



UNIVERSIDAD PONTIFICIA DE COMILLAS

Expansión y sostenibilidad de la Deuda Soberana

Directora: Dra. Covadonga Meseguer Yebra

Autor: 201503608

ÍNDICE

1. Introducción
2. Marco Teórico
3. Revisión de la literatura (metodología)
4. Casos de Estudio
 - 4.1 Japón
 - 4.2 Argentina
 - 4.3 Zona Euro
- 5 Estudio del impulsor de la deuda: ¿Estado de bienestar?
 - 5.1 Orígenes
 - 5.2. Diferentes modelos del Estado de bienestar
 - 5.3. Objetivos del estado de bienestar
 - 5.4. La Sostenibilidad de la deuda y la crisis del estado de bienestar
- 6 Conclusión
- 7 Bibliografía

LISTADO DE FIGURAS

Figura 1: Duración de los <i>defaults</i> (1800-2006)	16
Figura 2: Porcentaje de deuda respecto al PIB (1900-2010)	19
Figura 3: Ingresos fiscales versus reembolsos de interés en Japón (2015-2055)	29
Figura 4: Pirámide poblacional de Europa Occidental en 1950	39
Figura 5: Pirámide poblacional Europa 2018	39

LISTADO DE TABLAS

Tabla 1: Evolución del peso del PIB y año de independencia de los estados	10
Tabla 2: Los <i>defaults</i> tempranos por deuda externa (1300-1799)	12
Tabla 3: Duración y monto total de <i>defaults</i> y año de independencia de dichos estados	14

LISTADO DE ABREVIATURAS

BCE: Banco Central Europeo

ERTE: Expediente de Regulación Temporal de Empleo

FMI: Fondo Monetario Internacional

IEF: Informe de Estabilidad Financiera

IVA: Impuesto sobre el Valor Añadido

OCDE: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico

PEC: Pacto de Estabilidad y Crecimiento

PIB: Producto Interior Bruto

PTF: Productividad total de los factores

TMM: Teoría Monetaria Moderna

TFUE: Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea

RESUMEN

Resumen: En el presente trabajo analizaremos la sostenibilidad y crecimiento a lo largo del tiempo de la deuda soberana y su estabilidad. Este análisis se centrará en estudiar la evolución de los indicadores de la deuda soberana y determinará la necesidad de reducir la deuda en su conjunto. Además, se estudiará el entorno internacional y cómo puede afectar el estado de bienestar al aumento de la deuda soberana. Analíticamente, nos centraremos en los Estados más relevantes para la obtención de datos y sacaremos las conclusiones pertinentes, además de predecir un posible escenario en el futuro próximo. Por último, sugeriremos reformas a seguir por los estados desarrollados para evitar en un futuro una quiebra de estados.

Palabras clave: Quiebra de estados desarrollados, predicción deuda, análisis deuda estatal, reforma estado bienestar, expansión de la deuda soberana, *default*.

Abstract: In this paper we will analyze the sustainability and growth over time of sovereign debt and its stability. This analysis will focus on studying the evolution of sovereign debt indicators and will determine the need to reduce it. In addition, the international environment and how the welfare state can affect the increase in sovereign debt will be studied. Analytically, we will focus on the most relevant States for obtaining data and draw the relevant conclusions, as well as predict a possible scenario in the near future. Finally, we will suggest reforms to be followed by developed states to avoid a state bankruptcy in the future.

Keywords: Bankruptcy of developed states, debt prediction, state debt analysis, welfare state reform, expansion of sovereign debt, default.

1. Introducción

En este estudio, analizo las consecuencias que un excesivo endeudamiento puede suponer para los estados, así como en qué medida ese endeudamiento se asocia al crecimiento del estado de bienestar.

Hoy en día, si un estado quiere estabilidad deberá ser cauto con el incremento de deuda y donde ubica sus recursos, tras recurrir a la financiación. La deuda contraída en un presente debe financiar el crecimiento para el pago futuro de esa deuda. Si el estado pide prestado, pero no crece, se enciende la alarma ya que nos encontramos ante un problema de sostenibilidad de la deuda. Los estados obtienen una importante recaudación a través de impuestos, que son un instrumento de la política fiscal de un estado. También se financian para crecer a través de la emisión de deuda pública, bonos, letras u obligaciones del estado.

La deuda soberana implica un interés, debido al riesgo que conlleva para el prestatario prestar un dinero del cual no dispone el deudor. Este interés será menor cuanto mayor sea la confianza del prestatario en el deudor, lo que se traduce en el riesgo. A mayor riesgo mayor será el interés.

Una excesiva deuda puede terminar implicando una bancarrota, que en el caso de un estado se denomina *default*. Esto significa que un Estado no puede hacer frente al pago de la deuda acumulada y sus intereses devengados. Esto suele llevar a una renegociación de la deuda entre los intereses del deudor y el prestatario, hasta llegar a un acuerdo. En algunos casos también se da una condonación total o parcial de la deuda.

La intención al elaborar este proyecto de investigación es analizar una serie de temas. En primer lugar, es importante saber si existe un máximo para la deuda soberana. Además, intentaremos comprender los *defaults* en su conjunto y comprobar por qué unos

estados pueden soportar deudas mucho mayores que otros. Es decir, analizaré la deuda de forma comparada, estudiando sus determinantes. También estudio las posibles fluctuaciones en el límite de la deuda y su conexión con el estado de bienestar indagando en cómo afecta la expansión del estado de bienestar a la deuda. Además, analizaré si una deuda soberana alta es perjudicial para el crecimiento de un estado. Por último, se van a plantear una serie de medidas abiertas a discusión que se pueden poner en marcha para evitar impagos en cadena.

El estudio se dividirá en dos partes principales. Por un lado, estudiaré la evolución histórica de la deuda soberana y los casos de default. Por otro lado, analizaré el papel del estado de bienestar como posible causante del aumento de la deuda. Comenzaré describiendo la literatura sobre deuda soberana y las conclusiones que otros autores han sacado posteriormente: cuál es el origen de la deuda, cuál es el tope de la deuda, de qué depende, análisis histórico y qué factores la influyen. Además, especularé sobre qué ocurriría si se diesen cambios drásticos en la esfera internacional. Por ejemplo, qué sucedería si aumentan los tipos de interés que llevan desde 2016 ultra bajos a comparación de 2008 cuando alcanzaban hasta el 7% (Rajan, 2020).

Además, en esta sección analizaré el histórico de impagos de diversos estados. Los datos muestran que existen estados que no incurren en deudas que no pueden pagar y optan por no malgastar ni perjudicar las finanzas estatales, es decir, tienen una tendencia a ser solventes. Por el contrario, otros estados acumulan grandes cantidades de deuda, que aumentan anualmente y en ciertas ocasiones incurren en impago. En algunos casos estas deudas pueden ser pequeñas e incurrir en impago, mientras que otras pueden ser mucho mayores, tanto como a escala de la economía como por el monto total de la deuda, y sin embargo no entran en default. Estas diferencias pueden deberse a que realizan una asignación de recursos defectuosa, poco eficiente o ineficaz. Esta precaria asignación de

recursos estatales puede venir acompañada de corrupción y otros factores. Además, esto se ve reflejado en deudas soberanas muy por encima del PIB anual estatal.

La siguiente parte consiste en describir cómo el estado de bienestar que se estableció en la posguerra necesita reformas urgentes. Además, argumentaré que es un factor que, bajo ciertas condiciones, influye directamente en la deuda soberana. Finalmente, sostendré que las dificultades de financiación y las deficiencias del estado de bienestar pueden llevar a un estado a entrar en default.¹

Finalmente, todo el documento se verá complementado por unas conclusiones que me permitan llevar a cabo un comentario final sobre la situación de sostenibilidad de la deuda pública, tanto en casos particulares y relevantes, como a nivel de conjunto global.

¹ Con deficiencias hacemos alusión a los fallos presentes en el Estado de Bienestar, sus ineficiencias e improductividades.

2. Marco teórico

Para encuadrar el marco teórico es importante mencionar que se va a analizar el axioma de la Teoría Monetaria Moderna (TMM). La TMM es un marco macroeconómico heterodoxo que dice que los países monetariamente soberanos como los Estados Unidos (EE. UU), El Reino Unido, Japón y Canadá, que gastan, emiten y piden prestado en una moneda fiduciaria que controlan por completo, no están limitados a los ingresos, sino que pueden pedir financiación sin límite aparente. Esto significa que los defensores de la TMM niegan que exista un límite para la financiación de un estado. A través de un análisis exhaustivo de manera comparada demostraremos que sí existe un límite, incluso para estos estados. No es de extrañar que la TMM se haya convertido en la idea preferida por los políticos que abogan por el gasto público para aliviar todos los problemas (Rajan, 2020, citado en Nieves 2021).

Cualquier teoría que prometa un almuerzo gratis (“free lunch”), es decir, que un estado puede endeudarse sin límite, debe abordarse con escepticismo (Rajan, 2020, citado en Nieves 2021). Para entender por qué, supongamos que estamos en un estado con tipos de interés positivos. Un ciudadano tiene un límite de dinero que puede guardar en efectivo, el exceso de efectivo lo ingresará en su cuenta bancaria. Posteriormente, el banco depositará su efectivo acumulado en su cuenta de reserva en el banco central del estado en cuestión. El banco central podría haber decidido imprimir dinero para comprar bonos del gobierno, y el gobierno podría gastar ese dinero transfiriéndolo a los ciudadanos (Rajan, 2020).

En este caso el banco central habrá comprado bonos del gobierno mediante la emisión de reservas a los bancos comerciales, que posteriormente querrán que se paguen intereses sobre ese exceso de reservas. El gobierno alternatively podría haber emitido letras del Tesoro directamente a los bancos comerciales (Rajan, 2020). El coste total de

los intereses sería más o menos el mismo. La única diferencia es que no habría ninguna apariencia de almuerzo gratis, es decir, de política sin coste alguno (Rajan, 2020). Esta apariencia de dinero sin coste alguno podría ser uno de los factores relevantes en cuanto a la aceptación del creciente endeudamiento de los estados.

3. Revisión de la Literatura:

Las Causas de los Impagos

Country (An asterisk denotes no sovereign default or rescheduling history)	Year of Independence	Share of World Real GDP 1990 International Geary-Khamis US dollars	
		1913	1990
Africa			
Algeria	1962	0.23	0.27
Angola	1975	0.00	0.03
Central Africa Republic	1960	0.00	0.01
Cote D'Ivoire	1960	0.00	0.06
Egypt	1831	0.40	0.53
Kenya	1963	0.00	0.10
Mauritius *	1968	0.00	0.03
Morocco	1956	0.13	0.24
Nigeria	1960	0.00	0.40
South Africa	1910	0.36	0.54
Tunisia	1591/1957	0.06	0.10
Zambia	1964	0.00	0.02
Zimbabwe	1965	0.00	0.05
Asia			
China	1368	8.80	7.70
Hong Kong *			
India	1947	7.47	4.05
Indonesia	1949	1.65	1.66
Japan	1590	2.62	8.57
Korea *	1945	0.34	1.38
Malaysia *	1957	0.10	0.33
Myanmar	1948	0.31	0.11
Philippines	1947	0.34	0.53
Singapore *	1965	0.02	0.16
Taiwan *	1949	0.09	0.74
Thailand *	1769	0.27	0.94
Europe			
Austria	1282	0.86	0.48
Belgium *	1830	1.18	0.63
Denmark *	980	0.43	0.35
Finland *	1917	0.23	0.31
Italy	1569	3.49	3.42
Netherlands *	1581	0.91	0.95
Norway *	1905	0.22	0.29
Poland	1918	1.70	0.72
Portugal	1139	0.27	0.40
Romania	1878	0.80	0.30
Russia	1457	8.50	4.25
Spain	1476	1.52	1.75
Sweden	1523	0.64	0.56
Turkey	1453	0.67	1.13
United Kingdom *	1066	8.22	3.49

Sources: Correlates of War (2007), Maddison (2004).
Notes: An asterisk denotes no sovereign external default or rescheduling history.

Para comprender bajo qué condiciones los países incurren en impagos, haremos uso de los estudios de Kenneth Rogoff y Carmen Reinhart.² En primer lugar, clasificaré los estados que nunca han estado en default o han tenido una reestructuración, lo cual se puede observar en la siguiente tabla.

