y estimular el crecimiento económico a través de la demanda y la inversión. Con crédito más barato para empresas y familias –cae el euríbor– se estimula la actividad y se lleva a la inflación a su objetivo, cercano al 2% anual. Dada la situación en el estallido de la pandemia, con deflación y recesión, el BCE podría haber seguido bajando tipos y, estando ya en el 0%, situarlos en negativo, pero eso podría haber tenido un efecto negativo: el denominado *reversal rate* (o tipo de reversión). Cuando el precio del dinero se encuentra en un nivel ya muy reducido y las entidades bancarias sufren en ese entorno para poder obtener la rentabilidad que precisan, una reducción de tipos adicional podría llevar a los bancos a adoptar una posición contraria y reducir el crédito en vez de incrementarlo, por lo que la medida tendría efecto contractivo en la economía<sup>20</sup>. Pero la recuperación económica que ya se inició en 2021, unida a las tensiones inflacionistas que se han exacerbado en 2022, plantea amenazas más bien en sentido contrario.

Como se ha indicado anteriormente, cualquier deuda genera un pago de intereses periódico, lo que se conoce como *el servicio de la deuda*. Con los excepcionalmente bajos tipos de interés de la actualidad, el servicio de la deuda no parece ser un problema para una economía como la española. En 2021 el gasto en intereses se ha reducido a una cifra ligeramente superior a los 26.000 millones de euros, frente a los más de 31.000 millones anuales dedicados a este concepto en 2020.

Pero, por otro lado, la sensibilidad a la subida de tipos es muy grande para economías tan endeudadas. De hecho, en los peores momentos de la crisis que comenzó en 2007, la prima de riesgo se convirtió en un concepto tristemente familiar para el conjunto de la ciudadanía. La inexistencia de la opción de devaluar o estimular la inflación de manera unilateral por parte de los Estados nación por su pertenencia a la Unión Monetaria y la carencia de un banco central propio, capaz de actuar como prestamista de última instancia en situaciones extremas, conduce a que la desconfianza de los inversores y las consiguientes ventas de activos de un país miembro puedan generar una crisis de liquidez. El consiguiente aumento del coste

---

<sup>20</sup> El tipo de interés que devendría en contractivo se conoce como *reversal rate* o tipo de reversión y se encuentra cerca del -1%, según Matthieu Darracq Pariès, Christoffer Kok y Matthias Rottner, economistas del BCE. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2487~77052f3728.en.pdf>

de financiación puede acabar convirtiendo en insolvente a un Estado que, *a priori*, no lo era.

En los últimos años, España ha aprovechado el escenario de bajos tipos de interés para reducir el coste de la deuda viva por debajo del 2% del PIB y elevar la vida media hasta superar el máximo histórico de 8 años. La estrategia de financiación del Tesoro Público<sup>21</sup> se rige por un principio de gestión prudente de la cartera, aprovechando las condiciones favorables para minimizar los riesgos de refinanciación a futuro y preparándose para una progresiva normalización de las condiciones monetarias y financieras. Las políticas del Tesoro Público, que desde 2012 ha ido alargando los plazos de vencimiento de la deuda y reorganizándola, aprovechando momentos en los que los mercados han sido especialmente receptivos a la compra de títulos públicos, ha contribuido a aminorar el peso del coste financiero de la deuda, que en 2021 ha supuesto el 2,2% del PIB frente al peso del 2,3% que tuvo este rubro en 2019 o al 3,5% de 2013, con montos nominales de deuda pública un 20% y un 46% inferiores, respectivamente. Es decir, a pesar del aumento de deuda pública ligado al deterioro del déficit por las medidas implementadas en el transcurso de la pandemia, se prevé un descenso del gasto en intereses como consecuencia de los nuevos tipos de emisión que están en valores mínimos, que benefician no solo a las nuevas emisiones sino a la refinanciación de la deuda en condiciones más ventajosas con la consiguiente rebaja de la carga de intereses.

Aun así, el gasto financiero de la deuda española podría incrementar su importancia tras la retirada de los estímulos del Banco Central Europeo, cosa que ocurrirá tarde o temprano. Es imposible saber cómo se van a comportar los tipos de interés en el futuro y tampoco la duración que va a tener la estrategia de la política monetaria del BCE, que con sus compras masivas de deuda está detrás de la existencia de estos tipos de interés tan reducidos. Sin embargo, a corto plazo incluso la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) prevé para 2022 una reducción del gasto en intereses superior a la contemplada en el Plan Presupuestario elaborado por el Gobierno<sup>22</sup>.

Además de tener importancia para el coste de la deuda pública, el tipo de interés que el BCE contribuya a formar es clave para configurar el escenario macroeconómico y fiscal, ya que también influye indirectamente al condicionar el crecimiento del PIB por su influencia en las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Por estas razones, el primer análisis de sensibilidad presupone una eventual elevación de cierta importancia de los tipos de interés, pese a no ser un escenario probable a

---

<sup>21</sup> Estrategia de financiación del Tesoro 2022.

[https://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/220110\\_estrategia\\_sp.pdf](https://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/220110_estrategia_sp.pdf)

<sup>22</sup> La AIReF prevé un gasto financiero del 1,8% del PIB frente al 2,0% del Gobierno.

corto plazo, dada la normalización de las primas de riesgo y la orientación de la política monetaria del Banco Central Europeo a mantener los tipos en niveles similares a los actuales.

La actualización del Programa de Estabilidad para el período 2021-2024<sup>23</sup> simula el impacto que supondría para la economía española el efecto sobre los principales agregados macroeconómicos de aumentar el tipo de interés en 120 puntos básicos en cuatro trimestres (30 puntos básicos cada trimestre) y mantenerlo en ese nivel durante los tres años siguientes del ejercicio de previsión, para retornar a su valor inicial, más allá del horizonte de previsión (con el mismo perfil que al aumentar). Según estos parámetros, el PIB podría caer alrededor de un 0,6% respecto a su nivel del escenario base al final del periodo de proyección y aumentaría el déficit público por la menor recaudación fiscal y el mayor gasto en prestaciones sociales en un entorno donde la demanda interna y la creación de empleo se resentirían. Además, la elevación de tipos implica mayores pagos por intereses. De hecho, el modelo EREMS<sup>24</sup> usado sobreestima el efecto del tipo de interés sobre los pagos por intereses, porque considera que toda la deuda se refinancia cada año y realmente el vencimiento medio actual supera los siete años, por lo que ese aumento de 120 puntos básicos en los tipos de interés tardaría bastantes años en trasladarse totalmente al coste de financiación. Al final del periodo de previsión el déficit y la deuda públicos son superiores a los del escenario base en 0,4 y 1,8 puntos porcentuales de PIB, respectivamente (Boscá *et al.*, 2018) .

La AIREF publicó en sus previsiones que la deuda pública acabaría 2021 en el 116% del PIB por la recuperación del tamaño de la economía (ha quedado dos puntos porcentuales por encima) y pronosticó que acabará estancándose posteriormente en el 120%. A partir de ahí, alerta de una serie de riesgos que podrían agravar la situación, más allá de la ejecución de los avales públicos al sector empresarial y que tienen que ver con las condiciones

---

<sup>23</sup> [https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/mensuales/Programa\\_Estabilidad.2021-2024.pdf](https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/mensuales/Programa_Estabilidad.2021-2024.pdf)

<sup>24</sup> Se trata de un proyecto de investigación y modelización macroeconómica y de políticas que ha sido desarrollado por los investigadores Javier Ferri, José Emilio Boscá y Rafael Doménech desde la Fundación Rafael del Pino y el BBVA y que cuenta con el apoyo de la Secretaría de Estado de Presupuestos y Gastos del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa del Ministerio de Economía y Competitividad.

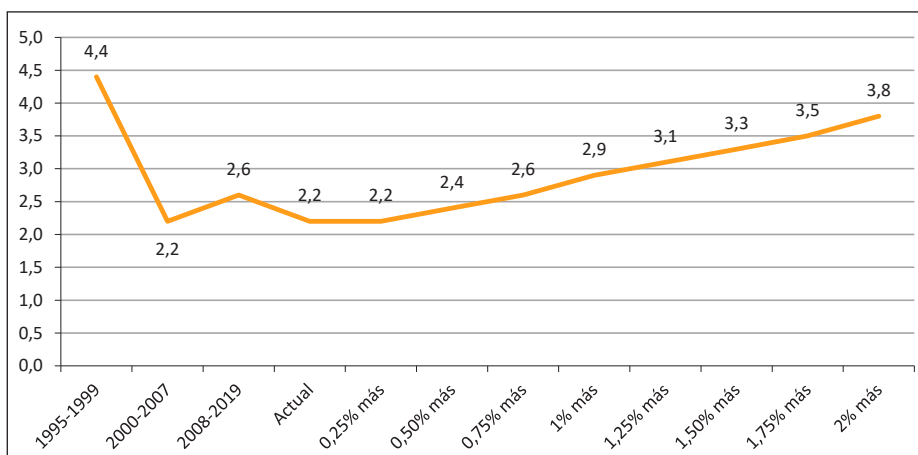
En la segunda fase de la investigación, se ha consolidado la base de datos y mejorado el modelo REMS –Rational Expectations Model for the Spanish Economy–, fraguando en un nuevo modelo mejorado, el modelo EREMS, que permite estudiar las consecuencias de un amplio abanico de medidas de política económica, permanentes o transitorias y realizadas o esperadas. Este modelo es especialmente apropiado para el estudio de los efectos de políticas fiscal y monetaria, la política energética, la política laboral y la política comercial.

