



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Grado en Administración y Dirección de Empresas y Relaciones Internacionales

ANÁLISIS DEL IMPACTO DEL COVID EN LOS FACTORES QUE AFECTAN A LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA

Autor: Ernesto Gómez-Luengo de la Puente

Director: Karin Alejandra Irene Martín Bujack

MADRID | JUNIO 2023

Resumen:

En lo poco que llevamos de siglo, hemos sido testigos de grandes coyunturas, desde la crisis económica y financiera de 2008, hasta la crisis pandémica llegada en marzo de 2020. El impacto de estas ha conllevado ciertas medidas extraordinarias (de política monetaria y de prevención de riesgos sanitarios, entre otras) que, a su vez, han afectado y cambiado los mercados financieros internacionales en gran medida. En este contexto, la evolución de la deuda pública española ha estado sujeta a diversos factores, que a su vez están determinados por el desarrollo del marco de los mercados financieros.

El presente Trabajo de Fin de Grado evaluará el nivel de relación existente entre algunos de esos factores y el volumen y las condiciones de emisión de deuda soberana en España a lo largo de los últimos 20 años. Será un trabajo de investigación, de interés general (y no particular), desarrollado en este contexto, buscando la originalidad y una verdadera contribución al conocimiento financiero.

Palabras clave: Deuda Pública, Factores, Desempleo, Tipos de Interés, Política Fiscal, PIB, Pensiones, Gasto Público, COVID, Gobierno, España.

Abstract:

In the last few years of this century, we have witnessed major events, from the economic and financial crisis of 2008 to the pandemic crisis that arrived in March 2020. The impact of these has led to extraordinary measures (monetary policy and health risk prevention, among others) which, in turn, have affected and changed international financial markets to a large extent. In this context, the evolution of Spanish public debt has been subject to various factors, which in turn are determined by the development of the financial market framework.

This thesis will assess the level of relationship between some of these factors and the volume and conditions of sovereign debt issuance in Spain over the last 20 years. It will be a research work, of general (and not particular) interest, developed in this context, seeking originality and a real contribution to financial knowledge.

Keywords: Public Debt, Factors, Unemployment, Interest Rates, Fiscal Policy, GDP, Pensions, Public Spending, COVID, Government, Spain.

Contenido

1. Introducción

- 1.1. Justificación
- 1.2. Objetivos de la investigación
- 1.3. Hipótesis de investigación
- 1.4. Metodología

2. Marco Teórico

- 2.1. Concepto de deuda y déficit públicos
- 2.2. Emisión de la deuda
- 2.3. Tipos de deuda pública
- 2.4. Calificación de la deuda
- 2.5. Coste de la deuda
- 2.6. El modelo de emisión de deuda al estilo Estafa Ponzi
- 2.7. El papel de la deuda en la economía

3. Definición de factores que afectan a la deuda pública

- 3.1. Ciclos económicos
- 3.2. Política fiscal
- 3.3. Efectos de la crisis
 - 3.3.1. Desempleo
 - 3.3.1.1. Impacto del estado del desempleo sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID
 - 3.3.2. Pensiones
 - 3.3.2.1. Impacto del estado de las pensiones sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID
- 3.4. Crecimiento del PIB
 - 3.4.1. Ratio deuda/PIB
 - 3.4.2. Impacto de los cambios en el PIB sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID
- 3.5. Tipos de interés
 - 3.5.1. Euríbor

3.5.1.1. Impacto del estado del Euríbor sobre el coste de la deuda: antes, durante y después del COVID

3.5.2. Prima de riesgo

3.5.2.1. Impacto del estado de la prima de riesgo sobre el coste de la deuda: antes, durante y después del COVID

3.6. Estado de la balanza comercial

3.6.1. Manejo de la deuda externa

3.6.2. Impacto del estado de la balanza comercial sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID

4. Conclusiones, limitaciones y recomendaciones

5. Referencias bibliográficas

6. Anexos

Índice de figuras:

- Figura 1. Evolución del déficit español en % del PIB (2003-2022). (Página 10)
- Figura 2. Deuda total española en Millones de €. (Página 13)
- Figura 3. Representación gráfica de los ciclos económicos. (Página 24)
- Figura 4. Relación Desempleo-Deuda en España (2007-2022). (Página 28)
- Figura 5. Relación Pensiones-Deuda en España (2003-2022). (Página 33)
- Figura 6. Crecimiento del PIB en España (2002-2022). (Página 34)
- Figura 7. Ratio Deuda/PIB en España (2002-2022). (Página 35)
- Figura 8. Relación PIB-Deuda en España (2003-2022). (Página 38)
- Figura 9. Relación Euríbor-Tasa de Interés de las obligaciones españolas a 10 años (2002-2022). (Página 41)
- Figura 10. Histórico de Tipos Oficiales Banco Central Europeo (2000-2022). (Página 42)
- Figura 11. Evolución de la Prima de Riesgo española respecto al bono alemán a 10 años (2010-2022). (Página 43)
- Figura 12. Relación Prima de Riesgo-Tasa de interés de las obligaciones españolas a 10 años (2010-2022). (Página 44)
- Figura 13. Relación Balanza Comercial-Deuda Pública en España (2002-2022). (Página 49)

Índice de siglas:

<i>BCE</i>	Banco Central Europeo
<i>BME</i>	Bolsas y Mercados Españoles
<i>BOE</i>	Boletín Oficial del Estado
<i>CIS</i>	Centro de Investigaciones Sociológicas
<i>FMI</i>	Fondo Monetario internacional
<i>INE</i>	Instituto Nacional de Estadística
<i>ONU</i>	Organización de las Naciones Unidas
<i>PIB</i>	Producto Interior Bruto
<i>RAE</i>	Real Academia Española
<i>S&P</i>	Standard & Poor's
<i>UE</i>	Unión Europea

1. Introducción

1.1. Justificación

La deuda pública es un aspecto fundamental en la economía de cualquier país y su importancia radica en varios factores clave. La emisión de deuda permite financiar el déficit generado por el gasto público en proyectos de infraestructura y programas sociales en beneficio del desarrollo social. Estas inversiones contribuyen al progreso económico y social del país, generando empleo, mejorando la calidad de vida de los ciudadanos y fomentando la competitividad.

Asimismo, la deuda pública desempeña un papel crucial en situaciones de crisis, como la generada en 2008 por las hipotecas subprime o la derivada de la llegada de la pandemia del coronavirus en 2020. Ante estas adversidades, el gobierno recurre a la deuda para financiar medidas de estímulo, proporcionar asistencia financiera a los sectores más afectados y mantener la estabilidad económica (Greta & Lewandowski, 2015).

Atendiendo al caso de España, la importancia de la deuda pública adquiere un significado aún más relevante debido a varios factores económicos y financieros que han afectado al país en los últimos años. A pesar de todo, a día de hoy, la deuda pública no se encuentra en el orden del día de las preocupaciones más destacadas por parte de los españoles, tal como indican los barómetros mensuales del Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS, s.f.).

En primer lugar, porque la crisis financiera de 2008 y la posterior crisis de deuda soberana en la eurozona agravó su economía de una manera más acentuada que a otras de la eurozona. Estos eventos generaron un aumento significativo en la deuda española, ya que las medidas adoptadas para la estabilización del sistema financiero y el fomento la recuperación económica incrementaron el déficit público en gran medida. En este contexto, la gestión adecuada de la deuda se vuelve esencial para garantizar la estabilidad fiscal y mantener la confianza de los inversores en la economía española (Berges et al., 2013).

Con todo esto, la situación de la deuda española ha convertido al país en objeto de atención y seguimiento por parte de los organismos internacionales y los mercados financieros (Santaella, 2021).

En el marco de la recuperación económica que se venía dando, la llegada de la pandemia deterioró la situación hasta poner en duda la sostenibilidad de la deuda soberana española. Es por eso por lo que surgen preguntas relacionadas con la manera en que la crisis afecta la deuda, y qué factores son los que determinan los cambios en los niveles de deuda pública, así como cuál ha sido la evolución de estos.