		Year of Independence	Share of World Real GDP 1990 International Geary-Khamis US dollars 1990
		1913	
Latin America			
Argentina	1816	1.06	0.78
Bolivia	1825	0.00	0.05
Brazil	1822	0.70	2.74
Chile	1818	0.38	0.31
Colombia	1819	0.23	0.59
Costa Rica	1821	0.00	0.05
Dominican Republic	1845	0.00	0.06
Ecuador	1830	0.00	0.15
El Salvador	1821	0.00	0.04
Guatemala	1821	0.00	0.11
Honduras	1821	0.00	0.03
Mexico	1821	0.95	1.91
Nicaragua	1821	0.00	0.02
Panama	1903	0.00	0.04
Paraguay	1811	0.00	0.05
Peru	1821	0.16	0.24
Uruguay	1811	0.14	0.07
Venezuela	1830	0.12	0.59
North America			
Canada *	1867	1.28	1.94
United States *	1783	18.93	21.41
Oceania			
Australia *	1901	0.91	1.07
New Zealand *	1907	0.21	0.17
	Total Sample-66 countries		
		93.04	89.24

Sources: Correlates of War (2007), Maddison (2003).

Tabla 1: Tabla que marca el año de independencia de un Estado, y la evolución del peso del PIB de cada respectivo país sobre el total mundial. *estados que nunca han entrado en Default o han tenido una reestructuración de la deuda.

Source: Pevehouse, Jon & Nordstrom, Timothy & Warnke, Kevin. (2004). *The Correlates of War 2 International Governmental Organizations Data Version 2.0.*

² Se hace uso de los datos de Reinhart, C., Reinhart, V., & Rogoff, K. (2012). "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800", que consta de un total de 68 países con datos desde 1800 aproximadamente.

La tabla 1 enumera los sesenta y seis países de la muestra de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff en su publicación “*This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises.*” (2008). En la tabla se incluye un gran número de economías asiáticas y africanas, mientras que los estudios anteriores de la misma época generalmente incluían como máximo un par de cada una. El conjunto de datos incluye trece estados africanos, doce estados asiáticos, diecinueve estados europeos, dieciocho estados latinoamericanos, más América del Norte y Oceanía. Como ilustra la última columna de la tabla 1, la muestra de 66 países representa alrededor del 90 por ciento del PIB mundial (Reinhart y Rogoff, 2008). Por supuesto, muchos de estos países, particularmente los de África y Asia, se han convertido en naciones independientes solo hace relativamente poco tiempo (columna 2). Estos países recientemente independientes no han estado expuestos al riesgo de incumplimiento durante tanto tiempo como, los países de América Latina.

La tabla 1 indica qué países de la muestra pueden ser considerados vírgenes por defecto, al menos en el sentido estricto de que nunca han dejado de cumplir con el pago de su deuda o se han reprogramado. Un grupo notable de países incluye a las naciones anglófonas de altos ingresos, Estados Unidos, Canadá, Australia y Nueva Zelanda. (Inglaterra, dejó de pagar en épocas anteriores, como veremos más adelante). También se incluyen todos los países escandinavos, Noruega, Suecia, Finlandia y Dinamarca. Por último, en Europa está Bélgica. En Asia, se encuentran Hong Kong, Malasia, Singapur, Taiwán, Tailandia y Corea. Los dos últimos países, lograron evitar el incumplimiento solo a través de paquetes de préstamos masivos del Fondo Monetario Internacional durante la última crisis de deuda de la década de 1990 y, por lo demás, sufrieron gran parte del mismo trauma que un país típico en incumplimiento (Reinhart y Rogoff, 2008).

En el caso de otros estados, otras razones explican su buena situación financiera y que nunca hayan incurrido en ningún tipo de impago. La razón principal es que todos los estados son estados jóvenes y no han estado involucrados en ningún conflicto bélico de carácter internacional (Reinhart y Rogoff, 2008). A excepción de Tailandia que consiguió su independencia en el 1769, los demás estados no tienen en ningún caso más de 76 años, siendo Corea el más antiguo ya que obtuvo su independencia en 1945. Los estados estudiados que nunca han entrado en impago han crecido a un ritmo mayor respecto al crecimiento mundial del PIB, a excepción de los estados europeos con colonias (Reinhart y Rogoff, 2008).

Prácticamente todos los países han entrado en *default* al menos una o varias veces respecto con la deuda externa durante su fase de economía de mercado emergente, un período que suele durar al menos uno o dos siglos. Por ello, los estados con economías emergentes actuales no pueden reclamar crédito por haber sido la figura que inventó el incumplimiento del pago de la deuda externa.

Country	Years of default	Number of defaults
Austria	1796	1
England	1340, 1472, 1594*	2*
France	1558, 1624, 1648 1661, 1701, 1715 1770, 1788	8
Germany (Prussia)	1683	1
Portugal	1560	1
Spain	1557, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647	6

Sources: MacDonald (2006), Reinhart, Rogoff and Savastano (2003) and sources cited therein. The "*" for England denotes our uncertainty at this time about whether its default was on domestic or external debt.

Tabla 2: El "*" de Inglaterra indica incertidumbre en el periodo determinado acerca de si el default fue debido al impago la deuda interna o externa del periodo 1300-1799.

La tabla 2 enumera el número de *defaults* y el año en el que tuvieron lugar dichos impagos, entre 1300 y 1799 de varios países europeos (Austria, Francia, Alemania, Portugal y España).

España, como podremos observar con todos los datos en este trabajo cuenta con un total de 14 *defaults*, colocando al estado español en la cabeza de impagos. Pese a ello, como podremos observar posteriormente, no es el estado que más tiempo ha estado en períodos de reestructuración y renegociación de deudas. De hecho, España se las arregló para incumplir siete veces solo en el siglo XIX, después de haberlo hecho seis veces en los tres siglos anteriores, como podemos observar en la tabla dos (Reinhart y Rogoff, 2008).

España incumplió sus obligaciones de pago la gran mayoría de las veces con Francia, que había derogado sus obligaciones de deuda en ocho ocasiones entre 1500 y 1800. Esto se debía a que los monarcas franceses tenían la costumbre de ejecutar a los principales acreedores internos durante los episodios de incumplimiento de pago en la deuda externa (una forma temprana de "reestructuración de la deuda"), la población llegó a referirse a estos episodios como "*bloodletting*" (Reinhart y Rogoff, 2008).

<i>Country</i>	<i>Year of Independence</i>	<i>Share of years in default or rescheduling since independence or 1800</i> ¹	<i>Total number of defaults and/or reschedulings</i>
Europe			
Austria	1282	17.4	7
Belgium	1830	0.0	0
Denmark	980	0.0	0
Finland	1917	0.0	0
France	943	0.0	8
Germany	1618	13.0	8
Greece	1829	50.6	5
Hungary	1918	37.1	7
Italy	1569	3.4	1
Netherlands	1581	6.3	1
Norway	1905	0.0	0
Poland	1918	32.6	3
Portugal	1139	10.6	6
Romania	1878	23.3	3
Russia	1457	39.1	5
Spain	1476	23.7	13
Sweden	1523	0.0	0
Turkey	1453	15.5	6
United Kingdom	1066	0.0	0
Latin America			
Argentina	1816	32.5	7
Bolivia	1825	22.0	5
Brazil	1822	25.4	9
Chile	1818	27.5	9
Colombia	1819	36.2	7
Costa Rica	1821	38.2	9
Dominican Republic	1845	29.0	7
Ecuador	1830	58.2	9
El Salvador	1821	26.3	5
Guatemala	1821	34.4	7
Honduras	1821	64.0	3
Mexico	1821	44.6	8
Nicaragua	1821	45.2	6
Panama	1903	27.9	3
Paraguay	1811	23.0	6
Peru	1821	40.3	8
Uruguay	1811	12.8	8
Venezuela	1830	38.4	10
North America			
Canada	1867	0.0	0
United States	1783	0.0	0
Oceania			
Australia	1901	0.0	0
New Zealand	1903	0.0	0

Tabla 3: Datos obtenidos de: Purcell and Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff and Savastano (2003) and Reinhart, Carmen & Rogoff, Kenneth- (2008).

En la Tabla 3 observamos cómo la fecha en la que un estado obtiene la independencia es independiente de su estabilidad financiera. Además, es importante

destacar que existen estados que llevan casi más de un milenio sin haber incurrido en ningún tipo de impago o reestructuración de su deuda, como es el caso de Dinamarca. Un estado similar, con una fecha de independencia cercana con el que se puede comparar, sería Francia. La mayor diferencia entre ambos son diferencias históricas y culturales. Por un lado, Francia se ha visto envuelta en más conflictos que Dinamarca. Los conflictos bélicos dan lugar a la recolocación de recursos en momentos inadecuados, es decir, es un impulsor del aumento de la deuda soberana. Las guerras suponen una carga en el sistema financiero estatal que suelen traducirse en aumentos de deuda. Si la mala praxis estatal continúa, la situación empeora aumentando la deuda soberana. Por ello, podríamos hablar de que el legado institucional es influyente a la hora de establecer el riesgo de *default* de un Estado. Por ejemplo, una gran diferencia entre países es su capacidad de recaudación fiscal, capacidad que está claramente relacionada con la sostenibilidad de la deuda

La tabla 3 presenta el mismo conjunto de estadísticas para Europa y América Latina. Grecia, como se puede observar en la columna 3, pasó más de la mitad de los años desde 1800 en *default*. Varios países latinoamericanos pasaron aproximadamente el 40 por ciento de sus años en un período de reestructuración o renegociación de la deuda, incluidos México, Perú, Venezuela, Nicaragua, República Dominicana y Costa Rica. Podemos observar como España que el estado con más *defaults* no es la que más tiempo ha estado bajo incumplimiento. Países como España o Austria que son deudores de serie han emergido de sus respectivos *defaults* relativamente rápido en comparación con Grecia que casi triplica la duración de sus episodios. (Reinhart y Rogoff, 2008).

Para continuar con el estudio analítico, es importante definir si las reestructuraciones o defaults están bajando en porcentaje con relación a épocas pasadas. Esto es importante, ya que los conflictos bélicos y el subsecuente endeudamiento suelen preceder las crisis de deuda.

Duration of Default Episodes: 1800-2006

frequency of occurrence, percent

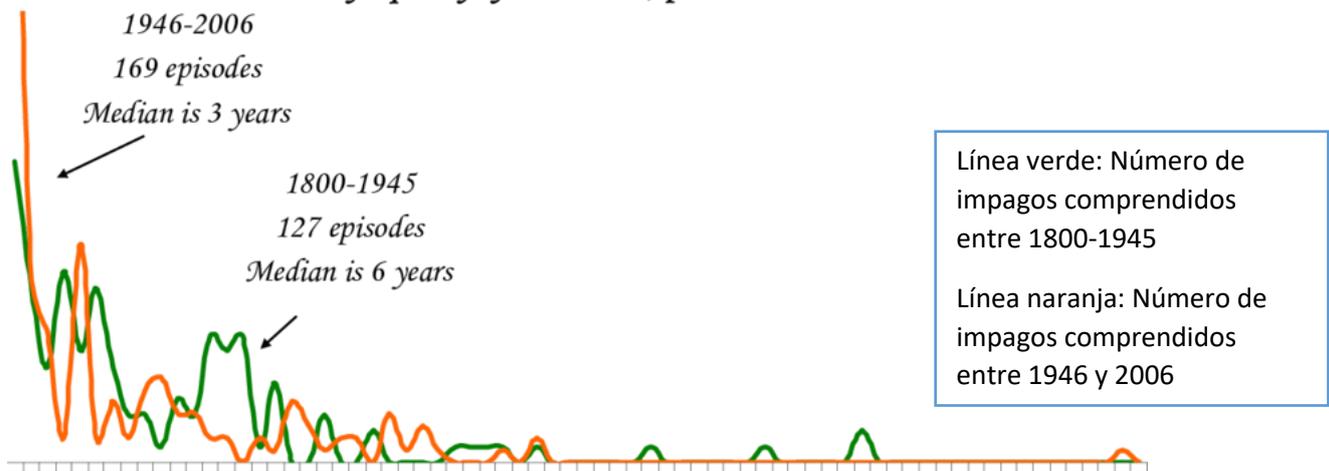


Figura 1: Lindert and Morton (1989), Macdonald (2003), Purcell and Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff, and Savastano (2003), Suter (1992), Standard and Poor's (various years) and authors' calculations. Notas: La duración de un período de incumplimiento es el número de años desde el año del incumplimiento hasta el año de la resolución, ya sea a través de la reestructuración, el reembolso o la condonación de la deuda. La prueba de Kolmogorov-Smirnoff para comparar la igualdad de dos distribuciones rechaza la hipótesis nula de distribuciones iguales al nivel de significancia del 1%.