Los trabajos realizados se han materializado en la creación del Observatorio del Ciclo Económico en España, un referente indiscutible en el estudio de la coyuntura económica española.

favorables de financiación, porque un alza de coste de 100 puntos básicos elevaría la deuda en seis puntos de PIB para 2030 con un coste de mantenerla del 2,8% del PIB frente al 2,2% históricamente mínimo soportado en 2021.

En el gráfico 13 se pueden ver las estimaciones de sensibilidad de la deuda pública a variaciones de tipos de interés que hemos realizado siguiendo criterios basados en los cálculos de la AIREF. Nos indicarían que un incremento de 200 puntos básicos en el tipo de interés soportado por la deuda pública –que actualmente tiene un coste medio del 1,8%– podría llevar el gasto financiero al 3,8% sobre el PIB, lo que supondría un esfuerzo más del doble del que actualmente se soporta. Con todo, sería similar al que las Administraciones Públicas españolas tuvieron en 2014, todavía inferior al 3,8% sobre el PIB de 2012 y muy por debajo del 4,4% de promedio anual del periodo 1995-1999.

**Gráfico 13 – Estimación de la sensibilidad de la deuda pública a variaciones de tipos de interés. En porcentaje del gasto financiero con respecto al PIB**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la IGAE y previsiones de FUNCAS.

Con toda seguridad, el impacto en la rentabilidad empresarial de las sociedades no financieras y en el incremento de la morosidad tanto de corporaciones como de familias tendría un efecto superior y previo a las dificultades que afrontarían las Administraciones Públicas para satisfacer los intereses de la deuda.

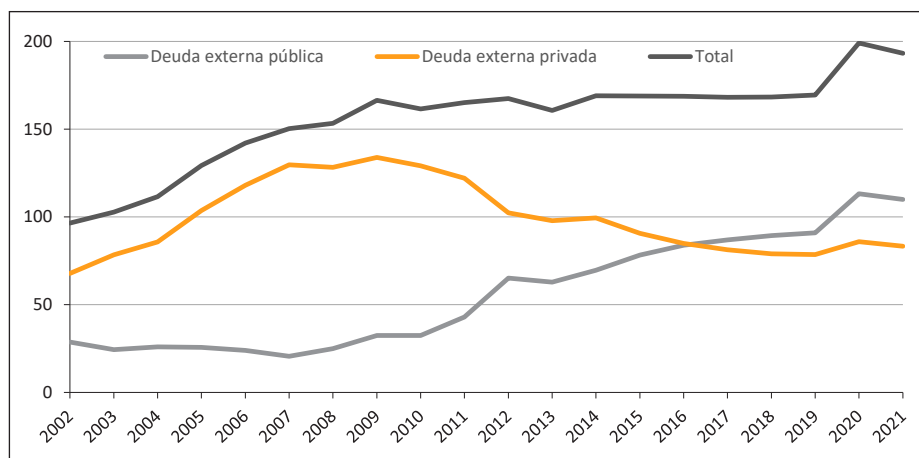


## 4.2. Considerable importancia de la deuda externa

Una financiación creciente del exterior es un factor de inestabilidad y que puede comprometer su sostenibilidad, aunque también hay que tener en cuenta que el riesgo no es el mismo si los acreedores son privados o públicos, como es el caso del BCE.

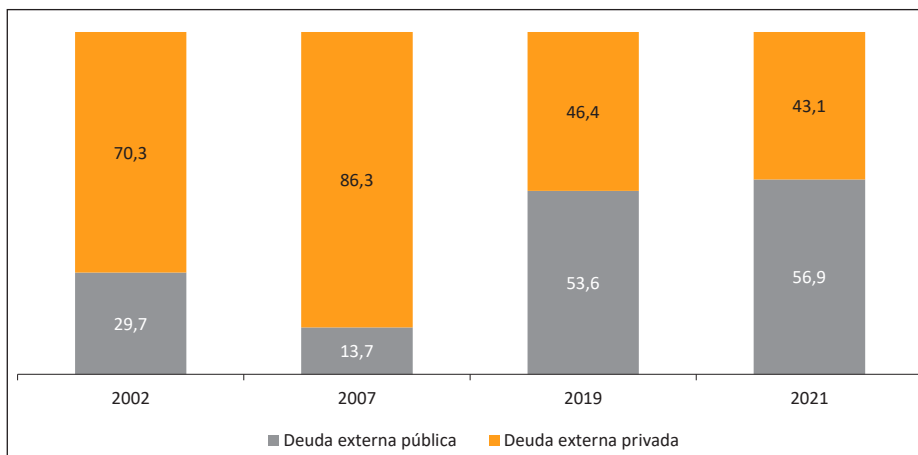
La deuda externa bruta de España con el exterior ha crecido en más de 218.000 millones de euros a final de 2021 con respecto a la existente antes de la pandemia, lo que ha supuesto llegar al 193,2% con respecto al PIB y habiendo subido 23,7 puntos porcentuales en dos años (gráfico 14). El 88% del incremento nominal de la deuda externa bruta corresponde al Banco de España y a las Administraciones Públicas y solo el 12% de ese aumento es deuda externa privada (gráfico 15). La pandemia ha vuelto a activar el papel fundamental del Banco Central Europeo a la hora de la financiación a las entidades bancarias privadas y también de la adquisición de títulos de deuda pública en el mercado secundario, que se canaliza toda como posición deudora del Banco de España con el Eurosistema. Durante esta crisis, como en la segunda parte de la anterior, ha sido el Estado quien ha acudido a los mercados internacionales para captar financiación que después ha repartido entre familias y empresas a través del gasto público.

Gráfico 14 – Evolución de la deuda externa pública y privada. En porcentaje del PIB. 2002-2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

Gráfico 15 – Evolución de la distribución de la deuda externa bruta por sectores. En porcentaje. 2002-2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

### 4.3. Envejecimiento

La evolución de determinadas partidas del gasto público está determinada por el envejecimiento que experimentará la población española y es oportuno analizar su efecto en la sostenibilidad de la deuda pública. Las últimas proyecciones demográficas de Eurostat prevén que la población de España se mantendrá relativamente estable entre 2020 y 2070 al tiempo que experimentará un intenso proceso de envejecimiento<sup>25</sup>. Las proyecciones de Eurostat atribuyen a España en 2070 la segunda menor tasa de fertilidad de la UE (1,49 hijos por mujer frente a 1,27 en 2019) y la mayor esperanza de vida (87,1 años para hombres y 91,4 para mujeres frente a 81,2 y 86,8, respectivamente, en 2019), que resultan en un crecimiento vegetativo negativo para todo el periodo. Sin embargo, los flujos netos migratorios positivos (cerca de 200.000 personas por año) permitirían compensar el crecimiento vegetativo negativo entre 2020 y 2045, de manera que la población agregada se proyecta que crezca hasta los 49,5 millones. Posteriormente, la estabilización proyectada de los flujos migratorios en el entorno de las 175.000 personas por año y el incremento de los fallecimientos en una población más envejecida se espera que provoquen una caída de la población para volver en 2070 aproximadamente al nivel de población actual (47 millones). Sin embargo, tal y como se puede apreciar en la tabla 4, es evidente que

<sup>25</sup> Para un análisis detallado de las proyecciones demográficas de Eurostat, ver *The 2021 Ageing Report. Underlying Assumptions and Projection Methodologies. Institutional Paper 142*, November 2020. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission.

las tendencias anteriores apuntadas supondrán un rápido proceso de envejecimiento de la población española en las próximas décadas, que llevará consigo un pico de gasto superior a 2,2 puntos porcentuales sobre el PIB en 2050 con respecto a 2019, para reducirse en 2070 a un porcentaje cuatro décimas inferior al de 2019.

**Tabla 4 – Proyecciones del gasto asociado al envejecimiento como porcentaje del PIB. 2019-2070**

	Incremento 2019-2070	2019	2030	2040	2050	2060	2070
<b>GASTO TOTAL (1+2+3+4)</b>	<b>-0,4</b>	<b>22,3</b>	<b>22,6</b>	<b>23,6</b>	<b>24,5</b>	<b>23,5</b>	<b>21,9</b>
1. Gasto en pensiones	-2,1	12,3	12,3	12,8	13,0	11,7	10,3
Pensiones de jubilación y jubilación anticipada <sup>(a)</sup>	-0,9	9,0	9,4	10,2	10,6	9,3	8,1
Pensiones de incapacidad	-0,3	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Otras pensiones (viudedad y a favor de familiares)	-0,9	2,2	2,0	1,8	1,7	1,5	1,3
2. Gasto en sanidad	1,3	5,7	6,2	6,7	7,0	7,1	7,0
3. Gasto en cuidados de larga duración	0,8	0,7	0,9	1,0	1,3	1,5	1,5
4. Gasto en educación	-0,4	3,6	3,3	3,0	3,1	3,2	3,2
<b>Pro memoria: Hipótesis del ejercicio</b>							
Crecimiento PIB potencial <sup>(b)</sup>	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4	1,5	1,3
Crecimiento de la productividad del trabajo <sup>(b)</sup>	1,5	0,6	1,1	1,8	1,7	1,6	1,5
Tasa de actividad hombres (20-64)	0,6	84,2	85,1	85,0	85,3	85,0	84,8
Tasa de actividad mujeres (20-64)	5,1	73,8	78,3	79,3	79,3	79,0	78,9
Tasa de actividad total (20-64)	2,8	79,0	81,7	82,2	82,3	82,0	81,8
Tasa de paro (15-64)	-7,2	14,2	14,2	10,6	7,2	7,0	7,0
Población mayor de 64/población 20-64	30,5	32,1	40,9	54,0	64,7	64,1	62,5

(a) Incluye pensiones mínimas y pensiones no contributivas.