1.2. Objetivos de la investigación

El presente estudio utiliza los datos numéricos de las variables principales que afectan a la variación de la deuda española para medir el nivel en que las variaciones de estas han sido influenciadas por la pandemia del COVID-19. El foco del análisis se centra en evaluar el impacto que la crisis pandémica ha tenido en los factores escogidos y cómo los cambios en estos han influido en la propia evolución de la emisión de deuda española y en sus condiciones. De esta manera se pueden clasificar los objetivos en principal y específicos:

- **Objetivo principal:** verificar si el COVID ha tenido un impacto en la deuda pública española a través de sus factores.

- **Objetivos específicos:**
 1. Medir el impacto del estado del desempleo sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID.
 2. Medir el impacto del estado de las pensiones sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID.
 3. Medir el impacto de los cambios en el PIB sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID.
 4. Medir el impacto del estado del Euríbor sobre el coste de la deuda: antes, durante y después del COVID.

5. Medir el impacto del estado de la prima de riesgo sobre el coste de la deuda: antes, durante y después del COVID.
6. Medir el impacto del estado de la balanza comercial sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID.

La evolución de estos factores y su interacción con la emisión de instrumentos de deuda españoles ayudarán a interpretar el cambio de situación al que se enfrenta la deuda española en un momento crítico para las finanzas públicas del Estado.

1.3. Hipótesis de investigación

El transcurso del COVID-19 ha generado cambios significativos en los factores que afectan a la deuda pública española.

Se analizará la relación de los principales elementos –ciclos económicos, política fiscal, efectos de la crisis, cambios en el PIB, tipos de interés y estado de la balanza comercial– con la evolución del volumen de emisión y los tipos de interés asociados a la deuda pública española durante los últimos años.

También se examinará el desarrollo de estos factores en los años que rodean al estallido de la pandemia (2015-2022) para comprobar si es cierto que el impacto de la crisis del coronavirus en los mismos ha sido un factor determinante en la evolución de la deuda española durante este periodo.

1.4. Metodología

El presente análisis se compone de dos partes principales. En primer lugar, se realiza una orientación teórica en la que se exponen las cuestiones más básicas sobre la deuda pública, en concreto, la española.

Esta base servirá para el análisis posterior de los factores elegidos que más tienen que ver con la misma según la literatura. En esa segunda parte, se expondrá cada factor de manera teórica para proceder a explicar la relación existente entre cada uno de ellos y el centro de la investigación.

Por último, se procederá a revisar la evolución de cada uno de los elementos en un análisis situado en el marco del “antes, durante y después” de la crisis pandémica de 2020 con el objetivo de identificar el efecto que ha tenido esta crisis en cada factor. Así como el impacto subyacente de estos en el volumen de emisión y los tipos de interés deuda pública española.

2. Marco Teórico

2.1. Concepto de deuda y déficit públicos

2.1.1. Déficit público

Para comprender el concepto de deuda, es necesario primero una introducción a la noción de déficit público. El déficit es el estado en el que se encuentran las finanzas públicas de un estado cuando el gasto público supera lo acumulado mediante los ingresos públicos. Generalmente, se expresa en porcentaje sobre el producto interior bruto (Chelliah, 1973). En términos empresariales, la existencia de déficit se traduciría en una cuenta de resultados con un margen neto negativo.

Figura 1.

Evolución del déficit español en % del PIB (2003-2022).