En la Figura 1 podemos observar cómo se ha doblado la frecuencia de *defaults* entre ambos periodos temporales. Además, se debe tener en cuenta que el primer periodo consta de 145 años y 61 conflictos bélicos destacables, entre los cuales están los más sangrientos de la historia. Durante este periodo se han dado 127 episodios de *default*. En contraste con el segundo periodo que es menos amplio (60 años, 85 años de diferencia), se dan casi la mitad de conflictos bélicos que en el periodo anterior y tienen lugar 169 episodios de impagos.³ El aumento en los impagos se debe a una serie de factores, entre los que nos encontramos con la globalización, que aumenta la probabilidad de impago en el caso de una crisis o un ciclo económico recesivo. Un conflicto bélico también puede dar lugar a un *default* y suele ir acompañado de una gran inflación, que se traduce en pobreza para la

³ Los conflictos de ambos periodos están enumerados en el Anexo.

población, a menudo asociada al pago de una reparación del perdedor al ganador. Además, el aumento de los episodios de impagos se debe a un aumento en el número de Estados, además de a la globalización.

Otro dato digno de mención de la "vista panorámica" es que las duraciones medias de los períodos predeterminados estudiados varían considerablemente. En el período posterior a la Segunda Guerra Mundial la duración de los episodios de *default* es la mitad de lo que duraban durante 1800-1945 (3 años frente a 6 años, como se muestra en la ilustración 3). La interpretación de este hecho es que los mecanismos de resolución de crisis han mejorado desde los días pasados de la diplomacia agresiva, donde un estado demostraba su fuerza para resolver un conflicto exterior (Reinhart y Rogoff, 2008). Como ejemplo de cuán pésimos eran los mecanismos de resolución de crisis, destacamos el caso de Terranova (territorio en Canadá), que perdió nada menos que su soberanía cuando dejó de pagar sus deudas externas en 1936 y finalmente se convirtió en una provincia canadiense.

Otro caso es el de Egipto, entre otros, que se convirtió en "protectorados" británicos tras sus incumplimientos en los pagos de deuda (Reinhart y Rogoff, 2008). Al entender este factor, podemos comprender en parte por qué en el período de 1800 a 1945 se producían impagos cada 6 años de media, mientras que en segundo período se produce un nuevo impago en la mitad de tiempo. Un factor influyente es claramente la mejora de la resolución de crisis, y las grandes consecuencias que tenía un impago antaño. Una explicación alternativa apunta a la posibilidad de que, cuando los rescates son facilitados por entidades como el Fondo Monetario Internacional (FMI), los acreedores están dispuestos a dar más margen de pago a los clientes del FMI, pese a un incumplimiento recurrente por parte del estado cliente. Esto se traduce en que ha aumentado la confianza internacional entre estados y organizaciones internacionales a niveles nunca antes vistos.

El hecho es que, el número de años que separan los episodios de incumplimiento en el período más reciente es mucho menor. Una vez que se reestructura la deuda, los países se vuelven a apalancar con mayor rapidez (Reinhart & Rogoff, 2008).

Lo que se concluye de estos datos, es que la probabilidad y frecuencia de un *default* se ha duplicado entre ambos periodos, generalizando cada vez más los impagos y la reestructuración de la deuda, cuyas políticas se llevan a cabo gracias a un ámbito internacional pacífico donde se resuelven los conflictos con negociaciones.

Esto ha dado pie a la generalización a nivel mundial de episodios de reestructuración de la deuda soberana con más de 600 casos individuales en 95 países durante los últimos 60 años (FMI, 2012). En 450 de ellos, el club de París estuvo implicado en las reestructuraciones (deuda de gobierno a gobierno), mientras que los 186 restantes fueron reestructuraciones de deuda con acreedores privados (bancos extranjeros y tenedores de bonos).

La magnitud del problema general de la deuda que enfrentan hoy las economías avanzadas es difícil de describir. La combinación de una sociedad que envejece, un estado de bienestar social en expansión y el estancamiento del crecimiento de la población son problemas que necesitan una solución. Esta carga se ha visto agravada significativamente por los enormes aumentos de la deuda a raíz de las crisis económicas. En la década de los 80, los mercados emergentes poseían una deuda mucho mayor a los países desarrollados. Pese a ello, sus niveles de deuda se redujeron enormemente en la década antes de la crisis financiera de 2008, mientras que las economías avanzadas alcanzaron un pico no visto desde finales de Segunda Guerra Mundial. De hecho, desde 1800, los niveles actuales de deuda del gobierno central en las economías avanzadas se están acercando a un punto máximo en dos siglos, que podemos observar en la figura 2.

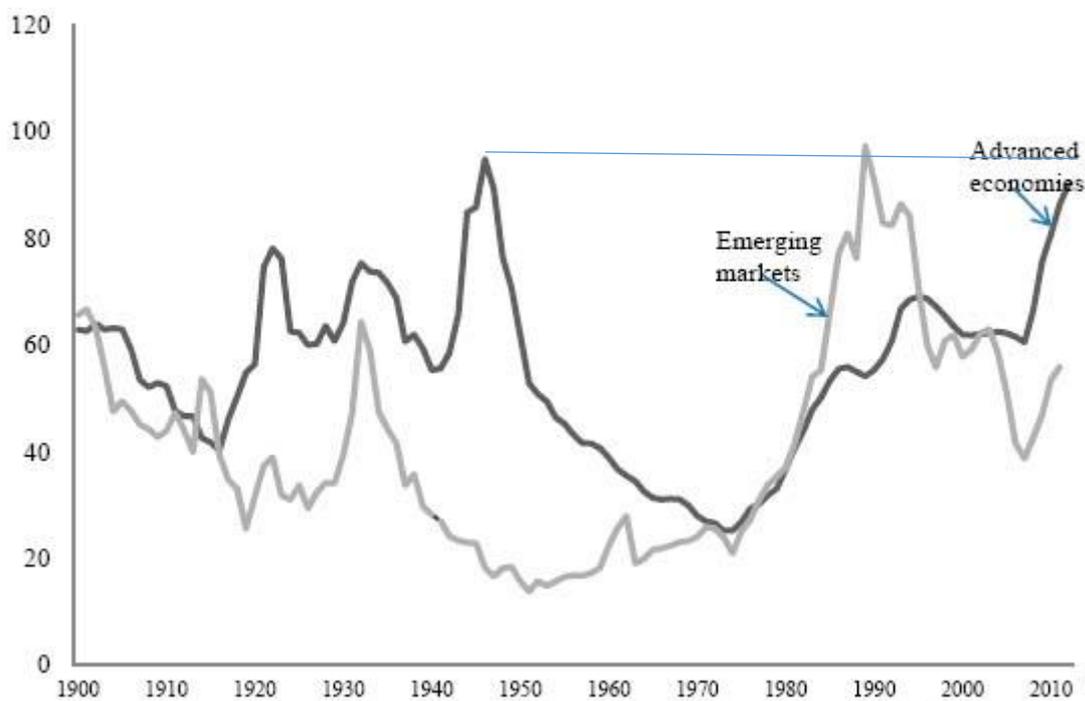


Figura 22: Purcell and Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff, and Savastano (2003), Suter (1992), Standard and Poor's (various years) and Reinhart, Carmen & Rogoff, Kenneth (2008)

Medidas de deuda más amplias en las que se incluyen pasivos estatales y locales lamentablemente no están disponibles a lo largo de un largo período histórico para muchos países (Reinhart y Rogoff, 2009), pero incluirlos casi seguramente haría que la actual carga de la deuda pública fuera aún mayor.

Además, surgen preguntas sobre qué podría ocurrir si las economías avanzadas superan el umbral marcado de deuda después de la segunda guerra mundial, donde el monto total de la deuda soberana mundial sobrepasaba ligeramente el 100% del PIB mundial. Por un lado, si existe confianza y estabilidad internacional podría establecerse un nuevo máximo histórico, para hacer frente a nuevos gastos e implantar medidas conservadoras para los problemas que afrontan las economías avanzadas respecto a estado de bienestar, el envejecimiento de la población y su estancamiento en cuanto a crecimiento. Por otro lado, si se genera desconfianza en el mercado o inestabilidad por

cualquier tipo de crisis, esto desembocará en problemas para los estados más débiles financieramente, ocasionando posibles impagos y sus consecuencias adyacentes, como ha sido el caso de Argentina. Como menciona Weisbrot (2016), la probabilidad de que se encadene en un futuro *defaults* de varios estados es cada vez más probable.

Como Kaminsky, Reinhart y Vegh (2004) han demostrado para el período de la posguerra, y Aguirre y Gopinath (2007) han modelado, en los mercados emergentes el endeudamiento tiende a ser extremadamente pro-cíclico. Tendencias favorables en los términos de intercambio de los países (lo que significa, por lo general, los precios altos de los productos primarios) generalmente conducen a un aumento de préstamos que resultan en impagos cuando los precios bajan.

Como se observó anteriormente, los incumplimientos también son bastante sensibles al ciclo de flujo de capital global. Cuando los flujos caen precipitadamente, los países tienen más probabilidad de caer en *default*. Hoy en día, existen índices que marcan el riesgo de la deuda de un Estado. Actualmente, existen tres índices principales: Moody's, S&P y Fitch. Estos índices sirven como indicadores para muchos agentes económicos, y como podría esperarse, a mayor riesgo mayor interés. Por esta razón, cuanto menos confianza genera la economía de un estado, mayor será el coste de su financiación.

Tras los datos descritos antes, podemos afirmar que existen países “seguros”, debido al riesgo ínfimo que existe de que estos países entren en default o reestructuración. Entre ellos, destacamos casos como Bélgica, Finlandia, Países Bajos o Dinamarca. Por otro lado, si nos centramos en Europa nos encontramos con estados con una deuda soberana alta, pero no excesiva como podría considerarse la deuda de Japón. Estos países son España, Francia o Italia, donde la deuda soberana se situará por encima del 120% del PIB según predicciones del FMI.

Factores que afectan a la sostenibilidad de la deuda

En este apartado, discutiré diferentes factores que hacen que la deuda sea sostenible. En primer lugar, hablaré sobre si el endeudamiento es nacional o extranjero y también de si la moneda de emisión de la deuda es en moneda local o extranjera. En segundo lugar, discutiré el papel de la inflación en el sostenimiento de la deuda. En tercer lugar, hablaré sobre los tipos de interés y que puede ocurrir en el caso de que estos vuelvan a subir.

En un futuro, los estados que carezcan de soberanía monetaria completa tendrán más dificultades para mantener los pasivos públicos. Los estados con una deuda soberana relativamente alta son Japón, Portugal, Italia y Estados Unidos, la cual, en última instancia, se ha visto incrementada por los costes asociados a la pandemia. Aunque el estado nipón sea el que ha acumulado la mayor deuda respecto de su PIB, posee monedas de reserva en su propio banco central, así como la deuda soberana que es emitida en su moneda local, el yen. Lo mismo ocurre en el caso de Estados Unidos, y por ello no son objeto de preocupación a corto plazo. Sin embargo, Italia sí presenta cierto riesgo, especialmente debido al incremento de la deuda contraída durante la pandemia. El país liderado actualmente por Sergio Mattarella pidió la condonación de la deuda poco después del comienzo de la pandemia (Nieves, 2020).

Como ya se observó hace años con el problema de Grecia, el escenario más probable es que el Banco Central Europeo (BCE) siga apoyando de manera incondicional la financiación de sus estados miembros con compras de bonos, ayudas y reestructuraciones. Bill Gross, quien dirigió el fondo privado más grande del mundo hasta 2014 en Pimco, explicó cómo la decisión de no declarar un evento de crédito en la amortización griega asienta un precedente muy peligroso en cuanto a la deuda soberana (2012, página 278).

Por otro lado, existe una relación entre la deuda y la inflación. Para explicarla mejor hacemos uso de un ejemplo. Imaginemos una persona con deudas, si hay tasas de inflación positivas, es decir, que el valor de su dinero aumenta, esta persona verá cómo el dinero que debe vale cada vez menos, y por tanto ve reducido el esfuerzo que debe hacer para devolver el dinero. Este ejemplo también se puede aplicar a un estado.⁴ Si un estado tiene crecimiento tendrá una inflación positiva, que óptimamente la inflación ronda el 2%, que le facilitará el pago de la deuda. Sin embargo, si el país no crece le costará más hacer frente a sus deudas, siendo el peor caso la deflación, que le costaría al estado aún más que antes. Es por ello, que es de extrema importancia para la sostenibilidad de un estado su crecimiento económico.