(b) La columna "Incremento 2019-2070" proporciona la media aritmética en el crecimiento del periodo.

**Fuente:** *Ageing Report 2021*, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, OCDE, UOE, ESSPROS.

El impacto en el gasto asociado al envejecimiento unido al de subida de tipos de interés de la deuda pública podría situar el esfuerzo público adicional hasta en cuatro puntos porcentuales con respecto al PIB, cifras considerables, pero asumibles.

#### 4.4. Riesgo de inflación

La materialización de los riesgos inflacionistas dificultará poder seguir manteniendo los tipos de interés bajos y presionará al alza los tipos nominales, aumentando posiblemente el coste de la financiación. Si la deuda crece a un ritmo superior al de la economía, crecerá la ratio deuda sobre PIB (*cada vez debo más de lo que produzco*). Esto obliga a aumentar paulatinamente los recursos destinados al pago de la deuda (*tengo que reducir los fondos destinados a cubrir mis necesidades básicas para cumplir mis compromisos con mis acreedores*). Pero si la inflación despunta de manera permanente, más allá de efectos coyunturales derivados del conflicto bélico en Ucrania o de los cuellos de botella generados en el período posterior a la pandemia, los inversores no aceptarán rendimientos cero o negativos en los bonos, ya que perderían mucho dinero en términos reales y podría generar un aumento de los tipos de interés de la deuda pública cuyo efecto hemos analizado en un apartado anterior. Pero, al mismo tiempo, la inflación erosionaría el valor de la deuda pública, puesto que se usa el PIB nominal (crecimiento real más inflación) para analizar su sostenibilidad con la ratio deuda sobre PIB. En cualquier caso, más allá de la dificultad de hacer previsiones de la evolución a corto plazo de la contingencia que pueda suponer en el corto plazo para la deuda pública la inflación, no estimamos que pueda suponer un problema para la sostenibilidad de la misma.

#### 4.5. Insuficiente recaudación fiscal e impacto sobre la deuda pública

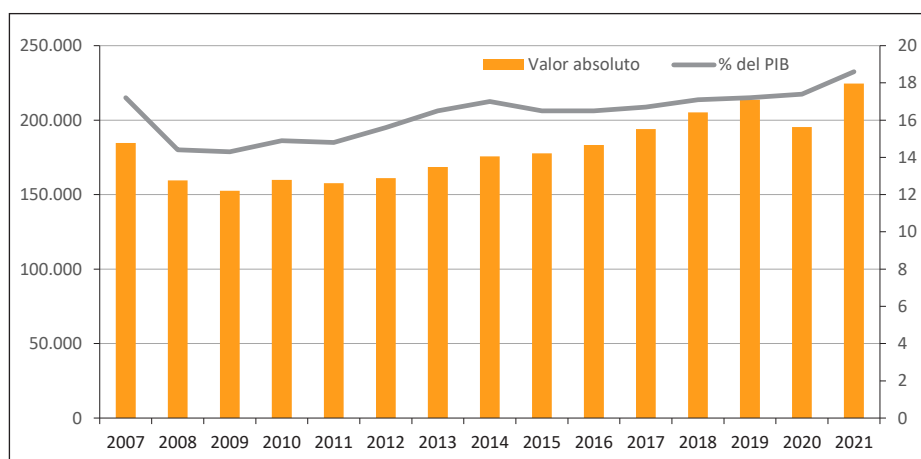
El último elemento a tener en cuenta es la enorme dificultad que existe para reducir los niveles de deuda una vez que estos se han disparado, y que obliga a mantener políticas de disciplina fiscal durante periodos muy largos. Sobre todo, porque no se plantea nunca para solucionarlo reducir drásticamente la diferencia de recaudación con respecto a la media de la eurozona.

Como puede observarse en el gráfico 16, en 2021 se han superado ya de forma clara los ingresos fiscales alcanzados en 2007 al conseguirse unos ingresos de 224.589 millones de euros, un 18,6% sobre el PIB frente al 17,2% obtenido en 2007<sup>26</sup>. Llegados a este punto surge la pregunta: ¿es mucho o es poco?

---

<sup>26</sup> <https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/estadisticas/estadisticas-impuesto.html>

**Gráfico 16 – Evolución de la recaudación tributaria. En valor absoluto en millones de euros y porcentaje respecto al PIB. 2007-2021**



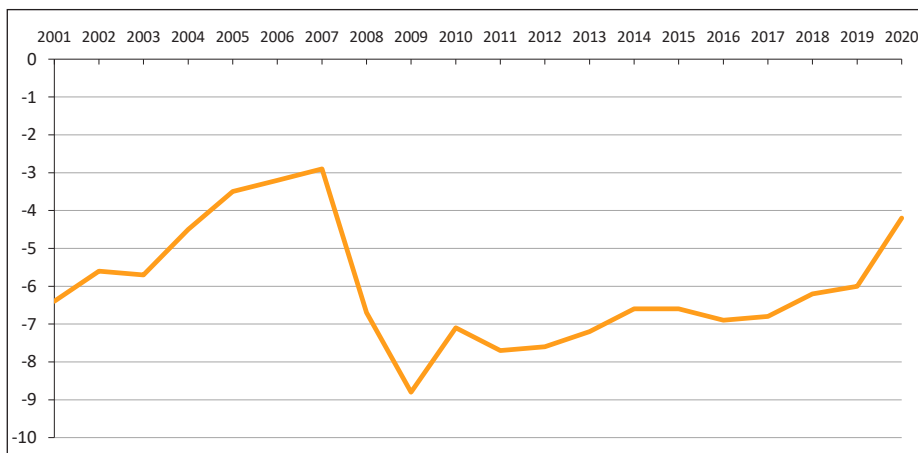
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

Pues para saberlo una forma útil es comparar la denominada presión fiscal en España con la de los países de nuestro entorno<sup>27</sup>. En 2020 la diferencia entre el conjunto de los impuestos y contribuciones sociales en relación con el PIB del Estado español con respecto al promedio de los países de la eurozona ascendió a un poco más de 4,2 puntos porcentuales. Frente al 41,8% de la eurozona, los datos de Eurostat muestran que España recaudó ese año un 37,5% sobre el PIB. La fortísima caída del PIB sufrida en 2020 (superior a la del promedio de la eurozona por la determinante influencia en el mismo de sectores como el turístico especialmente dañados por la pandemia) es lo único que explica el acortamiento de distancia.

Sin embargo, como puede verse en el gráfico 17, el promedio de los últimos veinte años muestra que hay 6,1 puntos porcentuales de diferencia promedio en presión fiscal desde 2001 a 2020 con respecto a la eurozona. Si España hubiese recaudado durante este período el 40,5% del PIB como la media de la eurozona, se habrían obtenido 1,23 billones de euros adicionales, un 18% más. Si comparamos con los 1,34 billones de euros de deuda pública existentes a final de 2020, podríamos determinar que la existencia de pasivos está ligada indefectiblemente a una recaudación en nuestro país crónicamente inferior a la media de la eurozona.

<sup>27</sup> [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov\\_10a\\_main/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10a_main/default/table?lang=en)

Gráfico 17 – Evolución de la diferencia de presión fiscal entre España y la eurozona. En porcentaje. 2001-2020



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

## 5. Balance final y propuestas de política económica en relación con la deuda pública

Los resultados del cambio de la forma de actuar por parte del BCE desde 2012 han sido evidentes. Las ventajas de los programas implementados para la adquisición de deuda fueron indudables, incluso desde el primer momento. Tal y como describieron autores como Calvo (2015), la compra masiva de bonos del BCE provocó inicialmente una bajada en la rentabilidad de los títulos de deuda más seguros, incrementando al mismo tiempo la liquidez de los bancos. Los títulos de deuda pública son siempre más seguros en comparación con la deuda privada. Pero para que ello ocurra, la Unión Europea debía ejercer la capacidad de acción a través del BCE de sostener el área euro. La “no actuación” del BCE hasta que Draghi modificó las políticas penalizaba a los bonos de deuda pública de países de la periferia por encima de títulos privados. Las entidades financieras lograron beneficios en la operación, ya que habían comprado esos bonos, en muchos casos, con dinero prestado por el propio BCE, a un precio inferior y eso generaba incentivos para prestar a empresas y familias. Además, se relajó la presión sobre el ajuste presupuestario por la menor carga financiera de los intereses de la deuda pública, incrementándose el consumo por la mayor facilidad crediticia y por el aumento de la renta disponible, al elevarse el empleo y aumentar igualmente la inversión, generándose con ello mayores expectativas de crecimiento.

En el caso de España, el coste medio de la deuda de las Administraciones Públicas pasó del 4,97% en el período anterior a la crisis al 4,01% de 2007 a 2012, para situarse a continuación en el 1,8% en 2021<sup>28</sup>.

Es la actuación del BCE, aunque sea mediante el subterfugio de la actuación desde los mercados secundarios<sup>29</sup>, lo que está permitiendo que la deuda pública de los países que más tensiones sufrieron en los años centrales de la crisis de 2007 sea sostenible. De hecho, ese coste medio inferior ha permitido mitigar el esfuerzo en gasto financiero con respecto al PIB, que ha pasado del 1,6% antes del estallido de la crisis a un 2,2% en 2021. Con el 95,8% de deuda pública sobre el PIB en 2013, España registró un 3,5% de gasto financiero sobre el PIB; en 2021, con el 118,4% de deuda, necesitó dedicar 1,3 puntos porcentuales menos con respecto al PIB en concepto de pago de intereses.