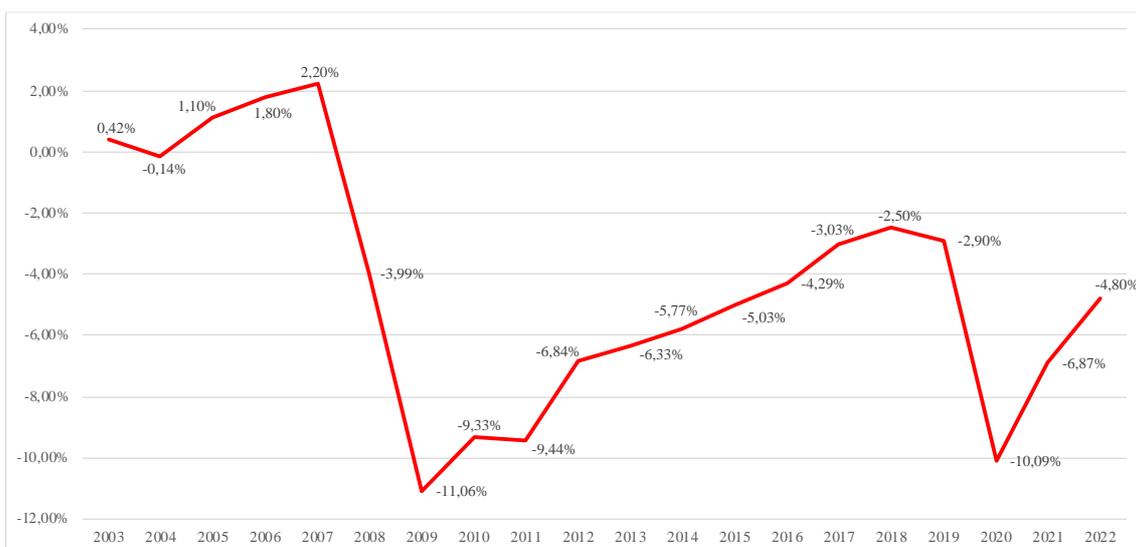


Gráfico de elaboración propia. Fuente: EpData (INE)

En la Figura 1 se puede apreciar la evolución del déficit público en España a lo largo de los últimos 20 años. En 2022, España acabó el año con nivel de déficit en porcentaje del producto interior bruto del 4,8%. La coyuntura la marcó el 2020, debido a la crisis del coronavirus. El final de ese año se consideró desastroso en términos de finanzas públicas, con un nivel de déficit del 10,09% del PIB. Esto se debió al freno de gran parte de las actividades económicas durante parte de ese año y la caída en picado del empleo. Las consecuencias de esto se reflejaron en una disminución drástica de los ingresos por parte del Estado y una necesidad de aumento del gasto público en política social, como los subsidios de desempleo (Sanz-Sanz & Romero, 2020).

La evolución del déficit público previa a esta fecha venía siendo relativamente estable, manteniéndose entre el 5% y 2,9% del PIB, datos presentados en la Figura 1, en clave de recuperación de la crisis financiera de 2008, que se vio seguida precisamente por la crisis de deuda soberana que atravesó Europa entre 2010 y 2012.

2.1.2. Deuda pública

Los conceptos de deuda y déficit no deben confundirse, pues la deuda se trata de una variable absoluta, mientras que el déficit habla de una variable relativa que toma como una de sus bases el nivel de gasto público, que no de deuda.

El Diccionario de la Real Academia Española define deuda como la “Obligación que alguien tiene de pagar satisfacer o reintegrar a otra persona algo, por lo común dinero”. En la misma entrada, introduce términos como los de deuda pública, deuda exterior, interior o consolidada (RAE, 2023).

La deuda pública, deuda soberana o deuda nacional hace referencia pues, al dinero que los gobiernos de los países piden prestado a terceros mediante unos instrumentos determinados con el fin de financiar aquellas inversiones y proyectos que considere pertinentes o el déficit generado durante los años anteriores. Es el propio Boletín Oficial del Estado el que otorga una definición válida para el enfoque de la deuda desde el punto de vista de la legalidad:

“La Deuda del Estado es el conjunto de capitales tomados a préstamo por el Estado mediante emisión pública, concertación de operaciones de crédito, subrogación en la posición deudora de un tercero o, en general, mediante cualquier otra operación financiera del Estado, con destino a financiar los gastos del Estado o a constituir posiciones activas de tesorería.”

(BOE, 2019)

Por último, desde el punto de vista académico, existen numerosas interpretaciones de lo que es la deuda soberana. Žaneta Karazijienė hace referencia a diferentes maneras que existen de definir este concepto según cada autor.

“Deuda pública – Suma de todos los préstamos emitidos y no cubiertos por el Estado con unos intereses acumulados que deben ser pagados en un plazo fijo o antes de la fecha límite” (Levišauskaitė & Rūškys, 2003). “Deuda pública – Deuda a cualquier nivel del gobierno” (Baumilienė et al., 2005). “Deuda pública – Déficit presupuestario financiero del gobierno proveniente de los préstamos del mercado de bonos y de las acumulaciones de préstamos gubernamentales de años pasados” (Mankiw & Taylor, 2006). “Deuda pública – Deuda corriente que el gobierno ha acumulado a cuenta de déficits anteriores” (Blanchard, 2007). “Deuda pública – Suma de los préstamos no reembolsables e intereses impagados por las administraciones públicas, además de otros pasivos financieros que el Estado ha contraído con sus acreedores” (Štuopytė, & Guzavičius, 2008). “Deuda pública – Suma de los títulos de deuda del Estado, destinada a financiar una falta temporal de fondos en el presupuesto estatal” (Barro, 2008). “La deuda pública son relaciones de crédito específicas, que surgen entre las entidades, los residentes y el Estado” (Buškevičiūtė, 2008). “Deuda pública – Cantidad total de los déficits presupuestarios impagados por el Estado” (Davulis, 2009).