La deuda puede alcanzar cierto punto en el cual genera desconfianza en el mercado en general, dejando únicamente al banco central, en el caso de Europa, como comprador de bonos en el mercado. Esto desembocaría en un *default* parcial, que como hemos explicado anteriormente vendría en forma de inflación (si el estado tiene control de su propia moneda). Este caso se ha dado en Argentina durante la pandemia. El gobierno de Alberto Fernández aplazó hasta 2021 el pago de los bonos bajo la ley de Argentina y mantuvo los pagos de los estadounidenses, lo que se traduce en un *default* parcial. Para evitar el crecimiento de la deuda en paralelismo a Japón, el endeudamiento de hoy debe servir para generar la riqueza, crecimiento y sostenibilidad del mañana.

Otro factor a tener en cuenta para la sostenibilidad de la deuda son los tipos de interés, que llevan más de 4 años negativos. Esto quiere decir que los estados obtienen financiación gratuita, pero pese a ello, en muchos estados no se ha visto un crecimiento

⁴ Con inflación positiva nos referimos a una subida de precio. Esta subida debe ser controlada para no reducir el poder adquisitivo de la población. Se puede originar por crecimiento económico, o bien por emisión de moneda.

del PIB adecuado. Los gobiernos deben de hacer crecer el PIB a través del endeudamiento, ya que el crecimiento del PIB alivia la carga de la deuda y la reduce proporcionalmente.

Los tipos de interés nulos que marca el BCE son los estabilizadores de la sostenibilidad de la deuda en Europa. Cuanto menor sea el tipo de interés aplicado a la deuda (i) acompañado de crecimiento (t^o o tasa de crecimiento), menor será el saldo primario necesario (superávit primario) para que la deuda pública sea sostenible (Cecchetti & Schoenholtz, 2008). Por ello, para delimitar de cuanto espacio fiscal dispone un estado en determinado momento, debemos calcular el interés de la deuda menos el crecimiento ($i-t^o$). Generalmente, hasta hace 5 años, la ratio $i-t^o$ siempre era positiva debido a los tipos de interés positivos que rondaban entre el 4 y 1,5%. Actualmente, los tipos de interés son negativos en Europa debido a que el BCE lo estableció en 0% en 2016. Lo esperado es que el crecimiento sea bajo, pero este estará por encima de los tipos de interés o al menos igualado, aspecto que durante la pandemia no se cumple, ya que se gasta más y se produce menos, debido a un periodo cíclico anormal causado por la pandemia.

Para comprender en profundidad vamos a explicar más el sistema financiero y su financiación, con el objetivo de comprender mejor la economía en su conjunto. La deuda y los déficits fiscales han aumentado a la par. El aumento de la deuda puede ayudar a la economía en su conjunto, pero puede ser peligroso para algunos estados, al igual que para las personas. Pueden pedir prestado demasiado y terminar con más deudas de las que pueden manejar, acentuados por los tipos tan bajos respecto al crecimiento ($i-t^o$), que además hacen que los niveles de deuda de la mayoría de las economías avanzadas sean manejables. Este es un problema muy presente en la sociedad estadounidense y otras, donde el ciudadano medio pide prestado constantemente debido al consumismo y otros factores. Este hecho se traduce en una pérdida de riqueza para el ciudadano. Podría

argumentarse que se debe a la falta de una reglamentación que regule la agresividad de las instituciones financieras, quienes contratan expertos para sacar el máximo crédito posible a cada tipo de individuo. Por ejemplo, en EEUU el endeudamiento de los consumidores llegó a alcanzar una nueva cifra: 4 billones de dólares, el mayor nivel en la historia del país (BBC, 2019). Solo en tarjetas de crédito un adulto promedio tiene más de US\$4.000 en deuda.

Algunos países todavía tienen un margen de maniobra considerable, pero asumir que la ratio $i-t^o$ permanecerá siempre bajo es peligroso (Cecchetti & Schoenholtz, 2008). Por ello, una ligera modificación de los tipos sería muy dañina para los estados que sostienen deudas muy pesadas, debido a que, si i sube, se debe realizar una contracción fiscal importante para estabilizar la deuda. Un ejemplo sería Japón, que tendría que desplomar el gasto público (o subir impuestos) para conseguir un superávit fiscal, mientras que como caso contrario tendríamos a Alemania que únicamente necesitaría un superávit primario pequeño.

Volvamos al caso japonés que tiene una gran deuda y sensibilidad a los tipos de interés. El estado nipón bajó los tipos de interés en 2010 un 0,1 al 0%, mientras que en el 2016 hizo lo mismo, estando ahora al -0,1%, ya que dispone de flexibilidad a la hora de aplicar los tipos gracias a su banco central. Un caso similar se observa en Europa, que realizó lo mismo hasta llegar a umbrales del -0,5%. Estos tipos de interés negativos dan la sensación de que han venido para quedarse, ya que llevan más de 4 años establecidos. Los tipos de interés negativos marcados por el BCE y otros bancos centrales son un problema, al que se suma la imposibilidad de subirlos con facilidad debido a la gran deuda que han contraído los estados. Para subir los intereses, los estados necesitarían de superávit que es difícil de conseguir. En mi opinión, lo ideal sería establecer un plan de

eficiencia para todos los estados europeos, ligado de planes para el crecimiento y la sostenibilidad.

Los intereses bajos facilitan el endeudamiento, tanto como de instituciones financieras como para las empresas e individuos. Esto es un hecho perjudicial para el Estado ya que la relación PIB/deuda lastra el crecimiento a largo plazo, alrededor del 90-100% del PIB (Checherita & Rother, 2012).

El punto de inflexión en el cual el monto total de la deuda empieza a perjudicar el crecimiento varía en función del autor. Según Checherita y Rother (2012) el efecto de crecimiento de la deuda puede comenzar a partir del 70-80% de deuda sobre el PIB, lo que requiere más políticas de endeudamiento prudentes. Dos años antes Rogoff y Reinhart publicaban un artículo con unas conclusiones muy parecidas en las cuales el crecimiento de un estado se veía lastrado por deudas mayores al 90%. Muchos medios tomaron esta información como falsa o como un artículo fallido, pero hoy en día son hechos demostrables históricamente. Al mismo tiempo, existe evidencia de que la deuda pública y el déficit están relacionados directamente con el crecimiento del PIB per cápita. Por ello, la deuda pública y el déficit influyen en factores clave para el crecimiento económico, estos son: ahorro privado; inversión pública; productividad total de los factores (PTF), monto total de la deuda soberana a largo plazo y tipos de interés (Checherita & Rother, 2012).

En España, la deuda de las empresas ha retomado la senda alcista alcanzando el 102% del PIB, tras años de caídas, al igual que está sucediendo con los ahorros de las familias (Nieves, 2020). La deuda total de la economía española alcanza el 251,3% del Producto Interior Bruto (PIB) (Faes, 2020). Por su parte, la deuda de las Administraciones Públicas escaló en el mismo trimestre hasta el 110,1% del PIB (Faes, 2020).

Como ejemplo de medida para intentar paliar el crecimiento de la deuda soberana, el gobierno nipón decidió que, desde el 1 de octubre de 2020, el IVA pasaría a ser del 8% al 10% (Sánchez de la Cruz, 2020). Como resultado, sumado a la contracción económica causada por la pandemia, el PIB se contrajo un 6,3% interanual entre los meses de octubre y diciembre (Sánchez, 2020). El gasto de los hogares se ha hundido un 11,3% respecto al ejercicio anterior (Sánchez, 2020). Cabe destacar que ya había ocurrido un caso similar en 2014 sin pandemia donde se vio un retroceso del 7,4% (Sánchez, 2020). La caída en el consumo del último año también se ve incrementada por la pandemia, donde para mitigar los datos el gobierno de Abe opta por elevar los desembolsos a las Administraciones Públicas a una tasa interanual del 4,6%, con el objetivo explícito de compensar la caída del consumo (Sánchez, 2020).

Un hecho para los estados hoy en día es que los gobiernos de economías avanzadas pueden aprovechar las tasas de interés bajas para pedir prestado y gastar sin límite para apoyar la economía. Pero el hecho es que siempre hay un límite, y puede aparecer antes de lo que muchos creen (Rajan, citado en Nieves, 2021).

El ex miembro del FMI (Rajan) resalta que el inversor debe asegurarse, al comprar deuda en el mercado primario, de que los ingresos actuales y futuros del gobierno son suficientes para cubrir su deuda acumulada. Además, el exgobernador del Banco Central de la India explica, si los fondos recaudados a través de la nueva deuda emitida se invierten en proyectos de infraestructura que den un alto rendimiento (económico), los ingresos futuros adicionales pagarán la deuda adicional. Sin embargo, si el dinero se gasta en transferencias sociales sin un impacto en el crecimiento, el límite finalmente se hará visible (Rajan, citado en Nieves, 2021). Esto se debe también a que el economista indio piensa que los estados no implantarán programas de austeridad por su coste político e impopularidad, al igual que tampoco ve factible una subida de impuestos sustancial que

reduzca la deuda pública (Rajan, citado en Nieves, 2021). Como última opción estaría el default, pero no es algo que se plantee un Estado, excepto como último recurso.

Según Rajan, no será extraño ver en un futuro próximo una mayor inflación. Esto se dará principalmente en estados que tiendan a implantar políticas divisivas que normalmente fomentan un mayor gasto, pero no mayores ingresos, debido entre otras cosas, a su poca capacidad de recaudación fiscal. Por ello, no será extraño ver una inflación mayor en el futuro próximo (Rajan, citado en Nieves, 2021).

Además, tras todas estas afirmaciones podemos observar que existe cierto límite parcial, en función del estado. Se podría calcular respecto al índice de riesgo de la deuda (que indica la confianza de los inversores y también marca el precio de la financiación), el margen fiscal estatal, y la capacidad de un estado para financiar su deuda.

4. Casos de Estudio:

Los casos de estudios que a continuación reviso son interesantes porque ilustran algunos de los factores que afectan a la sostenibilidad de la deuda y que por tanto aumentan la probabilidad de impagos. Por un lado, entre ellos nos encontramos con Japón. El Estado asiático lleva décadas estancado económicamente y su deuda incrementa constantemente superando más del 200% y sin expectativas de que esta cifra baje, mientras que, en otros estados con deudas mucho menores, sí que contraen problemas con su deuda.

Por otro lado, Argentina nunca ha sostenido una deuda pública muy grande y aun así ha sufrido diversos impagos y crisis financieras (Nieves, 2021). Concretamente, Argentina fue incapaz de sostener una deuda pública de menos del 50% de su PIB. Esto nos indica que el límite de la deuda es en gran parte dependiente de la capacidad de los estados de obtener financiación para su deuda, sea alta o baja.

Finalmente, el caso de la zona euro es interesante porque muestra las dificultades adicionales que estos países pueden enfrentar al emitir su deuda en Euros, moneda cuya emisión no controlan.

4.1. Japón

Como se ha dicho en la revisión de la literatura, uno de los factores que afecta a la sostenibilidad de la deuda es si la deuda pública es doméstica o extranjera. Para calcular el límite de la deuda de un Estado es importante tener en cuenta ciertas variables, como si los acreedores de deuda son nacionales o internacionales. Por ejemplo, la gran mayoría de la deuda japonesa es comprada por los japoneses, lo cual le proporciona al estado una buena situación financiera (Ventura, 2020).

Japón tiene actualmente un nivel de deuda tan elevado que existen dudas sobre si el país sería capaz de pagar el monto total de su deuda (Pham, 2017). Para comprender la situación de deuda en Japón, se debe entender cómo el gobierno hace frente a sus obligaciones de pago de deuda soberana anuales y servicios públicos (Pham, 2017). Para cubrir el déficit de fondos que se origina en la economía doméstica japonesa, el gobierno nipón emite bonos o pagarés y los vende a los inversores junto con el pago de intereses (Pham, 2017).⁵

Si el monto total de la deuda respecto al PIB es pequeño, el pago de intereses tendrá un valor reducido. Pero a mayor cantidad que pida prestada un gobierno, los intereses aumentan y el nivel de deuda nacional aumenta y, por lo tanto, los inversores se

⁵ Déficit de fondos: La diferencia negativa entre la caja generada operativa y el uso de fondos. La diferencia deberá ser financiada con deuda.

preocupan más por el riesgo de incumplimiento. Cuanto mayor sea el riesgo de incumplimiento, mayor será la tasa de interés del bono. Para reducir la carga de la deuda, el banco central de Japón reduce la tasa de interés (i) y compra bonos del gobierno para suministrar más efectivo al sistema financiero. En teoría, esto minimiza artificialmente el reembolso total de intereses (Pham, 2017).