Como hemos visto anteriormente, la forma de tratar la deuda pública tiene consecuencias en términos de coste. Pero el éxito en cuanto al abaratamiento del coste financiero de la implementación de programas de adquisición de deuda pública por parte del BCE no debe ocultar que podría haberse actuado de forma más adecuada para la sostenibilidad de la misma. En concreto, si España hubiera acudido durante los últimos 20 años a la financiación en idénticos términos concesionales que otorga el BCE a las entidades bancarias, el ahorro anual promedio en intereses hubiera ascendido al 1,72% del PIB. Ese sería el resultado de haber tenido un coste medio de nuestra deuda del 1,9% en vez del 3,9% que efectivamente se ha tenido. En los doce últimos años se acumula el 95% del sobrecoste, que ha supuesto un 2,40% del PIB anual para las arcas públicas, como se puede ver en el gráfico 18.

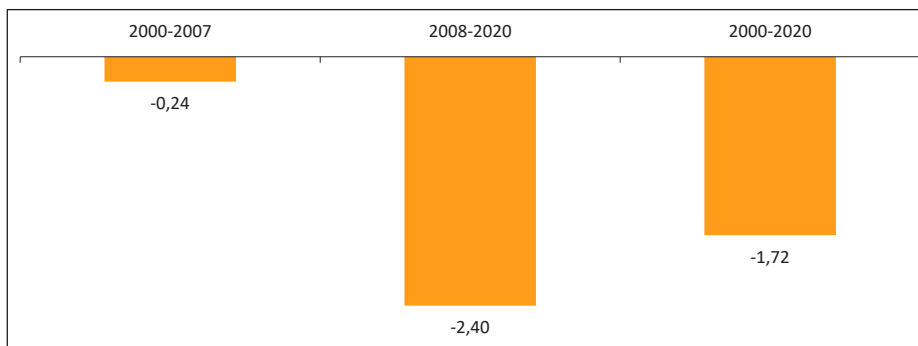
Más de 361.000 millones de euros de sobrecoste financiero tuvo España en el periodo 2000-2020, de los cuales casi 280.000 millones se concentraron en los años en los que se sufrieron más tensiones en cuanto a déficit público. Los programas de compra de deuda aliviaron la situación, pero en ningún caso pueden ocultar que se pudo y se debió actuar con más y mejores instrumentos para no deteriorar las cuentas públicas.

---

<sup>28</sup> Coste medio de la deuda pública: gasto financiero de las Administraciones Públicas dividido entre deuda media del ejercicio. La significativa reducción del coste medio de la deuda pública a partir de 2012 está directamente relacionada con las nuevas políticas implementadas por parte del BCE.

<sup>29</sup> En los mercados secundarios se transfiere la propiedad de títulos de deuda pública que previamente se colocaron en el mercado primario, es decir, el inicial en el que los países colocan sus títulos ofreciéndolos a los inversores. El objetivo de los mercados secundarios es brindar mayor liquidez a quienes han adquirido bonos de deuda pública. Vendría a ser como el “mercado de segunda mano” de los títulos de deuda.

**Gráfico 18 – Sobrecoste financiero de la deuda pública de España por no recibir financiación directa del BCE en idénticas condiciones a la banca privada. En porcentaje del PIB**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Tesoro Público, IGAE y BCE.

El Programa de Estabilidad para el periodo 2022-2025 enviado a la Comisión Europea en abril de 2022 incorpora una senda de consolidación fiscal a medio plazo que permitirá que España reduzca sus ratios de déficit por debajo del 3% del PIB y de deuda pública ligeramente por debajo del 110% del PIB al final de periodo de previsión.

Para que España (y países tan importantes en la eurozona como Francia, Italia, Bélgica, Portugal o Grecia) vuelva a la senda marcada por la Unión Monetaria de tener un nivel de deuda inferior al 60% del PIB, se precisaría de varias décadas con escenarios de disciplina fiscal (reducción del gasto público) que solo se produjeron en la economía española en la época del *boom* inmobiliario. Si nos planteamos un análisis de escenarios tomando como referencia el ejercicio realizado por García y Morón (2020) para Italia y Alemania, vemos que se necesitaría un crecimiento sostenido en el tiempo del 1,5% (correspondiente al crecimiento estructural de España y muy cercano al 1,2% medio mostrado entre 2000 y 2020), una inflación media del 2% (es decir, un crecimiento económico nominal del 3,5%), unos tipos de interés nominales del 2,3% (que corresponde al interés medio de la deuda española antes de la crisis de la COVID-19) –que alcanzan el 0,3% si se ajusta el efecto inflación– y un superávit primario del 1,9% del PIB. Con estos datos se lograría alcanzar el 60% de la deuda pública con respecto al PIB en el año 2040. Escenarios más agresivos en la consecución de un superávit primario más elevado, por ejemplo, del 3,5% sobre el PIB, adelantarían siete años el objetivo. Pero si el coste financiero se elevase al que tenía España en 2012 (4%), solamente se podría alcanzar el 60% del PIB en el año 2058. Pero incluso alcanzar ese objetivo en dos o tres décadas sería a costa de un esfuerzo fiscal considerable, que, dada la experiencia previa de alcanzar ese objetivo con reducción del gasto social, haría recaer el ajuste en la población con rentas más bajas.



¿Hay otras alternativas? Analizamos a continuación cómo una reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y un programa de monetización de la deuda realizado por parte del BCE podrían conseguir resultados óptimos sin los costes asociados al ajuste. Las dos propuestas consideradas no son, ni las únicas posibles, ni siquiera aquellas con las que nos identificamos. Se formulan, a modo de ejemplo, para ilustrar con cierto grado de detenimiento el hecho de que hay alternativas múltiples a las presiones causadas por el endeudamiento que están siendo debatidas en los ámbitos académico y político. De hecho, postergar la aplicación de los requisitos referidos a los límites de déficit y endeudamiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento –tal y como acaba de asumir la Comisión Europea– o expresar que el Banco Central Europeo “hará lo que sea necesario” para evitar un ascenso de la prima de riesgo de los Estados de la eurozona, son manifestaciones claras de que cabe adoptar una posición mucho más flexible en este terreno. Desde una perspectiva mucho más ambiciosa, los economistas norteamericanos Paul Krugman y Joseph Stiglitz han insistido en numerosas ocasiones en la necesidad de que la Unión Monetaria Europea sea completada con un mecanismo de solidaridad fiscal –como existe en Estados Unidos– para evitar la inestabilidad macroeconómica de la eurozona. Compartiendo este punto de vista, pensamos que su materialización requeriría un acuerdo político de gran calado que, en estos momentos, no se encuentra en el horizonte cercano.

### *5.1. Reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento*

Las normas ancladas en el Tratado de la UE y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento pretendían reforzar la confianza en la moneda única y las reglas fiscales funcionaban como complemento de los mercados como un dispositivo disciplinario, pero han demostrado de forma sobrada su efectividad limitada cuando las economías de la eurozona se han tenido que enfrentar a mayores necesidades de gasto y no únicamente ante crisis de enorme magnitud como la derivada de la pandemia. Los mecanismos de aplicación fracasaron cuando se enfrentaron a altos déficits fiscales de Francia y Alemania en 2002 y cuando las bruscas oscilaciones del mercado tras la gran crisis que comenzó en 2007 se trasladaron a la deuda soberana obligando a una intervención masiva tanto desde el BCE como desde organismos o instituciones como el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)<sup>30</sup>, creado para evitar la implosión de la propia Unión Europea.

---

<sup>30</sup> El MEDE se creó a finales de 2012 y es una organización sometida al derecho público internacional con sede en Luxemburgo. Forma parte de la estrategia de la UE diseñada para garantizar la estabilidad financiera en la zona del euro. Sus accionistas son países de la zona del euro. El MEDE emite títulos de deuda para financiar préstamos y otras formas de ayuda financiera. Ocupó el lugar de su predecesor, el Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEEF), creado en 2010.

El Tratado contiene dos disposiciones clave cuyo fin es evitar la excesiva acumulación de deuda a nivel nacional y proteger la independencia del BCE: la cláusula de no corresponsabilidad financiera (artículo 125) y la prohibición de la financiación monetaria (artículo 123), disposiciones que prohíben las transferencias y la monetización de la deuda pública en caso de crisis de deuda de un Estado miembro<sup>31</sup>.

Sin embargo, la crisis actual ha puesto de manifiesto las deficiencias tanto en el diseño como en la aplicación de este marco institucional. Hasta 2010 se habían observado 97 casos (países y año) de déficit por encima del 3%, de los que menos de un tercio coincidieron con recesiones nacionales considerables. Los Estados miembros siempre se mostraron dispuestos a reinterpretar y redefinir el acuerdo, para hacer las condiciones menos exigentes, en particular en aquellos países con una capacidad de negociación elevada. El Pacto preveía sanciones para la violación de los criterios de déficit, como colocar un 0,2% del PIB en un depósito sin intereses, que se convertiría en multa si el déficit persistía más de dos años. Hasta hoy no se ha impuesto ninguna sanción a ningún país de la UE. La Unión Económica y Monetaria (UEM) tampoco contaba, ni cuenta, con las herramientas de gestión adecuadas para hacer frente a la prevención y resolución de crisis de deuda pública. Simplemente no se contemplaba esta posibilidad. La crisis de la pandemia golpeó duramente a las economías de la zona del euro, expandiendo la deuda pública a niveles récord. La intervención del Gobierno nacional amortiguó la recesión y mitigó las dificultades sociales, y el apoyo institucional de la UE ayudó a mantener bajos los costes de endeudamiento. La cláusula general de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) se activó para ayudar a los Estados miembros de la UE a responder adecuadamente a la crisis y estabilizar sus economías. Ahora la nueva realidad económica requiere una nueva mirada a las reglas fiscales europeas.