La Figura 2 refleja el volumen de deuda del Estado español. El volumen total emitido supera el billón de euros a partir de 2014. Es notable también que la pendiente incrementa tanto durante la crisis financiera de 2008 y la de la deuda de 2010-2012, como durante la reciente crisis del coronavirus a partir de 2020. Así, se cerró el año 2022 con un nivel de deuda que superaba el billón y medio de euros.

Figura 2.

Deuda total española en Millones de €.

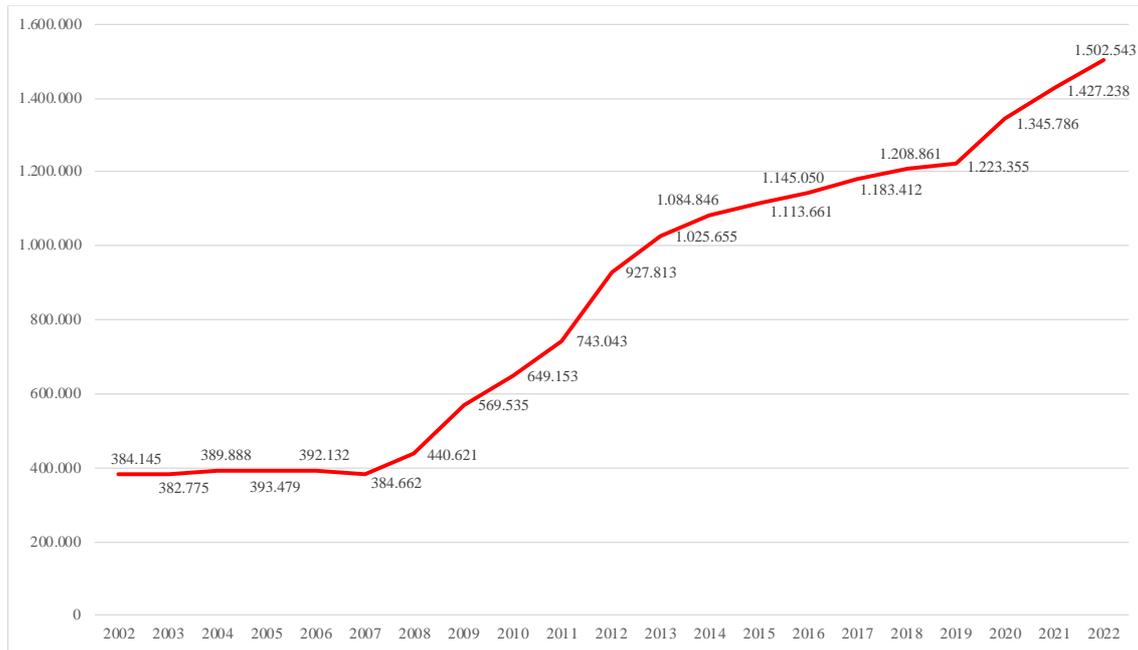


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Expansión (INE)

La deuda soberana se lanza al mercado en forma de valores de formas distintas. Las principales son las letras del Tesoro, bonos del Estado y obligaciones del Estado. Estos son lanzados al mercado primario y comprados por inversores privados y públicos que tienen en por objetivo generalmente sacar un rendimiento económico a medio o largo plazo.

Como se ha definido previamente, la deuda es emitida por el gobierno con el objetivo de financiar el déficit de los años anteriores, así como con el de realizar inversiones públicas. Los objetivos de la inversión que realiza el gobierno abarcan un rango muy diverso y vienen marcados en los Presupuestos Generales del Estado.