Con base en esta tendencia, podemos determinar cuándo el gobierno no tendrá suficientes ingresos fiscales para cubrir los pagos de intereses. Puede verse esta tendencia usando el gráfico a continuación:

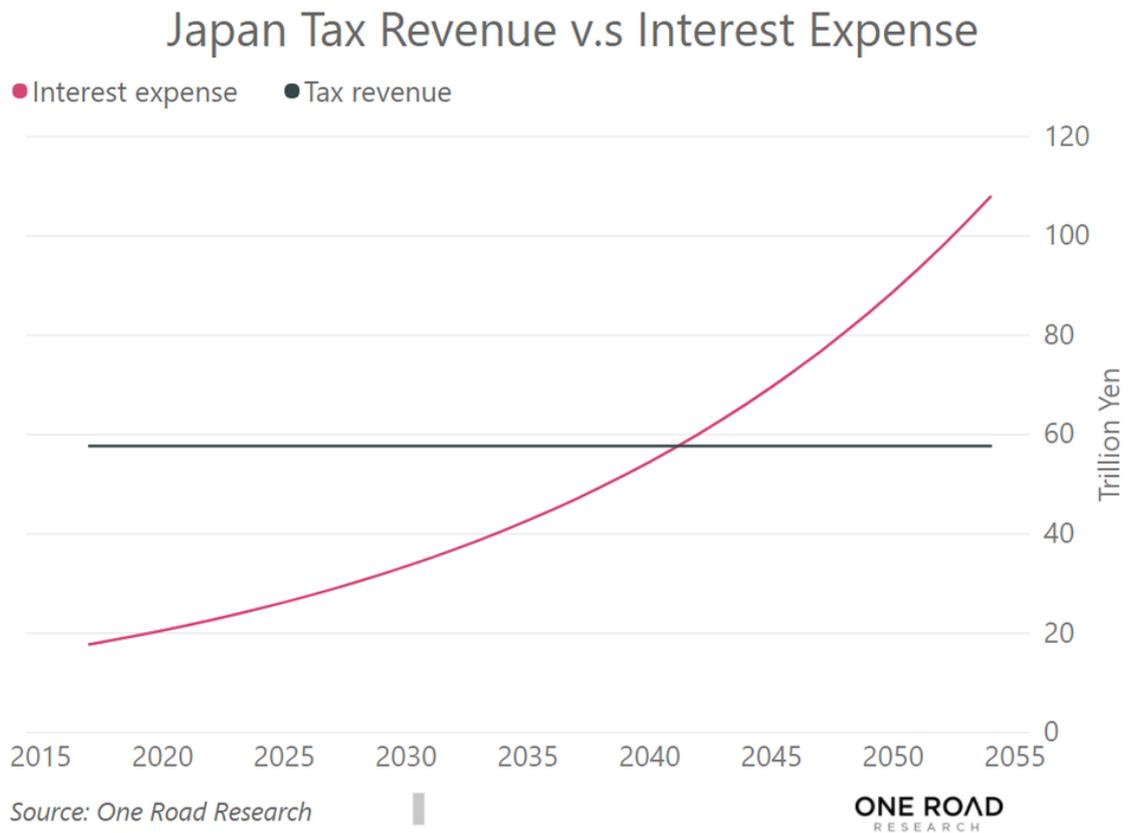


Figura 3: Datos obtenidos de los ingresos fiscales de Japón versus los intereses de One Road Research

Para 2041, suponiendo que los ingresos fiscales se mantengan constantes y que no haya ningún impacto económico, los pagos de intereses en Japón superarán los ingresos

fiscales. Se debe de tener en cuenta que también asumimos que la tasa de interés se mantendrá en 1,1%, porque si esta cifra aumenta, el gobierno entrará en impago más rápido y viceversa (Pham, 2017).

Esta situación es sostenible gracias a la situación privilegiada de Japón. Como hemos mencionado antes los japoneses compran la mayor parte de la deuda japonesa, lo que se conoce como deuda interna. Esto se debe a que los fondos de inversión japoneses y japoneses se conforman con beneficios no muy altos. Estos beneficios se producen a través de la deflación en momentos determinados que hace que la deuda pública y otros activos sean más atractivos (Pham, 2017).

Por ejemplo, si el precio de los bienes cae un 1% mientras que los bonos del gobierno rinden un 1%, entonces el rendimiento total sería del 2%. Los inversores japoneses están actualmente satisfechos con estos rendimientos, pero el país tiene que aumentar el ahorro nacional para que los compradores nacionales sigan comprando nueva deuda pública (Pham, 2017). Sin embargo, la población de Japón se está reduciendo y envejeciendo, por lo que es muy dudoso que el país pueda aumentar los ahorros nacionales hasta un punto en el que la compra de bonos del gobierno sea sostenible (Pham, 2017).

Los economistas Thomas J. Sargent y Neil Wallace demostraron hace casi 40 años que los gobiernos pueden emitir deuda pública hasta un cierto umbral. No llegaron a un número con su fórmula, pero sí demostraron que el endeudamiento tenía límites. Aparte de ese límite real, existen dos tipos de consecuencias que se dan al no poder hacer frente a los pagos de la deuda soberana. Se puede dar en forma de un incumplimiento total o, un incumplimiento parcial por inflación siempre y cuando la deuda esté emitida en la divisa nacional que el banco central pueda crear (Cecchetti & Schoenholtz, 2008).

Stephen G. Cecchetti y Kermit L. Schoenholtz (2008) lamentan que actualmente aún no se pueda llegar a calcular el límite de la deuda soberana, ni si quiera llegar a saber si nos encontramos cerca o lejos de ese límite. Esto se debe principalmente a la ausencia de una fórmula. Para su cálculo influyen infinidad de factores que varían constantemente. Existen grandes diferencias entre las capacidades de endeudamiento de los Estados. En Japón, se han mantenido los rendimientos de los bonos por debajo del 1% durante más de una década. Como un caso contrario tenemos a Argentina, que con una deuda de menos del 50% de su PIB entró en impago en 2001. Y no solo eso, sino que el año pasado volvió a entrar en default con una deuda pública del 80% sobre el PIB (Smink, 2020) como explico a continuación.

4.2. Argentina

Para realizar una aproximación a cómo calcular el límite de la deuda en un Estado debemos esclarecer qué factor es el más relevante, en cuyo caso nos encontramos con la solidez de la economía que es la que genera confianza en el mercado frente a inversores, ya que es el motor que respalda la deuda (Nieves, 2021). Actualmente, a los estados desarrollados que poseen la deuda emitida en su propia divisa se les considera un activo libre de riesgo (Nieves, 2021). Entre ellos nos podemos encontrar con estados como Alemania o Estados Unidos con una deuda libre de riesgo ya que se considera que son estados muy solventes y que muy difícilmente no podrán hacer frente a sus pagos, ya que además poseen de instrumentos económicos para mitigar crisis (Raisin, 2021).

Es importante mencionar las consecuencias que provoca el impago de deuda de un estado en la esfera internacional. Para ello vamos a mencionar a Weisbrot (2016) quien explica que Argentina sirve como Estado referente para los muchos otros estados cuya carga de deuda actual es insostenible. Este autor trata de este tema en numerosos artículos y en su

libro *“Fracaso. Lo que los ‘expertos’ no entendieron de la economía global”*. Es por ello, que la actitud que tomen los acreedores privados y los organismos de crédito con Argentina serán un precedente para otros países (Weisbrot, 2020). Los acreedores deben aceptar la realidad de que la carga de la deuda insostenible solo conducirá a crisis peores en el futuro. En este momento crucial de la recesión y la pandemia mundial, muchas vidas pueden depender de esta comprensión, ya que en caso contrario podría terminar en una pequeña cadena de impagos en otros países en crisis (Weisbrot, 2020).

Argentina ha originado desconfianza a los inversores en la esfera internacional debido a los últimos casos de impagos. Debido a esta desconfianza, es muy raro que algún estado u organización compre su deuda, y en las negociaciones para redefinir la deuda no tienen bazas, salvo la negación de pagar sus deudas (Smink, 2020). El primer conflicto que generó esta desconfianza tuvo lugar a finales de 2001, en medio de una crisis económica y política, en la cual el parlamento argentino anunció el mayor cese de pagos de la historia moderna. El monto total de la deuda impagada ascendía a 102mil millones de dólares (Smink, 2020). Desde este hecho, Argentina ha ido renegociando la deuda todos los años con numerosos encuentros con sus acreedores. La mora y sus intereses fueron pagados en función del acreedor, el FMI fue el primero en ver pagada su deuda, de un solo pago, en 2006 (Smink, 2020).

Otros acreedores privados tuvieron que esperar, hasta que cierta confianza en Argentina fue restaurada en 2010 al aprobar la nueva oferta de canje. Con esta operación, Argentina esperaba salir definitivamente del cese de pagos que sólo logró reparar parcialmente en 2005, cuando concretó una millonaria reestructuración. Gracias a aquel canje, Argentina logró una quita del 65,4% de sus deudas por un valor de 80.000 millones de dólares, pero acreedores con bonos por un valor total de 20.000 millones de dólares no se adhirieron a la reestructuración (Efe, 2010). El estado argentino dio por superado el

cese de pagos, pero en la práctica el hecho de que hubiera quedado fuera de la reestructuración semejante volumen de deuda le impidió a Argentina librarse del lastre del default (Efe, 2010).

Independientemente, Argentina estuvo sin acceso a los mercados desde 2001 durante 15 años, debido a las disputas con los denominados fondos buitres. Entre las disputas destaca el embargo de la flota argentina en Ghana a petición de esos fondos buitres durante 77 días. Como hemos observado, las relaciones de un estado con sus acreedores de deuda son muy importantes. Como ejemplos tras el default de 2001 destaca el pago en efectivo de 8.500 millones de dólares en febrero de 2016, en el cual Argentina paga a los tenedores de bonos que demandaron al país en la corte de Nueva York, EE. UU (Smink, 2020).

Posteriormente, el Congreso argentino bajo el liderazgo de Mauricio Macri estableció una cifra límite para la emisión de deuda pública en forma de nuevos bonos (letras, bonos y obligaciones del estado) de 12.500 millones de dólares (Pardo, 2019). Esta medida se tomó para evitar nuevos defaults y controlar más la deuda. Pese a ello, Argentina ha vuelto a entrar en default en 2021 al no hacer frente al pago de bonos de sus acreedores privados, haciendo un default selectivo de 503 millones de dólares, ya que la deuda total alcanza los 320 mil millones de dólares (se aproxima al 90% de su PIB) (Smink, 2020). Con esto podemos observar cómo Argentina tiene dificultad para mantener un sistema financiero estable.

Hoy en día, el hecho de que la deuda de un estado desarrollado y emitida en su misma divisa sea considerada como un activo libre de riesgo, es erróneo. Este hecho es erróneo ya que un estado actualmente puede aumentar su deuda en muy poco tiempo, y perder gran parte de sus ingresos, lo que en un futuro desembocará en un problema mucho mayor. Por el contrario, la deuda emitida por un Estado menos competitivo (en estos casos

se puede emitir la deuda con otra divisa como dólares o euros), con divisas más volátiles e inflación menos estable no suele despertar tanto interés entre los inversores, por lo que tiene que pagar más intereses para atraer dinero. Uno de los mayores problemas de las economías emergentes que agravan la deuda es que su deuda se emite en dólares lo que la hace vulnerable a una depreciación del dólar. En otras palabras, una deuda grande, pero de 'calidad', puede ser sostenible de una forma más sencilla, mientras que una deuda pequeña y menos fiable puede obligar a un país a entrar en impago si no encuentra financiación (Smink, 2020).

Así pues, el caso argentino es un buen ejemplo de que una deuda relativamente baja puede no ser sostenible si el estado no hace un buen uso de sus capacidades económicas y realiza una distribución de los recursos ineficaz, sumada a otra gran variedad de problemas como la incapacidad de maniobrar ante ciclos económicos (ocurre al tener una deuda extensa), corrupción, economía sumergida...