Los dos valores de referencia podrían modificarse sin un cambio en el Tratado o una ratificación nacional. Los criterios del 3% y el 60% que se definen en el artículo 126, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y se cuantifican en el protocolo n.º 12 podrían ser modificados por un Reglamento de la UE basado en el artículo 126, apartado 14, del TFUE. Esto requeriría unanimidad en el Consejo Europeo, pero no estaría sujeto a ratificación nacional.

En el futuro previsible, con un menor crecimiento y un entorno de bajos tipos de interés, el límite de déficit del 3% sería coherente con un ancla de deuda al 100% del PIB y con la no inclusión en los rubros de cálculo del

---

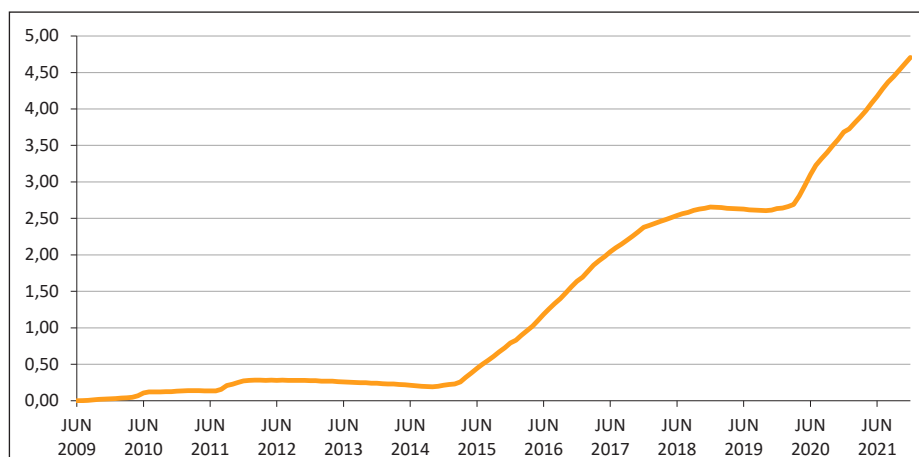
<sup>31</sup> La monetización de la deuda pública consiste en que el banco central, en este caso el BCE, compra la deuda pública de uno o varios Gobiernos con moneda de nueva creación, por lo que aumenta la cantidad de dinero en dicha economía.

gasto e inversión social o del necesario para la transición ecológica justa. Además, sería imprescindible incorporar la financiación directa de los déficits públicos en el marco de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) otorgadas a la banca, cuya extensión es imprescindible para asegurar que la política monetaria llegue a las personas también a través del gasto público en idénticas condiciones de las concedidas a las entidades bancarias.

## 5.2. Programa de actuación ante el sobreendeudamiento

A finales de 2020, el BCE había adquirido deuda pública por valor del 27% del Producto Interior Bruto (PIB) de la zona euro, casi 3,2 billones de euros<sup>32</sup> (gráfico 19). El programa de emergencia implementado durante la pandemia permitió la compra por parte del supervisor de 651.810 millones de euros en deuda de países de la zona euro, a lo que hay que añadir 2,5 billones de euros adicionales adquiridos en el marco del programa ordinario de compra de deuda soberana que se puso en funcionamiento en marzo de 2015. En lo referente a España, la deuda pública ya adquirida por parte del BCE ascendía a 77.128 millones de euros a través de su programa de compras de emergencia, a lo que hay que añadir 292.880 millones adicionales que adquirió en el marco del habitual programa de compra de deuda soberana<sup>33</sup>.

Gráfico 19 – Programas de compra de activos implementado por el Banco Central Europeo. En billones de euros. 2009-2021



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

<sup>32</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.es.html>

<sup>33</sup> <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a0199.pdf>

Pero las compras de deuda pública por parte del BCE en el mercado secundario no resuelven la actual situación, ni minoran de forma suficiente el coste para las Haciendas Públicas de la utilización de intermediarios para la financiación pública de los sobreesfuerzos de la crisis iniciada en 2008 y de la que estalló en 2020. Por eso sería muy pertinente valorar la implementación de un programa de reestructuración de la deuda siguiendo las tesis de Pâris y Wyplosz (2014), que en el programa denominado “PADRE” proponían la monetización de la deuda adquirida por el BCE. En las actuales condiciones, incluso tras las tensiones en la variación de precios que han aflorado en la fase final de la pandemia y tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia, es muy poco probable que sea inflacionario, ya que los aumentos de la cantidad de dinero para adquirir la deuda pública no se traducen en aumentos del dinero en manos de los agentes económicos, por lo que el multiplicador del dinero es muy cercano a cero, es decir, no se incrementaría<sup>34</sup>. Incluso en el caso en el que se produjeran tensiones por esa vía, habría múltiples opciones para esterilizar en el futuro parte o todo el importe utilizado en la operación. Las ventajas de una actuación en esa línea son indudables.

Una reestructuración de la deuda lo suficientemente profunda debería llevarla al menos al 60% del PIB, y hacerlo por la vía que proponen los autores evitaría que se produjesen tensiones adicionales en las entidades bancarias, poseedoras de un porcentaje considerable de títulos públicos. La operación de reestructuración debería superar de manera definitiva la forma de financiar los déficits públicos utilizada en el pasado<sup>35</sup>.

Los elementos negativos relacionados con el riesgo moral<sup>36</sup> se resolverían con exigencias de condicionalidad en materia fiscal, para que los flujos adicionales originados por la reestructuración fueran destinados a mejorar

---

<sup>34</sup> El multiplicador monetario, o multiplicador del dinero, es el proceso que permite a las entidades bancarias multiplicar el dinero partiendo de una cantidad de dinero inicial dado que los bancos solo están obligados a mantener en sus reservas un nivel mínimo de dinero. Este mínimo se denomina el coeficiente de caja y es determinado por cada banco central. Este proceso es el que facilita la creación de dinero y que fluya el crédito facilitando el crecimiento económico. Pero si el proceso es muy rápido, puede producirse un recalentamiento y crearse burbujas.

<sup>35</sup> Lo que significa separar la financiación de los déficits públicos de la operativa de agentes privados como las entidades bancarias. El deterioro de la solvencia de la deuda pública soberana puede arrastrar a los bancos que tienen en sus balances estos títulos adquiridos. Y eso puede llevar a los mismos a una situación de rescate que tendría que ser implementada precisamente por los Estados que tenían dificultades para financiar sus déficits. Hay que romper ese círculo vicioso.

<sup>36</sup> Una actuación para reducir la deuda pública hasta el 60% del PIB beneficiaría más a los países que habían tenido una actuación menos diligente en relación con los déficits públicos en el pasado, bien por haber realizado políticas públicas de gasto menos cuidadosas, bien por no haber desplegado políticas fiscales adecuadas para su financiación. Para evitarlo, es necesario que se minimice el riesgo moral con instrumentos de condicionalidad como los que se apuntan a continuación.

la cohesión social y los indicadores de bienestar de la población y a impulsar políticas de desarrollo sostenible. La financiación de los programas de gasto público y la búsqueda del pleno empleo deben formar parte de los objetivos del BCE, como ya lo son de la Reserva Federal de Estados Unidos y de buen número de bancos centrales en todo el mundo.

La adquisición por parte del BCE de activos como deuda pública, valores emitidos por instituciones europeas supranacionales, bonos corporativos, bonos de titulización de activos y bonos garantizados, ha influido de forma positiva en el crecimiento económico y en la inflación. Al aumentar la demanda de activos por la intervención del Banco Central, los precios han subido y los rendimientos se han reducido, incluso en el caso de los activos no incluidos directamente en el programa de compras del BCE. Esto ha dado lugar a una disminución del tipo de interés efectivo del mercado tanto para las Administraciones Públicas como para las empresas que tratan de obtener financiación en los mercados de capitales, lo que supone un estímulo para la inversión y el consumo. Es lógico, dado que la existencia de programas de compra de activos por parte del BCE supone que en el mercado secundario sube el precio de esos bonos por la demanda adicional generada y se reduce el tipo de interés y la rentabilidad de esos bonos (que va en sentido opuesto al precio). Bonos públicos más “apetitosos” son más caros en el mercado secundario y el tipo de interés es menor, por lo que se “desinfla” la prima de riesgo. El efecto se ha trasladado incluso a bonos no susceptibles de ser comprados directamente por el BCE, porque hay dinero de otros inversores que puede trasladarse a otros títulos de deuda. El resultado final es tipos de interés más bajos también en el mercado primario. Es decir, cuando el Tesoro Público de España vende sus bonos, podrá ofrecer un tipo de interés más reducido para colocarlos a los inversores, porque estos saben que en el mercado secundario se los pueden vender al BCE.

Como podemos ver en la tabla 5, a finales de 2020, la deuda pública de los países de la Unión Europea ascendía a 12,3 billones de euros y el BCE a través de su programa de adquisición de activos poseía una cuarta parte de la misma. En definitiva, 3,15 billones de euros de bonos soberanos de los países de la UE estaban en poder del BCE, lo que suponía un 86% de los activos en su poder en ese momento. Si analizamos la situación por países, casi un 40% de la deuda pública de Países Bajos estaba en poder del BCE, un tercio de la de Alemania, un 27% de la de España y casi un 21% de la de Francia.