Incluyen desde gasto público en infraestructura, sanidad, defensa, programas sociales, prestaciones al desempleo o cobertura de déficits presupuestarios. En cualquier caso, esta inversión se cubre parcialmente por la recaudación fiscal y lo restante mediante lo recaudado gracias a los instrumentos de deuda colocados en los mercados financieros internacionales (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2023). Este es el efecto positivo de la deuda en el crecimiento económico de un país a medio plazo.

Sin embargo, el aumento de la deuda pública hasta el exceso se convierte en un problema y puede, en última instancia, llevar a una crisis financiera y a una disminución en la confianza de los inversores en la capacidad del gobierno para gestionar las finanzas públicas. Esto conllevaría unos efectos muy negativos en términos de repago de deuda en el futuro, debido al impacto que tendría en la facilidad de disposición del capital de inversión, tanto en futuras emisiones de deuda como en los tipos de interés de la deuda ya emitida. Este desincentivo a la inversión trae consigo una menor productividad. Por otra parte, encontramos un menor crecimiento económico y a un deterioro de la solvencia (Elmendorf & Mankiw, 1999).

Los cambios en las tasas de interés de los bonos gubernamentales tienen un impacto muy grande debido a la fijación de la estabilidad de la economía nacional como punto de referencia para otro tipo de inversiones tales como las tasas de interés de otros préstamos privados, como los préstamos hipotecarios y los préstamos empresariales. Por otra parte, la tasa de cambio de la moneda nacional puede verse afectada, ya que los bonos del gobierno son generalmente comprados y vendidos en función de la fortaleza o debilidad de la economía nacional (Marco Peñas, 2014).

Otro de los peligros que se presentan a la hora de estudiar la deuda es la deuda exterior. Se trata de aquella que se contrae con otros países en moneda extranjera, lo que añade al riesgo de crédito un añadido de riesgo de tipos de cambio. En este campo, España está relativamente más segura debido a su inclusión en la Eurozona y el respaldo con el que cuenta por parte del Banco Central Europeo (Martner Fanta & Tromben, 2004).

Por lo tanto, la gestión de la deuda soberana es una tarea importante para los gobiernos y los responsables de la política económica. La estrategia de endeudamiento debe equilibrar la necesidad de financiar los gastos gubernamentales y mantener la estabilidad financiera, mientras se minimiza el riesgo de una crisis financiera o una disminución en la confianza de los inversionistas.

2.2. Emisión de deuda

El organismo encargado de la gestión de la deuda y las finanzas públicas del estado es el Tesoro Público. El Tesoro es un órgano dependiente de la Secretaría General del Tesoro

y Financiación Internacional. Esta responde a la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, dentro del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (BOE, 2020).

Según la propia legislación, se encarga de la gestión de la deuda pública del Estado, tanto su endeudamiento como de la propia emisión. Entre otras funciones, la Dirección General del Tesoro, dentro de la Secretaría General, se encarga también de la regulación de las instituciones financieras y la protección de sus usuarios, la gestión de la tesorería del Tesoro y la representación de la Administración General del Estado en los Comités Técnicos de la Unión Europea.

La gestión de la emisión de la deuda se hace de la misma manera para todos los tipos de deuda. Tanto las letras del Tesoro, como las obligaciones y bonos del Estado se emiten a través de subasta pública.

Hay dos fechas mensuales de subasta y emisión de letras del Tesoro. Las subastas de letras a 6 y 12 meses son lanzadas el primer martes del mes, mientras que las letras a 3 y 9 meses son lanzadas el segundo martes de cada mes. Se realizan todos los meses. La fecha de emisión de las letras se fija tres días después del lanzamiento de la subasta.

De la misma forma, en el caso de la deuda a largo plazo, hay dos fechas de subasta y emisión al mes. En este caso, las subastas se hacen el primer y el tercer jueves de cada mes, siendo la fijada la fecha de emisión cinco días después (Tesoro, 2023).

2.3. Tipos de deuda pública

El gobierno español puede emitir, por ley, tres tipos de deuda pública según sus necesidades de financiación y las condiciones del mercado financiero (BOE, 2019). Su clasificación se da en base al plazo desde la emisión. Los inversores pueden elegir entre estos instrumentos de deuda pública en función de sus objetivos de inversión y tolerancia al riesgo.