4. 3. Zona Euro

En Europa se han llevado a cabo medidas para reducir el déficit en 2011-2013 a raíz de la crisis de deuda soberana (Angerer, 2021). La base jurídica para estas medidas está presente en los Artículos 3, 119 a 144, 136, 219 y 282 a 284 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE); y los protocolos nº12⁶ y nº13⁷. Como resultado, destacan el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), el Pacto Presupuestario y diversos tratados que buscan la estabilidad financiera en la UE (Angerer, 2021). Pese a ello, durante la pandemia gran parte de los gobiernos no ha implantado ninguna medida restrictiva respecto al gasto estatal (alentados por el FMI y siguiendo la senda de países

⁶ Protocolo (nº 12): Explica y detalla el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo

⁷ Protocolo (nº 13): Trata sobre los criterios de convergencia, anexos a los Tratados.

como Estados Unidos). El “cinturón” impuesto en algunos estados para reducir el gasto público fue levantado en todos los casos con la llegada de la pandemia a Europa, debido al mínimo margen fiscal que tienen los estados actualmente.

Durante la crisis causada por la pandemia, que aún continúa, se han desplegado numerosas ayudas para las familias y empresas. Este factor eleva la deuda pública de todos los estados. En el caso de España, se disponen instrumentos como el Expediente de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) y otros, que están siendo prolongados. Esto elevará la deuda de España por encima del 120%, según las previsiones del FMI. Países como Italia superarán el 150% del PIB, mientras que otros como España se quedarán en un 124% y Alemania rondará el 70-75% de deuda pública sobre PIB (Nieves, 2021).

En la zona euro los rendimientos de los bonos soberanos han ido cayendo a pesar del creciente endeudamiento, y han aumentado las vulnerabilidades a más largo plazo (Pardo, 2019). La disminución gradual de los rendimientos soberanos desde el último IEF ha sido más notable en los países más afectados por el Covid-19.⁸

Otros factores a tener en cuenta en la zona euro son el aumento de la deuda pública y deuda de los fondos de inversión en deuda corporativa de mayor duración y menor calificación refleja un entorno de mercado cambiante. Los rendimientos de los bonos han disminuido en la zona del euro y a nivel mundial, lo cual indica que los inversores en general no están preocupados por el riesgo de incumplimiento, sobre lo que se considera ampliamente como “deuda segura” (European Central Bank, 2020, pág. 38).

En contraposición, los fondos de inversión ya han demostrado su preocupación reduciendo el total de su inversión en deuda pública, que denota pérdida de confianza. Los fondos de inversión tienen el menor importe de deuda soberana desde 2009, en

⁸ IEF: Informe de Estabilidad Financiera

especial la deuda pública cuyos bonos solo son rentables porque están intervenidos por el banco central (Escribano, 2021). Actualmente los fondos tienen en su poder bonos por valor de 19.999 millones, su peso sobre el total de la deuda en circulación cae a un mínimo histórico, hasta el 1,78%. A diferencia de los fondos de inversión el BCE ostenta un total del 28,83% de la deuda soberana, que es un total de 323.396 millones de deuda (Escribano, 2021).

En Europa y en todo el mundo, España es considerada como la peor deudora en cuanto a número impagos, ya que supera en *defaults* a todos los Estados del mundo. El estado ibérico consta de 14 impagos desde el s. XVI. Si se convirtieran los pagos a valores de monedas actuales, tendrían unos valores mínimamente comparables, o bien similares a los ocurridos en Argentina o Francia (Seitz, 2015).

5. Estudio del impulsor de la deuda: ¿el Estado de bienestar?

Para finalizar, exploro qué papel juega el estado de bienestar y su crisis en la sostenibilidad de la deuda y por tanto en la probabilidad de impagos.

El estudio del Estado de bienestar consta de los siguientes puntos. En primer lugar, se analizará el origen del Estado de bienestar. Posteriormente, se describen y diferencian los tres principales tipos del Estado del Bienestar. Lo siguiente en explicar son la finalidad u objetivos que persiguen las sociedades al implementar un modelo de bienestar. Por último, se explican los factores y causas fundamentales que han producido que el modelo de Estado del Bienestar entre en crisis, señalando el problema del envejecimiento de la población, el paro/empleo, la globalización, la transformación de la familia, y, por último, las crisis cíclicas del capitalismo. Para finalizar, se formulan unas reflexiones sobre cuál es el futuro del Estado del Bienestar en un mundo globalizado y cómo este puede influir directamente en la deuda soberana.

5.1. Orígenes

Para comenzar hablando sobre el Estado de bienestar es necesario conocer brevemente sus orígenes y evolución. *“Autores como Sachs (1992), Orr (1953) y Shonfield (1950), concuerdan en la aparición masiva de la pobreza momentos después de la finalización de la Segunda Guerra Mundial. La economía de mercado deja de lado a una gran masa de personas víctimas de la economización de todas las relaciones. Todas estas personas quedan excluidas de tierra, agua y otros recursos que entran a formar parte del capital adquirido a través de la economía de mercado.”* (Sabogal & Hurtado, 2009, 197).

Un factor destacable se da en 1948 cuando el Banco Mundial define como pobres a aquellos países con un PIB per cápita inferior a 100 dólares. Esta decisión del BM definió a dos tercios de la población mundial como estados pobres (Sabogal & Hurtado, 2009). En este momento el ingreso de las naciones empezó a diferenciar a países pobres y ricos, y la solución obvia en este caso era promover el crecimiento económico. La finalidad de promover el crecimiento económico era que los países recién nombrados como “pobres” logaran dejar de pertenecer a la gran lista. (Banco Mundial, 1992)

El Estado de Bienestar surgió a partir de la implementación de sistemas impositivos basados en criterios redistributivos y el establecimiento de impuestos de carácter progresistas (Velarde y Cercas, 1999)

5.2. Diferentes modelos del Estado de bienestar

Dentro del estado de bienestar podemos encontrar diferencias en función de sus características. El sociólogo Gøsta Esping-Andersen distingue entre tres tipos de estado del bienestar a partir de las diferencias entre las características de los derechos sociales, la estratificación social y la relación existente entre el Estado, el mercado y la familia (Esping-Andersen, 1990). En primer lugar, se encuentra el modelo liberal, propio de los

países anglosajones como puede ser el Reino Unido, Estados Unidos o Canadá. Posteriormente, se encuentra con el modelo socialdemócrata, propio de los países nórdicos. Por último, nos encontramos con el modelo continental o corporativista característico de países como Alemania, Francia y Austria. Además, de los tipos mencionados anteriormente, nos encontramos con un subtipo dentro del modelo continental, este modelo sería el propio de los países del sur de Europa como España, Italia, Grecia y Portugal (Esping-Andersen, 1993).

El objetivo primordial de Esping-Andersen fue complejizar la mirada que hasta ese momento se tenía sobre los Estados del bienestar. Pese a ello, como consecuencia de la concepción del investigador danés, la relevancia para las sociedades fuera del mundo industrial tradicional es necesariamente cuestionada. ¿Los estados en vías de desarrollo encajan en la taxonomía explicada del Estado de bienestar, o las sociedades como la India o Corea del Sur requieren una tipología diferente? Una respuesta fue elaborada por Nita Rudra (2008), quién distingue entre los estados de bienestar protectores y los productivos. La India sirve como un ejemplo común de estado protector, y Corea del Sur de estado productivo (Engelstad, 2017). La mercantilización y la des-mercantilización son centrales a la concepción de Rudra, pero ambos procesos tienen atribuidos un papel diferente al del análisis de Esping-Andersen (Engelstad, 2017).

5.3. Objetivos del estado de bienestar

El estado de bienestar, así como sus objetivos han demostrado adaptabilidad a los cambios del entorno cambiante, la finalidad de los mismos ha evolucionado para adaptarse a los cambios políticos, económicos y sociales. Tras la finalización de la Segunda Guerra Mundial, la implementación y consolidación del Estado del Bienestar se llevó a cabo a

través de una fórmula consistente en proporcionar asistencia y apoyo a aquellos ciudadanos que se encontraban en situaciones de necesidad causadas por las desigualdades generadas por el mercado. Por ello, se otorgó un papel central a los sindicatos en la negociación colectiva (Offe, 1994). Según Bandrés (1994), los objetivos del Estado del Bienestar se pueden agrupar en tres bloques (Fernández, 1999)

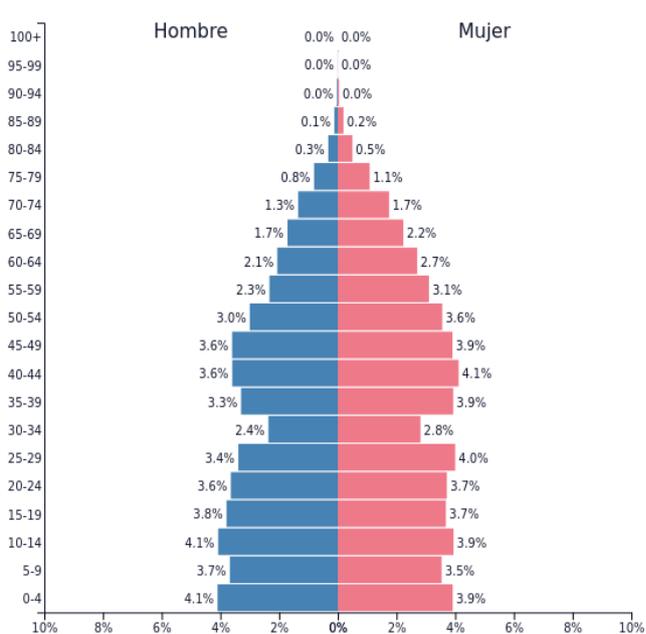
El primer bloque es la seguridad económica, que se orienta a mantener estándares de vida en todo momento, independientemente de si son sucesos inesperados como una enfermedad y el desempleo, o esperados como la vejez (Fernández, 1999). El segundo es la reducción de la desigualdad, mediante la redistribución que puede ser implantada estableciendo un sistema impositivo de carácter progresivo, o partir del aumento del gasto público social. No obstante, respecto a este punto cabe hacer un matiz. El Estado del Bienestar no ha pretendido en ningún momento la eliminación completa de la desigualdad en la sociedad sino gestionarla (Fernández, 1999). Por último, el tercer bloque se basa en las políticas de eliminación y reducción de la pobreza, como los subsidios por desempleo o el salario mínimo interprofesional.

5.4. La Sostenibilidad de la deuda y la crisis del estado de bienestar

No obstante, en la actualidad nos encontramos ante la llamada crisis del Estado del Bienestar. Las fuerzas globales, los cambios demográficos y la transformación de la familia han producido nuevos impactos en las sociedades occidentales. Los pilares básicos que sustentaban el Estado del Bienestar tras la guerra han perdido por completo su eficacia y validez (Esping-Andersen, 1996), pero ello no quiere decir que el estado de bienestar no haya podido adaptarse.

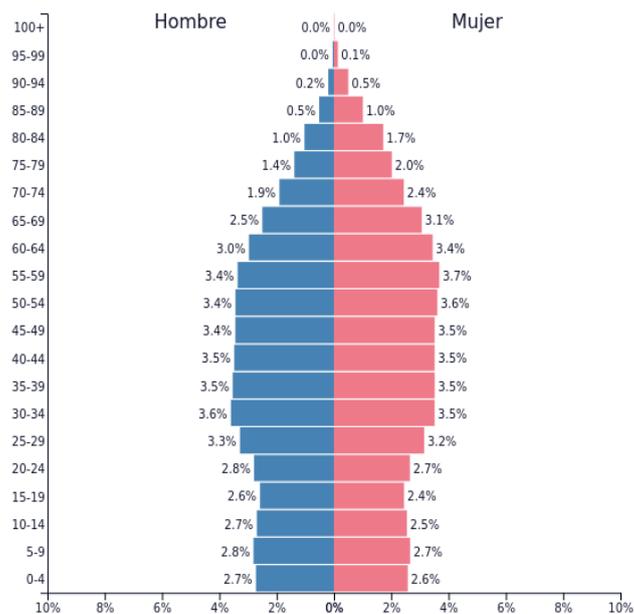
Además, hay una gran relación que tienen el Estado de Bienestar con deuda, que cada vez aumenta más en los estados desarrollados (Gamble, 2017). Para entender bien la relación entre ambos debemos comprender que un Estado de Bienestar ineficiente e improductivo lastra la deuda soberana, debido a problemas estructurales. Si el Estado de Bienestar de un Estado es ineficiente, hará que aumente la deuda soberana y que el PIB no crezca a su debido ritmo. En sí, no es la expansión del estado de bienestar lo que lastra y hace aumentar la deuda soberana, sino las ineficiencias en el estado de bienestar. Esto se traduce en un desajuste en la balanza de pagos, más gastos que ingresos que llevan posteriormente a un déficit. Un ejemplo de desajuste o ineficiencia en el Estado de bienestar es no tomar medidas respecto al aumento de la esperanza de vida, como aumentar la edad de jubilación, que pondremos un ejemplo más adelante.