Tabla 5 – Deuda pública de los países de la UE y estimación de bonos en manos del BCE. Diciembre 2020

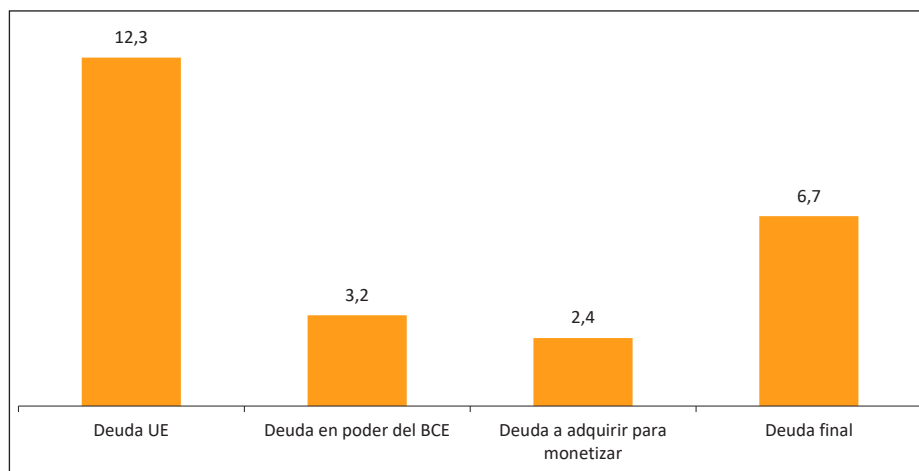
Países	Deuda total Millones €	Deuda (% PIB)	% Deuda adquirida sobre total en balance BCE	Estimación deuda en poder de BCE	% Deuda en balance BCE sobre total de deuda del país
Italia	2.573.468	155,60%	17,75%	559.446	21,74%
Francia	2.649.261	115,00%	17,39%	548.100	20,69%
España	1.345.784	120,00%	11,74%	370.010	27,49%
Alemania	2.314.330	68,70%	24,57%	774.400	33,46%
Grecia	341.086	206,30%	2,47%	77.850	22,82%
Bélgica	515.238	112,80%	3,40%	107.162	20,80%
Polonia	293.124	57,40%	1,00%	31.518	10,75%
Portugal	270.491	135,20%	2,25%	70.916	26,22%
Países Bajos	434.795	54,30%	5,46%	172.089	39,58%
Austria	315.644	83,20%	2,69%	84.784	26,86%
Suecia	196.988	39,70%	1,50%	47.277	24,00%
Rumania	102.678	47,40%	1,00%	31.518	30,70%
República Checa	81.907	37,70%	1,00%	31.518	38,48%
Dinamarca	131.813	42,10%	0,50%	15.759	11,96%
Hungría	105.575	80,10%	1,00%	31.518	29,85%
Finlandia	164.183	69,50%	1,71%	53.896	32,83%
Irlanda	217.881	58,40%	1,58%	49.799	22,86%
Bulgaria	15.136	24,70%	0,39%	12.292	81,21%
Eslovaquia	55.010	59,70%	0,70%	22.063	40,11%
Croacia	43.728	87,30%	0,66%	20.802	47,57%
Chipre	24.852	115,30%	0,22%	6.934	27,90%
Lituania	23.062	46,60%	0,20%	6.304	27,33%
Eslovenia	37.423	79,80%	0,47%	14.814	39,58%
Letonia	12.754	43,20%	0,12%	3.782	29,65%
Luxemburgo	15.895	24,80%	0,17%	5.358	33,71%
Estonia	5.098	19,00%	0,03%	946	18,55%
Malta	6.978	53,40%	0,03%	946	13,55%
<b>TOTAL</b>	<b>12.294.182</b>	<b>91,7%</b>	<b>100%</b>	<b>3.151.797</b>	<b>25,64%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BCE.

A finales de 2020, el BCE se había convertido en el mayor acreedor de los Estados miembros, con tenencias de bonos soberanos superiores al 23,5% del PIB de la UE, lo que representaba aproximadamente el 26% de la deuda pública de los países de la UE. Además, los pasivos públicos del conjunto de los países de la UE ascendían al 91,7% del PIB, superando de forma clara el 60% de límite existente. Catorce de los veintisiete países superaban el indicador. Pero las compras de deuda pública por parte del BCE en el mercado secundario, aunque han abaratado considerablemente el coste para las Haciendas Públicas, no resuelven la actual situación y tampoco minoran de forma suficiente el coste para los países.

¿Qué consecuencias tendría la implementación de un programa de monetización y qué alcance debería tener para que fuese útil? Como se puede ver en el gráfico 20, para lograr ese objetivo, el BCE debería adquirir 2,4 billones de euros adicionales desde los niveles de finales de 2020, un 75% más de bonos de los que tenía en balance un año después del estallido de la pandemia.

**Gráfico 20 – Programa de reducción de deuda pública con adquisición de títulos adicionales por el BCE. En billones de euros. Diciembre 2020**

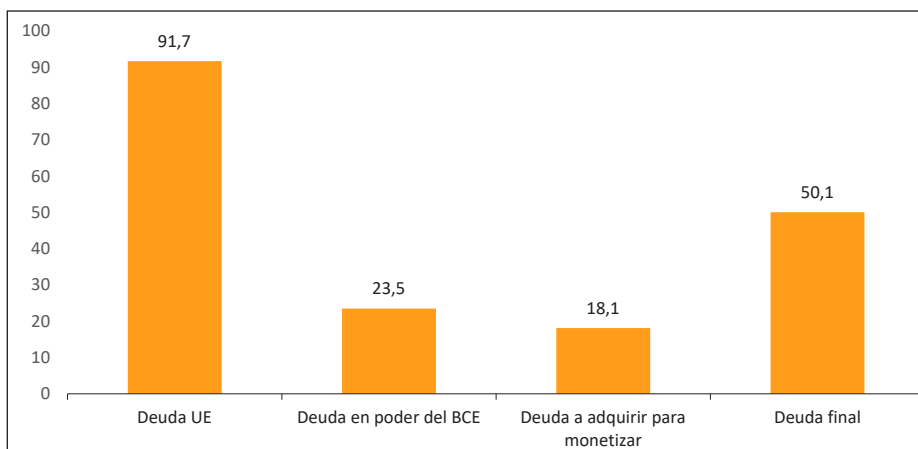


**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del BCE y Eurostat.

De hecho, hay dos programas en activo que permiten operar en esa dirección. El Programa Expandido de Compra de Activos<sup>37</sup> (Expanded Asset Purchase Programme-APP, en inglés) es un programa sin fecha de caducidad, ni tamaño concreto, que adquiere bonos a un ritmo de 20.000 millones mensuales. Hasta la fecha suma 2,947 billones de euros en compras acumuladas. El Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) caduca en marzo de 2022, pero todavía se pueden usar unos 850.000 millones de euros de los 1,85 billones con los que ha sido dotado. Ha sido diseñado para combatir la crisis de la COVID-19 y tiene más flexibilidad para alterar la cantidad de compras mensuales y el tipo de bonos a comprar<sup>38</sup>.

De usarse el paquete completo de herramientas en vigor, el balance del BCE alcanzará el 70% del PIB de la eurozona, muy cerca del 75% necesario para el programa de monetización propuesto. Estaría todavía a mucha distancia del porcentaje alcanzado por el Banco de Japón, que superaba el 131% de su PIB a final de 2020. Tal y como se puede apreciar en el gráfico 21, el resultado final del programa arrojaría una deuda pública conjunta del 50,1% del PIB de los países de la Unión Europea.

**Gráfico 21 – Resultados del programa de reducción de deuda pública. En porcentaje sobre el PIB. Diciembre 2020**



**Fuente:** Elaboración propia a partir de datos del BCE y Eurostat.

<sup>37</sup> El Programa APP tiene los siguientes instrumentos: 1) Covered Bond Purchase Programme-CBPP3 para la compra de Cédulas Hipotecarias o Programa de adquisiciones de bonos garantizados. 2) Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP para la compra de deuda respaldada por préstamos concedidos por las entidades financieras. 3) Public Sector Purchase Programme-PSPP para la compra de deuda pública de la eurozona. 4) Corporate Sector Purchase Programme-CSPP para la compra de deuda corporativa de empresas no-financieras.

<sup>38</sup> De hecho, a 31 de diciembre de 2021 los bonos adquiridos por el BCE en el marco de los diversos programas se habían incrementado en 1,14 billones de euros con respecto al año anterior, por lo que, según nuestras estimaciones, los bonos soberanos de países de la UE habrían aumentado en casi un billón de euros en 2021 con respecto a 2020.



Para que fuese útil y duradera en el tiempo, la operación de reestructuración debería superar de manera definitiva la forma de financiar los déficits públicos utilizada en el pasado.

El Banco Central ya es, de hecho, el prestamista de última instancia, es decir, es quien actúa como tal cuando las entidades bancarias precisan de crédito urgentemente para sus actividades diarias y se han agotado todas las demás opciones. Suele ocurrir en mayor medida en periodos de crisis financieras, en las que los bancos son reacios a prestarse entre sí y muchos clientes podrían decidir repentinamente retirar el dinero depositado en sus cuentas bancarias. En estas situaciones en las que prima la desconfianza acerca de la solvencia de las entidades bancarias, el Banco Central actúa de prestamista de última instancia para asegurar el buen funcionamiento de los mercados financieros y la estabilidad del sistema financiero. De esta forma protegen a ciudadanos y a empresas de las consecuencias que podrían sufrir si los bancos tienen problemas. De Grauwe (2011) indicaba que la razón fundamental de que la crisis de la deuda en los años anteriores se haya circunscrito a la zona euro es que los mercados no creían que el BCE estaba dispuesto a respaldar la deuda pública. Y eso ya ha cambiado. El éxito del programa de compras ilimitadas de deuda pública (Outright Monetary Transactions, OMT) del BCE hasta el momento, a pesar de su carácter condicional, muestra el papel que un banco central puede jugar cuando se mueve en la dirección de aceptar su papel de prestamista de última instancia. Pero la estabilización de los diferenciales no es más que un recurso provisional temporal, que no tendrá toda la utilidad posible por dos razones:

- En primer lugar, cada país debe pagar los intereses de sus bonos, incluyendo aquellos en poder del Banco Central. Estos pagos irían en beneficio del BCE al ser pagados a sus accionistas, es decir, a todos los países miembros. Como se muestra por De Grauwe y Ji (2013), esto sería una transferencia “en la dirección equivocada”.