El envejecimiento de la población supone un problema para dos de los pilares del Estado del Bienestar, además de ser de los más costosos: las pensiones y la sanidad. En el año 1950, sólo el 12% de la población europea tenía más de 65 años. Se calcula que para el año 2050, más del 36% de la población europea tendrá más de 65 años (Centro Internacional sobre el Envejecimiento, 2019). En el siguiente gráfico se ilustra cómo la población europea a través del paso de los años ha ido disminuyendo de forma considerable.



PopulationPyramid.net

Europa Occidental - 1950
Población: 142,413,984



PopulationPyramid.net

Europa - 2018
Población: 746,419,435

Figura 4: Pirámide poblacional de Europa Occidental en 1950

Figura 5: Pirámide poblacional Europa 2018

Datos obtenidos de PopulationPyramid.net

No obstante, el Estado del Bienestar se construyó bajo la premisa de un ciclo de vida que ya no se sostiene: una gran parte de la población trabajaría y recibiría remuneración durante 40-45 años, culminados por alrededor de 10 años jubilación. Es decir, no se esperaba que las personas vivieran más de los 75 u 80 años. En 1960, había 7,5 personas en edad productiva por cada persona mayor de 65 años. Sin embargo, la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) prevé que en el año 2040 esta tasa se reducirá a 2,5 personas trabajando por cada persona jubilada. Por lo tanto, nos hallamos ante un posible escenario complicado donde predominen las jubilaciones anticipadas y las tasas de actividad sean muy bajas. Además, cabe tener en cuenta que desde la posguerra hasta la actualidad la esperanza de vida ha aumentado una media aproximada de 10 años, lo que conlleva que los ciudadanos han de disfrutar del derecho de pensiones

durante más tiempo. Además, que los jóvenes tarden más en salir al mercado laboral debido a un largo periodo de educación acompañado con una menor edad de jubilación ha producido que la contribución se reduzca en unos 8-10 años.

Al realizar reformas estructurales para paliar estas consecuencias, se suele optar por la medida más efectiva: aumentar la edad de jubilación para que aumente la cotización. Cuánto más endeudada y envejecida sea la población de un Estado más efecto tendrá. Así, aumentar la edad de jubilación sería efectiva en casos como Japón, o España. Por ejemplo, en España se necesitaría un aumento de 1,4 años según el instituto de Pensiones del BBVA (2021) para hacer frente al desfase en las pensiones ocasionado por menos población activa y una mayor esperanza de vida. La omisión de arreglar este desajuste provoca que el Estado de bienestar influya en el aumento de la deuda soberana, ya que el desfase de gasto versus ingreso se carga anualmente en la deuda del estado.

Este factor influye directamente en la deuda soberana y hace que aumente. Por lo general, cada cierto tiempo se deben de implementar reformas que hagan frente a los desfases de la economía de un estado. El desfase expuesto anteriormente, ocasionará un aumento en la deuda soberana, ya que, actualmente se gasta más en pensiones que lo que se recauda, y eso hace que aumente la deuda. La rapidez para ajustar este desfase hará que la carga en el sistema financiero sea menor, y el retraso en el ajuste aumentará la deuda. A esto lo podríamos denominar desajuste o ineficiencia en el Estado de Bienestar, que se verá reflejado en un aumento de la deuda.

Además del envejecimiento de la población, debemos destacar el cambio en los hogares con aparición de nuevas unidades familiares. Además, existe un retraso respecto a épocas anteriores, en las cuales la familia se formaba mucho antes que ahora y en la que las mujeres tienen menos hijos (Echegaray, 2011). Todos estos factores contribuyen a que,

en muchos países avanzados, los estados de bienestar constituyan uno de los factores que pueden agravar la situación de endeudamiento de los estados.

Estudios recientes demuestran que las políticas del estado de bienestar no crean desincentivos para trabajar; por el contrario, incrementan el compromiso con el empleo (Van der Wel y Halvorsen, 2015).

6. Medidas

Como bien hemos podido observar, existe la necesidad de implantar medidas para evitar el aumento de la deuda sistemática. Las medidas que se deberían tomar son múltiples, pero primero se deben discutir en los Estados y posteriormente en la esfera internacional.⁹ Entre las cuales, destacamos:

-Planteamiento internacional para la búsqueda de un nuevo sistema de cambio, que deje de basarse en el dólar como moneda principal de cambio. Esto se debe a que ya no es una moneda risk-free como se estableció en Bretton Woods debido a la hegemonía estadounidense. Como posibles escenarios nos podríamos encontrar con un sistema de cambio basado en las monedas locales de los BRICS, EEUU y UE. Otro posible escenario sería que estuviera basado en cryptomonedas, que se apoyarían en solidcoins estatales para reducir su volatilidad.

-Establecer índices de interconexión entre las deudas de diferentes estados.

-Establecer planes de crecimiento a largo plazo. (similares al PEC, pero más detallados y extensos con objetivos en el tiempo)

-Establecer ingresos estatales estables. Difiere de cada país en función de sus recursos naturales y características. Un ejemplo son los emiratos árabes donde gran parte de sus ingresos provienen del petróleo para desarrollarse, aunque no son permanentes. En el caso de España optaría por una serie de cambios de forma conjunta. Entre ellos

⁹ Esta sección se introduce de forma resumida por extensión.

destacamos un cambio en la ley de concesiones¹⁰, liberalización del suelo para su posterior renta (alquilar suelo, no venderlo), impulsar la creación de nuevas tecnologías y empresas a través de beneficios fiscales, entre otras.

- Delimitar una fórmula para la aproximación del límite para el endeudamiento soberano en función del PIB estatal.

- Tomar medidas para mitigar los 3 problemas principales de la expansión del estado de bienestar.

 - Para el envejecimiento de la población: aumento en la edad de jubilación, aumento en la mínima cotización social si se quiere recibir más pensión se deberá cotizar más, menor retribución por año trabajado...

 - Para la reducción de población activa: Se deben de establecer políticas que incentiven la natalidad en todos los ámbitos. Paralelamente debido al cambio en los modelos de familias se debe impulsar la natalidad en todos los tipos de familia, bien sean monoparentales, biparentales, poliparentales o LGTBI.

 - Para evitar y reducir las consecuencias de los ciclos económicos del capitalismo que han sido comprobados y explicados por Ray Dalio, se deben de evitar problemas como el que originó parcialmente la Crisis de 2008 (Lehman Brothers). Estos ciclos económicos al ser agravados por la globalización se deben de tener muy en cuenta y se deben implantar medidas para minimizar su impacto.

 - Digitalización centrada en reducir costes y facilitar procesos.

 - Muchas otras medidas son aplicables, como subida de impuestos, entre otras.

Todas estas opciones son medidas abiertas a debate que necesitan su desarrollo, con el objetivo de llegar a convertirse en una solución para la situación que se avecina en un futuro próximo.

¹⁰ En vez de que la entidad interesada tenga que pagar una concesión para 50 o 70 años, donde se desembolsa el importe íntegro en un pago, realizarlo de tal manera que no suponga una carga para la entidad y que se convierta en un ingreso estable. Se haría a través de pagos mensuales, como un alquiler.

7. Conclusiones

La sostenibilidad de la deuda depende de la confianza generada por la economía para atraer y mantener los inversores, el margen fiscal de un Estado, así como la historia previa de rectitud macroeconómica y un entorno sin conflictos bélicos. Posteriormente, esta deuda se ve agravada a lo largo del tiempo por los desajustes en el estado de bienestar que ocurren debido al envejecimiento de la población, la expansión del Estado de bienestar y el estancamiento en el crecimiento de la población.

En cuanto al aumento de la deuda soberana, se debe a factores como la aparición de “*almuerzo gratis*” explicada por Rajan, la aparición de entidades internacionales como el FMI o el BCE, saber que existe un límite de endeudamiento, el aumento en transferencias sociales y los desajustes en el estado de bienestar. Además, es importante mencionar otros factores que han contribuido al aumento de la deuda: los tipos de interés bajos, que hacen que el coste del dinero sea mínimo y la pérdida de atractivo de la deuda pública frente a otras inversiones debido a su baja rentabilidad y al aumento de riesgo de impago por parte de los estados, que se refleja en las carteras de las entidades privadas que poseen mínimos históricos de inversión en deuda soberana.

Esto debe cambiar porque una deuda soberana por encima del 80% lastra el crecimiento del país. Todos estos factores dejan una vista panorámica muy clara para la esfera internacional, en la que se debe abordar este problema y comenzar a poner soluciones al crecimiento de la deuda soberana. En caso de refutar estos datos y no implantar medidas para evitarlo, en un futuro un escenario plausible sería una quiebra de estados en cadena. Este escenario se adelantaría si las instituciones financieras como el FMI, BCE y otras redujeran su apoyo hacia los estados financieramente.

Se ha observado que las economías avanzadas están alcanzando un máximo histórico de dos siglos de deuda soberana sobre el PIB, el cuál no se observa desde la Segunda Guerra Mundial. La probabilidad de que un estado entre en default es cada vez mayor, debido a un margen fiscal cada vez menor, una deuda soberana creciente y la interconexión entre ellas, pérdida de soberanía monetaria del estado (en algunos casos), el habituamiento de los Estados a tipos negativos y sus agravantes mencionados anteriormente. Pese a que se establezca un nuevo máximo histórico para el monto total de la deuda soberana, será muy complicado mantener niveles tan altos de deuda sin un adecuado crecimiento.

La expansión del estado de Bienestar no es un impulsor de la deuda soberana, es decir, el creciente endeudamiento no se debe a la expansión del estado de bienestar. El aumento de la deuda soberana se debe en parte a los desajustes que se producen en los ingresos versus los gastos del Estado, que causan el aumento de la deuda. Este aumento es el déficit presupuestario, para frenar el aumento de la deuda soberana este debe ser el primer punto a reducir. En caso contrario el déficit se suma a la deuda soberana de un estado, que sin el adecuado crecimiento de su economía y capacidad de financiación no podrá hacer frente a sus pagos en algún momento determinado. Para evitar y reducir los desajustes, se deberían de agilizar los procesos de decisión en el estado de bienestar.

Es por ello, que si no se toman medidas considerables es muy probable que en un futuro veamos defaults en cadena, los cuales pueden ser agravados por la situación internacional, además de los ciclos económicos que también influyen en gran medida. Pese a ello, existen países con un riesgo ínfimo de default, esto se debe a los hechos históricos de previa rectitud económica.

7. Bibliografía

- About the Author: Diálogo a fondo. (2021, abril 05). Cómo el aumento de las tasas de interés podría afectar a los mercados emergentes. Recuperado de <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=15386>
- About the Author: Diálogo a fondo. (2021, febrero 26). Evitar una Gran Divergencia: Una encrucijada en el camino de la economía mundial. Recuperado de <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=15057>
- Gamble, A., "El estado de bienestar y las políticas de austeridad", en La Era de la Perplejidad. Repensar el Mundo que conocíamos, Madrid, BBVA, 2017. Universidad de Sheffield. Recuperado de <https://www.bbvaopenmind.com/articulos/el-estado-de-bienestar-y-las-politicas-de-austeridad/>
- ANGERER, J. (2021). El marco de la Unión para las políticas presupuestarias: Fichas temáticas sobre la Unión Europea: Parlamento Europeo. Recuperado de <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/89/el-marco-de-la-union-para-las-politicas-presupuestarias>
- AFONSO, A., y SASTRE, S., "La exclusión social en España: factores, colectivos en riesgo y el papel de los bancos de alimentos", 2017. Cátedra Banco de Alimentos de la UPM. Acceso 30 noviembre 2020. Recuperado de: <https://www.bancodealimentos.es/wp-content/uploads/2017/10/Exclusion-social.pdf>
- ALCANIZ, M., "Cambios demográficos en la sociedad global", 2008. Universidad Jaume I. Acceso 12 diciembre 2020. Recuperado de: http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1405-74252008000300011.
- BANCO MUNDIAL (1992). The World Development Report, New York, Oxford University Press.
- BBC (2019). Las 3 grandes deudas que están "asfixiando" a los estadounidenses. Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-49613406>
- BERMEJO, R. (2005). La gran transición hacia la sostenibilidad: principios estrategias de economía sostenible. Madrid, Editorial Catarata