- En segundo lugar, cuando la deuda vence, el país tendrá que pagar el capital. Y aunque así no fuese, una modificación en el futuro de la política del BCE obligaría a captar en los mercados de capitales compradores para los títulos de deuda pública con los que se refinanciarían los bonos en su poder.

Para lograr la máxima utilidad de los programas de compras, es imprescindible la monetización de la deuda una vez adquirida por el BCE. Por ello, tras la compra de los bonos por valor de 5,6 billones de euros, se intercambiarían estos bonos por un préstamo perpetuo, sin intereses del mismo importe. El préstamo se mantendría indefinidamente como un activo en el BCE, pero nunca será devuelto, a menos que se liquide el BCE. La contrapartida de esta operación aparecerá en el pasivo del balance del BCE

como un aumento de 5,6 billones de euros en la base monetaria. Este sería el costo de la monetización de la deuda.

El resultado de la operación reducirá los beneficios del BCE y consolida una transferencia de recursos “en la dirección correcta”, compartiendo los países miembros la pérdida inherente a la reestructuración de la deuda.

## 6. Conclusiones

Comenzábamos esta investigación preguntándonos si el fuerte endeudamiento del Estado supondría una grave hipoteca para las generaciones más jóvenes de nuestro país en los próximos años. Tras el análisis efectuado en las páginas anteriores podemos intentar contestar a ese interrogante.

De entrada, no existe un nivel de deuda pública que, de una manera general, pueda ser considerado insostenible. Al contrario, son muchos los factores específicos que influyen en su sostenibilidad y en las potenciales repercusiones sociales y económicas de su gestión. Entre ellos, destacan los siguientes:

- La potencial exigencia de una reducción drástica de los déficits públicos y del nivel global de endeudamiento por parte de la Unión Europea a los miembros de la eurozona. De producirse, España se vería obligada a contener el gasto público o elevar los tributos en un contexto adverso.

- La evolución de los tipos de interés y de la prima de riesgo, dependientes, en buena medida, de la política monetaria que adopte el Banco Central Europeo en los próximos años. No parece que este vaya a adoptar un cambio drástico de orientación, pero puede ir modificando paulatinamente su estrategia.

- La recuperación, más o menos intensa, de la actividad económica, que, según las previsiones de la mayoría de los organismos internacionales, será alta en nuestro país dentro del contexto europeo, pero que se ha visto atenuada en las últimas proyecciones.

- El comportamiento de la inflación, que se encuentra en estos momentos en niveles cercanos a los dos dígitos y que puede favorecer un aumento de los tipos de interés, aunque tomando en cuenta la inflación subyacente –que excluye el comportamiento de la energía y los alimentos frescos– el problema es menor.

- La posibilidad de que ciertos gastos productivos o sociales se vean recortados por la necesidad de reducir el déficit primario, lo que, además de reducir la demanda agregada, perjudicaría en mayor medida a quienes más dependen de los fondos públicos.

- La eventual subida de los ingresos fiscales debido a la recuperación del crecimiento, a la misma inflación, a un aumento de los tipos impositivos, a mejoras en la capacidad recaudatoria y a la reducción del fraude. No parece que los últimos factores vayan a modificarse a corto plazo

Nadie puede prever con exactitud la evolución de estas variables a corto plazo, pero sí resulta posible hacer varias afirmaciones sustentadas en el análisis efectuado en las páginas anteriores. En primer lugar, la perspectiva histórica de las últimas décadas permite sostener que la deuda pública –en sí misma– no ha constituido un obstáculo significativo para el normal funcionamiento de la economía española. En segundo lugar, la gestión de la crisis pandémica ha resultado, globalmente, mucho más sensata (y mucho menos costosa en términos de empleo, empobrecimiento de la población y destrucción de capacidad productiva) que la acaecida durante la crisis inmobiliario-financiera, cuando la política económica de la Unión Europea agravó la recesión en lugar de suavizarla. En tercer lugar, con una ratio deuda/PIB muy superior al pasado, el coste financiero de la misma ha resultado en los últimos años sensiblemente más bajo que en periodos anteriores caracterizados por un nivel mucho más bajo de endeudamiento. De este modo, la reactivación económica permitiría una sostenibilidad mucho más razonable del endeudamiento que el peligroso recorte del gasto o el difícil aumento de la presión fiscal forzados, en su caso, por una política de disciplina presupuestaria exigida por Bruselas. En cuarto lugar, cabe llevar a cabo estrategias –en el trabajo se han sugerido dos: la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y un posible programa de monetización de la deuda por parte del BCE– para reducir o diluir el impacto potencialmente negativo del endeudamiento excesivo, que reclamarían un consenso político de los miembros de la eurozona no fácil pero tampoco imposible. En quinto lugar, resulta incuestionable que sobre las finanzas del Estado penden tres “espadas de Damocles”: el previsible aumento de los tipos de interés inducido por el sensible incremento de los precios que se ha producido el último año, la materialización de una parte de los pasivos contingentes del Estado (que se produciría, fácilmente, en un escenario de encarecimiento del crédito y de deceleración productiva) y el endurecimiento fiscal y monetario en la eurozona causado por un intento de regresar al canon regulatorio previo a la crisis sanitaria.

Todo lo indicado implica que la gestión de la crisis económica actual, en lo que depende de la actuación de nuestras autoridades, ha resultado razonable, si se toma en consideración el extraordinario e imprevisto *shock* causado por la pandemia. Lo que ocurra en el inmediato futuro dependerá, fundamentalmente, de las decisiones que se adopten globalmente en la Unión Europea. A este respecto habrá que tener en cuenta dos cuestiones. En primer lugar, si los responsables económicos comunitarios dan una prioridad absoluta a la contención de la inflación y a recuperar el equilibrio presupuestario –a costa de la recuperación de la actividad económica y el empleo–,

con el consiguiente aumento de los tipos de interés, o, por el contrario, si contienen su ascenso para no ahogar a los agentes endeudados (empresas, Administraciones Públicas y hogares).

En segundo lugar, y esta es una cuestión crucial, resultará decisivo que los problemas financieros de España sean parecidos a los del resto de las grandes economías europeas, porque, en este caso, es previsible que las autoridades comunitarias adopten medidas que nos resulten favorables. Es decir, si la mayoría de los miembros de la eurozona tiene amplios déficits, alto endeudamiento y un crecimiento lento, las políticas fiscales y monetarias europeas serán más expansivas. Por el contrario, si la coyuntura española se separa demasiado del promedio, podría ocurrir que desde las instancias comunitarias se endurecieran las medidas regulatorias, obligando al Gobierno español a adoptar medidas drásticas de ajuste presupuestario o a asumir un coste financiero extraordinario por su endeudamiento. Lo que sería aún más grave si la generosa política del Banco Central Europeo en la compra de deuda soberana se revirtiera<sup>39</sup>. Este escenario, lógicamente, tendría un elevado coste económico y social, aunque en este momento no es el que tiene mayor probabilidad de hacerse realidad.

Un par de cuestiones adicionales merecen una consideración particular. En primer lugar, resulta demagógico sostener que el endeudamiento público de las últimas décadas se debe, prioritariamente, a un problema de despilfarro de recursos o a un exceso de gasto. Tanto en la presente emergencia sanitaria como en la precedente crisis inmobiliario-financiera, el comportamiento tendencial de las cuentas públicas era positivo y los bruscos ascensos de los déficits públicos se generaron por un desplome insólito de los ingresos –causado por el hundimiento de la actividad productiva– y por el no menos repentino ascenso de algunos gastos en modo alguno buscados por los Gobiernos respectivos: aumento del coste de las prestaciones por desempleo, rescates de entidades financieras, incremento de las primas de riesgo derivadas de una gestión ultraconservadora del Banco Central Europeo, envejecimiento de la población o, más recientemente, el coste económico de la pandemia o la incorporación contable de las pérdidas de la Sareb. En realidad, el gasto público y, especialmente, la presión fiscal españolas son inferiores a la media de la Unión Europea. De haberse aproximado a ellas, el endeudamiento sería mucho menor.

---

<sup>39</sup> En el análisis no hemos explorado la moderada pero relevante actuación de la Unión Europea durante la pandemia proporcionando recursos a fondo perdido o en condiciones crediticias muy ventajosas para superar la crisis y facilitar las transiciones digital y energética. Los Fondos Next Generation –dotados con unos 750.000 millones de euros– se dirigen prioritariamente a los países más afectados por la pandemia y constituyen un modo embrionario de solidaridad fiscal, elemento imprescindible para complementar la unión monetaria, especialmente en periodos de turbulencia económica.

Por lo que se refiere al potencial conflicto intergeneracional derivado del endeudamiento, puede afirmarse, por una parte, que su coste no ha resultado muy elevado en los últimos años para la economía española y que, si se mantuvieran los parámetros macroeconómicos básicos sin grandes variaciones, seguiría sin serlo. Como muestra la historia, la reactivación económica podría reducir progresivamente los ratios de endeudamiento a niveles poco preocupantes.