- Centro Internacional sobre el Envejecimiento, "Europa se tiñe de gris", 2019. Acceso 23 noviembre 2020. Recuperado de: <https://cenie.eu/es/blog/europase-tine-de-gris>.
- Cecchetti, S. G. (2008, junio 27). Crisis and Responses: The Federal Reserve and the Financial Crisis of 2007-2008. Retrieved from <https://www.nber.org/papers/w14134>
- Cecchetti, S. G., & Schoenholtz, K. L. (2021). Money, Banking and Financial Markets. McGraw-Hill.
- Checherita-Westphal, C., & Rother, P. (2012). The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area. *European Economic Review*, 56(7), 1392-1405. doi:10.1016/j.euroecorev.2012.06.007
- CLAUS, O., Contradicciones en el Estado del Bienestar, Madrid, Alianza Editorial, 1994.
- Dalio, R. (2018). Principles for navigating big debt crises. German debt crisis and hyperinflation (1918-1924); US debt crisis and adjustment (1928-1937); US debt crisis and adjustment (2007-2011). Bridgewater.
- Dalio, R. (2018). Principles for navigating big debt crises: Part 2: Detailed case studies. Bridgewater.
- Dalio, R. (2020). Principles life and work. MTM.
- Diego Sánchez de la Cruz. (2020, febrero 18). Japón muestra el desastre que supone subir impuestos para financiar el envejecimiento. Recuperado de <https://www.libremercado.com/2020-02-18/iva-pensiones-japon-1276652434/>
- ECHEGARAY, L. A. (2011). Esping-Andersen, Gøsta y Palier, Bruno: Los tres grandes retos del estado del bienestar. *Comunitania. Revista Internacional De Trabajo Social Y Ciencias Sociales*, (2), 149-151. doi:10.5944/comunitania.2.7
- Editors' Note. (2017). *Georgetown Journal of International Affairs*, 18(1), 1-1. doi:10.1353/gia.2017.0000
- ESPING-ANDERSEN, G. (1993). Los tres mundos del estado del bienestar. Edition Alfons El Magnànim.
- ESPING-ANDERSEN, G., & ABRAHAM, J. (1990). The three political economies of the welfare state.

- EUROPEAN CENTRAL BANK. (2020, November 25). Financial Stability Review, Acceso 30 noviembre 2020. Recuperado de <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.html>
- ESPING-ANDERSEN, G., Dilemas del Estado del Bienestar, Madrid, Fundación Argentaria, 1996, p.349.
- EFE, ElEconomista.es. (2010, abril 16). Argentina busca hacer las paces con los mercados a través de nuevo canje. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/2063518/04/10/Argentina-lanza-un-nuevo-canje-de-bonos-en-default-por-20000-millones-de-dolares.html>
- ElEconomista.es. (2021, febrero 13). BBVA advierte de que es necesario retrasar la jubilación más allá de los 67 años para equilibrar el sistema de pensiones. Retrieved from <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11046287/02/21/La-edad-de-jubilacion-deberia-subir-13-anos-para-compensar-la-mayor-esperanza-de-vida-segun-BBVA-Pensiones.html>
- Engelstad, F., Realizado por CubaPosible (2017) La asistencia social en la India y en Escandinavia: Derechos sociales, des-mercantilización y democracia. Retrieved from <https://cubapossible.com/la-asistencia-social-la-india-escandinavia-derechos-sociales-des-mercantilizacion-democracia/>
- Faes, I. (2020, octubre 16). La deuda total española llega al 251,3% del PIB y supera la de la crisis de 2008. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10829495/10/20/La-deuda-total-espanola-llega-al-2513-del-PIB-y-supera-la-de-la-crisis-de-2008.html>
- FERNÁNDEZ, L., “El Estado del Bienestar. Objetivos, modelos y teorías explicativas”, en Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, 1999. Acceso 3 enero 2021. Recuperado de: http://www.mitramiss.gob.es/es/publica/pub_electronicas/destacadas/revista/numeros/34/recen2.pdf
- INE (2001). “La pobreza y su medición. Presentación de diversos métodos de obtención de medidas de pobreza”. Acceso 19 febrero 2021. Recuperado de: <https://www.ine.es/daco/daco42/sociales/pobreza.pdf>.

- SABOGAL A. J. & HURTADO A. E. (junio, 2009). La historia se repite: una visión del desarrollo y del desarrollo sostenible. Universidad militar Nueva Granada. Vol. XVII (1), 2009, 195-216
- LEITER, E. L. (2013). La Crisis del Estado del Bienestar. Varios autores. Problemas Del Desarrollo. Revista Latinoamericana De Economía, 20(77). doi:10.22201/iiec.20078951e.1989.77.35320
- Lives Depend on Argentina's Debt Talks. (2020, mayo 20). Acceso 10 febrero 2021. Recuperado de <https://cepr.net/lives-depend-on-argentinass-debt-talks/>
- Mallaby, S. (2020, agosto 03). The Age of Magic Money. Recuperado de <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2020-05-29/pandemic-financial-crisis>
- MORENO, L, MARÍ-KLOSE (s/f), Las transformaciones del Estado del Bienestar mediterráneo: trayectorias y retos de un régimen en transición. Acceso 18 enero de 2020. Recuperado de: <https://digital.csic.es/bitstream/10261/177690/1/Transformaciones%20Estado%20Bienestar%20Mediterraneo%20%28Moreno%20%26%20Klose%29%282013%29.pdf> NUEVA ETAPA 117
- NIEVES, V. (2019, diciembre 19). El lado más oscuro de los tipos de interés negativos empieza a despertar inquietudes en la banca central. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10257415/12/19/El-lado-mas-oscur0-de-los-tipos-de-interes-negativos-empieza-a-despertar-inquietudes-en-la-banca-central.html>
- NIEVES, V. (2021, enero 02). ¿Dónde está el límite de la deuda pública antes de estallar? Japón y Argentina muestran que no hay número mágico. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10952353/12/20/Donde-esta-el-limite-de-la-deuda-publica-antes-de-estallar-Japon-y-Argentina-muestran-que-no-hay-numero-magico.html>
- OLMOS, C., y SILVA, R., “El desarrollo del Estado del Bienestar en los países capitalistas avanzados. Un enfoque socio-histórico”, en Revista Sociedad & Equidad, nº 1 (2011).

- PARDO, D. (2019) Riesgo país: ¿qué es y por qué en Argentina subió a niveles históricos con Macri? Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-48045805>
- PEVEHOUSE, JON & NORDSTROM, TIMOTHY & WARNKE, KEVIN. (2004). The Correlates of War 2 International Governmental Organizations Data Version 2.0. Conflict Management and Peace Science - CONFLICT MANAG PEACE SCI. 21. 101-119. Acceso 1 Marzo 2021. Recuperado de: 10.1080/07388940490463933.
- PÉREZ, F. B. (2014). Decapitación Del Estado De Bienestar En España. doi:10.21840/siic/140487
- Pham, P. (2017, diciembre 12). When Will Japan's Debt Crisis Implode? Retrieved from <https://www.forbes.com/sites/peterpham/2017/12/11/when-will-japans-debt-crisis-implode/?sh=76e6e7d14c6d>
- RAISIN (2021). Qué es la tasa libre de riesgo y cómo se calcula. (2021, abril 30). Recuperado de <https://www.raisin.es/educacion-financiera/que-es-la-tasa-libre-de-riesgo-y-como-se-calcula/>
- RAJAN, R. G., SARDOU, F. D., LESSARD, D., MUKHERJEE, P., DALEY, P., REGMI, R. K., . . . Reyes, S. (2020, mayo 22). ¿Qué gobierno post-pandemia? por Raghuram G. Rajan. Recuperado de <https://www.project-syndicate.org/commentary/covid19-decentralized-vs-centralized-government-by-raghuram-rajana-2020-05/spanish>
- Rajan, R. G., (2020, November 30). ¿Cuánta deuda es demasiada? Retrieved from <https://semestre2020b.wordpress.com/2020/11/30/cuanta-deuda-es-demasiada/>
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff and Miguel A. Savastano. "Debt Intolerance," Brookings Papers on Economic Activity, 34, 2003-1 (2003): 1-74.
- REINHART, CARMEN & ROGOFF, KENNETH. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. Annals of Economics and Finance. 15. 1065-1188. Acceso 1 marzo 2021. Recuperado de: 10.3386/w13882.
- REINHART, C., REINHART, V., & ROGOFF, K. (2012). Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes Since 1800. The Journal of Economic Perspectives, 26(3), 69-86. Acceso 2 marzo 2021. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/41581132>

- REINHART, CARMEN & ROGOFF, KENNETH. (2013). Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten. Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/>
- RITTER, G. (s/f), Los comienzos y el desarrollo del Estado social en Alemania, Europa y los Estados Unidos hasta la II Guerra Mundial. Universidad de Múnich. Acceso 21 diciembre 2020. Recuperado de: <http://revistas.usal.es/index.php/0213-2087/article/viewFile/5770/5801>
- RODRÍGUEZ, G., Estado, privatización y bienestar. Un debate de la Europa actual, Madrid, Icaria, 1991. - UROZ, J., “La llamada crisis del modelo de estado del bienestar: reestructuración y alternativas”, en Miscelánea Comillas, Vol. 68, núm. 132 (2010) 299-311.
- Sachs, W. (1992). The Development Dictionary. A guide to knowledge as Power, London, Zed Books. Sachs, W., Carrizosa, J., Ramírez, M., et al. (1996). La gallina de los huevos de oro: debate sobre el concepto desarrollo sostenible. Bogotá, CEREC y Ecofondo.
- SEITZ (2015). Los países que más "defaults" han tenido en la historia (y no son Grecia ni Argentina). Recuperado de https://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/06/150629_economia_grecia_mayores_deudores_default_ms
- Shonfield, A. (1950). Attack on World Poverty. New York, Random House.
- SMINK, V. (2020) Argentina entró en default: Por qué a pesar del "default selectivo" muchos son optimistas sobre el futuro de la deuda del país. Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-52764938>
- SMINK, V. (2020) La paradoja de cómo el FMI se convirtió en un aliado de Argentina en la renegociación de su deuda externa privada (y por qué es buena señal para otros países). Recuperado de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-52828376>
- Staff, P. F. (2021, marzo 20). El plan de miles de millones de dólares para acabar con las tarjetas de crédito. Recuperado de <https://forbes.co/2021/03/20/editors-picks/el-plan-de-miles-de-millones-de-dolares-para-acabar-con-las-tarjetas-de-credito/>

- Stephen G. Cecchetti & Kermit L. Schoenholtz, 2008. "How Central Bankers See It: The First Decade of ECB Policy and Beyond," NBER Working Papers 14489, National Bureau of Economic Research, Inc.
- URTEAGA, E., 'Crisis económica y estado del bienestar, 2013'. Acceso 2 marzo 2021. Recuperado de: <https://gara.naiz.eus/paperezkoa/20130827/419466/es/Crisis-economica-estado-bienestar>
- VAN der WEL, K. A. y HALVORSEN, K., "The Bigger the Worse? A Comparative Study of the Welfare State and Employment Commitment", en *Work, Employment and Society* 29(1), 99-118, 2015
- VELARDE, J., y C This Time Is Different-Data. Acceso 9 enero 2021 <https://scholar.harvard.edu/rogoff/time-different—data-files>
- VENTURA, V. (2020, mayo 04). Japón, el país inmune al peso de una deuda pública estratosférica. Recuperado de <https://www.eleconomista.es/internacional/noticias/10515418/04/20/Japon-el-pais-inmune-al-peso-de-una-deuda-publica-estratosferica.html>
- WEISBROT, M. (2019, agosto 25). La crisis argentina, por Mark Weisbrot. "La coalición de Fernández atribuye su victoria a las políticas económicas fallidas de Macri". Recuperado de <https://elcomercio.pe/opinion/crisis-argentina-mark-weisbrot-noticia-ecpm-668848-noticia/>
- WEISBROT, M. (2016). Fracaso: Lo que los "expertos" no entendieron de la economía global. Akal.
- The Women, Peace, and Security Index: A Global Index of Women's Wellbeing. (2017-2018). Human Rights Documents Online. doi:10.1163/2210-7975_hrd-0165-20180006 Acceso 10 marzo de 2021. Recuperado de <https://giwps.georgetown.edu/wp-content/uploads/2019/11/WPS-Index-Report-2017-18.pdf>
- The Women, Peace, and Security Index: A Global Index of Women's Wellbeing. (2019-2020). Human Rights Documents Online. doi:10.1163/2210-7975_hrd-0165-20180006. Acceso 11 de marzo de 2021. Recuperado de <https://giwps.georgetown.edu/wp-content/uploads/2019/12/WPS-Index-2019-20-Report.pdf>