Por otra parte, los recortes en el gasto público originados en los primeros años de la Gran Recesión fueron ocasionados por una restricción autoimpuesta por las autoridades económicas europeas que resultaba perfectamente evitable. Ella representó, hasta la llegada de Mario Draghi a la dirección del BCE, el triunfo de una visión fundamentalista de la disciplina presupuestaria. Si una visión económica de esa naturaleza volviera a imponerse en la Unión Europea, el Gobierno español tendría que discernir cómo alcanzar un mayor equilibrio presupuestario. No parece razonable que sobre los mayores –que han sostenido la economía y las familias españolas durante décadas, al tiempo que se encuentran en una etapa vital particularmente necesitada de cuidados–, recaiga el peso mayor del ajuste. Pero tampoco que se reduzcan los esfuerzos para mejorar la formación de las generaciones más jóvenes y para superar su precaria ubicación en el mercado de trabajo. Una salida justa a este dilema pasará por repartir los costes de la manera más equitativa posible, por focalizar los apoyos públicos hacia los sectores más vulnerables y por reformar el sistema tributario para incrementar su progresividad y aproximar la presión fiscal a la media europea, al tiempo que se favorece una transformación del sistema productivo para elevar su productividad, equidad y sostenibilidad. Solo esto último podrá hacer posible la paulatina sostenibilidad de la deuda a largo plazo.

## Bibliografía

- AIReF (2020): “Nota de prensa de presentación del Observatorio de la Deuda”. *Boletín Estadístico*. Madrid: Banco de España.
- Beddies, C. H., Le Manchec, M. H. y Barkbu, B. (2009): “The Debt Sustainability Framework for Low Income Countries”. *Occasional Paper*, 266, FMI.
- Boscá, J. E., Doménech, R., Ferri, J., Méndez, R. y Rubio-Ramírez, J. (2018): “Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy”. *Working Paper 18/08 BBVA Research*. [https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2018/06/WP\\_Financial\\_and\\_Fiscal\\_Shocks\\_in\\_the\\_Great\\_Recession\\_and\\_Recovery\\_of\\_the\\_Spanish\\_Economy\\_WB\\_.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2018/06/WP_Financial_and_Fiscal_Shocks_in_the_Great_Recession_and_Recovery_of_the_Spanish_Economy_WB_.pdf)
- Calvo, J. (2015): “El nuevo programa Public Sector Purchase Programme del BCE y su incidencia en los mercados financieros europeos”. *Cuadernos de Información Económica*, 246, pp. 1-10. <https://www.funcas.es/articulos/el-nuevo-programa-public-sector-purchase-programme-del-bce-y-su-incidencia-en-los-mercados-financieros-europeos/>
- Caner, M., Grennes, Th. y Koehler-Geib, F. (2010): “Finding the Tipping Point—When Sovereign Debt Turns Bad”. *Policy Research Working Paper*, 5391, World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5391>
- Comisión Europea. AMECO (2021): *Datos de deuda pública de países de la eurozona*. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco_en)
- Comité Económico y Social (2021): *La gobernanza económica de la Unión Europea. El impacto de la pandemia*. Madrid: CES. <https://www.ces.es/documents/10180/5250220/Inf0321.pdf>
- Comité Económico y Social (2022): *Nuevo marco fiscal para el crecimiento inclusivo y la sostenibilidad de la deuda pública*. Madrid: CES. [https://www.ces.es/documents/10180/5271159/Destacado\\_Marco-fiscal\\_v2.pdf](https://www.ces.es/documents/10180/5271159/Destacado_Marco-fiscal_v2.pdf)
- Darrak, M., Kok, C. y Rottner, M. (2020): “Reversal interest rate and macroprudential policy”. *Working Paper Series*. Frankfurt am Main: Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2487-77052f3728.en.pdf>
- De Grauwe, P. (2011): “The Governance of a Fragile Eurozone”. CEPS Working Document. <https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2011/05/WD%20346%20De%20Grauwe%20on%20Eurozone%20Governance.pdf>
- De Grauwe, P. y Ji, Y. (2013): “Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test”. *Journal of International Money and Finance*, 34, pp. 15-36.
- Del Pozo, A. y Martín J. M. (2013): *Social Cohesion and the State in Times of Austerity Country Case Study: Spain*. Fundación Friedrich Ebert. <http://library.fes.de/pdf-files/id/10453.pdf>
- Eurostat (2020): *The 2021 Ageing Report. Underlying Assumptions and Projection Methodologies*. Comisión Europea. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip142\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip142_en.pdf)
- Fernández, F. (dir.) (2013): “La arquitectura institucional de la refundación del euro”. *Papeles de la Fundación*, 49. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.. <https://www.ieaf.es/p/item/242-la-arquitectura-institucional-de-la-refundacion-del-euro>

- FOESSA (2019): "El papel de las políticas sociales en la salida de la crisis", en FOESSA: *VIII Informe sobre exclusión y desarrollo social en España*, pp. 303-390. Madrid: Fundación FOESSA.
- Fondo Monetario Internacional (2011): *Modernizing the Framework for Fiscal and Public Debt Sustainability Analysis*. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>
- Fondo Monetario Internacional (2019): *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*. <https://www.imf.org/es/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>
- Fondo Monetario Internacional (2022): *Base de datos de deuda global*. <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>
- García, A. y Morrón, A. (2020): *La deuda pública europea a medio plazo: sostenibilidad y retos*. Barcelona: Caixabank Research. <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/deuda-publica-europea-medio-plazo-sostenibilidad-y-retos>
- Garzón, E. (2021): *La otra economía que no nos quieren contar. Teoría monetaria moderna para principiantes*. Madrid: Akal.
- Guzmán, M. y Heymann, D. (2015): "The IMF Debt Sustainability Analysis: Issues and Problems". *Journal of Globalization and Development*, 6(2), pp. 387-404.
- Hakura, D. (2020): "¿Qué es la sostenibilidad de la deuda?". *Finanzas & Desarrollo*, pp. 1-2. Fondo Monetario Internacional, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2020/09/pdf/que-es-sostenibilidad-deuda-esencial.pdf>
- Herndon, T., Michael, A. y Pollin, R. (2013): "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff". *Working Papers Series*, 322. Political Economy Research Institute.
- Irons, J. y Bivens, J. (2010): "Government Debt and Economic Growth. Overreaching Claims of Debt 'Threshold' Suffer from Theoretical and Empirical Flaws". *Briefing Paper 271*, Economic Policy Institute (EPI).
- Kelton, S. (2021): *El mito del déficit. La teoría monetaria moderna y el nacimiento de la economía de la gente*. Madrid: Taurus.
- Krugman, P. (2013): "La depresión del Excel". *El País*, 21 de abril de 2013. [https://elpais.com/economia/2013/04/19/actualidad/1366398440\\_370422.html](https://elpais.com/economia/2013/04/19/actualidad/1366398440_370422.html)
- Kumar, M., Baldacci, E., Schaechter, A., Cáceres, C., Kim, D., Debrun, X., Escolano, J., Jonas, J., Karam, P., Yakadina, I. y Zymek, R. (2009): "Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances". *IMF Staff Paper*. Washington, DC: International Monetary Fund. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/121609.pdf>
- Lapavitsas, C. (2012): *Crisis en la eurozona*. Madrid: Capitán Swing.
- Martner, R. y Tromben, V. (2004): "La sostenibilidad de la deuda pública". *Revista de la CEPAL*, 84, pp. 99-115.
- Menéndez, A. y Mulino M. (2020): "Resultados de las empresas no financieras en 2018 y hasta el tercer trimestre de 2019". *Boletín Económico del Banco de España*. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/10114/1/be1904-art36.pdf>

- Merino, P. A. (2013): “Reglas fiscales y mecanismos de estabilidad”, en Fernández, F. (dir.): *La arquitectura institucional de la refundación del euro*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros. <https://www.ieaf.es/p/item/242-la-arquitectura-institucional-de-la-refundacion-del-euro>
- Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (2021): *Actualización del programa de estabilidad del Reino de España 2021-2024*. [https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/mensuales/Programa\\_Estabilidad.2021-2024.pdf](https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/economia/macro/mensuales/Programa_Estabilidad.2021-2024.pdf)
- Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (2022): *Actualización del programa de estabilidad del Reino de España 2022-2025*. <https://www.hacienda.gob.es/CDI/Programas%20de%20Estabilidad/Programa-de-Estabilidad-2022-2025.pdf>
- Ocampo, J. A., Stallings, B., Bustillo, I., Velloso, H. y Frenkel, R. (2014): *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Pâris, P. y Wyplosz, C. (2014): *Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone*. Informe Especial sobre la Economía Mundial 3. Ginebra: ICMB y CEPR. [https://cepr.org/sites/default/files/geneva\\_reports/GenevaP252.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/geneva_reports/GenevaP252.pdf)
- Reinhart, C. M. y Rogoff, K. (2010): “Growth in a time of debt”. *Working Paper 15639*. Cambridge: National Bureau of Economic Research. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w15639/w15639.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w15639/w15639.pdf)
- Sampedro, J. L. y Berzosa, C. (2012): *La inflación (al alcance de los ministros)*. Madrid: Debate.
- Tesoro Público (2021): *Estrategia de financiación del Tesoro 2022*. [https://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/220110\\_estrategia\\_sp.pdf](https://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/220110_estrategia_sp.pdf)
- Thomas, J., Sargent, T. y Wallace, N. (1981): “Alguna aritmética monetarista desagradable”. *Quarterly Review*, vol. 5. Banco de la Reserva Federal de Minneapolis.
- Wray, L. R. (2015): *Teoría Monetaria Moderna*. Berlín: Lola Books GbR.