En primer lugar, se encuentran los bonos y obligaciones del Estado. Estos son títulos de deuda soberana emitidos al mercado con un horizonte temporal de medio y largo plazo.

Se emiten a través de subastas. Los bonos son valores con un vencimiento a dos, tres y cinco años. Las obligaciones son a un plazo mayor, de 10, 15, 30 y hasta 50 años. Son los instrumentos más comunes y ofrecen una tasa de interés fija que el inversor va cobrando periódicamente. Su valor nominal es de 1000 euros, adquiriéndose en sus múltiplos (BOE, 2019).

Un ejemplo es el bono de desarrollo. Su objetivo es el de financiar proyectos públicos de infraestructura, como la construcción de carreteras, túneles, puentes y edificios gubernamentales. Estos bonos son emitidos a través de agencias públicas y ofrecen un pago de intereses periódico al inversor.

Otra manera de emisión de deuda son los bonos indexados. El valor del principal de estos bonos y/o sus intereses están vinculados a un índice económico, como la inflación, las fluctuaciones en el tipo de cambio de la moneda o el tipo de interés interbancario. Los inversores utilizan los bonos indexados, por ejemplo, como forma de protegerse contra la inflación, ya que el valor de los pagos de intereses y el valor nominal del bono aumentarán con la inflación (BOE, 2019).

Por otra parte, se emiten letras del Tesoro. Estas son títulos de deuda a corto plazo, con vencimientos de un año o menos. Los plazos van de tres, seis nueve o doce meses. La rentabilidad lograda por inversor de esos periodos es la diferencia entre lo que paga por ellas al principio y lo que le es devuelto llegada la fecha de vencimiento (el nominal solicitado, en este caso los 1.000 euros). También se emiten a través de subastas mensuales. Al emitirse al descuento el precio de compra es inferior al valor nominal, a no ser que se den rentabilidades negativas. (Tesoro Público, 2023)

En última instancia, se encuentran las emisiones en Moneda Extranjera. El destinatario de estas reside en los inversores institucionales, y en el caso de España, la principal se hace en yenes japoneses, seguidas por el dólar estadounidense y en menor medida de la libra esterlina y el franco suizo (BOE, 2019).

2.4. Calificación de la Deuda

La calificación de la deuda soberana es la medición de la probabilidad de que el ente emisor sea responsable de con las obligaciones contraídas (Cantor & Packer, 1996).

Por el contrario, no se refiere a los réditos o rendimientos como en el caso de una inversión. El elemento que se evalúa es la devolución del montante adeudado con el tipo de interés asignado. Este tipo de interés no sólo representa el lance obvio de coste de oportunidad de estar prestándole dinero a una entidad pública en vez de invertirlo en otros activos. Se trata también de un valor relacionado con el riesgo que existe de impago (Rojas, 2008).

Ese riesgo de impago se entiende a través de la calidad de la deuda. En cualquier préstamo, el prestamista examina la calidad crediticia del prestatario. Si un prestatario ofrece muchas garantías de capacidad de pago, el interés cobrado por el prestamista será muy bajo, mientras que en caso contrario ocurre al revés (Kaminsky y Schmukler, 2001).

En lo que se refiere a deuda soberana ocurre lo mismo. La evaluación de la calidad de la deuda se deja en manos de agencias independientes. Las tres principales son Moody's, Standard & Poor's y Fitch.

Estas empresas calificadoras toman en cuenta distintos riesgos para emitir su juicio. El riesgo económico se refiere al análisis de la capacidad de pago de un país, que implica el estudio de diversas variables relacionadas con el crecimiento económico, el producto interno bruto, la inflación, la devaluación, el déficit fiscal y comercial, entre otros indicadores relevantes. Este análisis permite evaluar la estabilidad y solidez de la economía de una nación, así como su capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras.

El riesgo político se considera como un factor cualitativo que abarca consideraciones políticas y sociales. Este tipo de riesgo implica evaluar la falta de consenso político y la falta de compromiso para implementar reformas estructurales necesarias para la recuperación económica del país. Se analizan elementos como la estabilidad política, la

governabilidad, la corrupción, los conflictos internos y la capacidad del sistema político para tomar decisiones efectivas.

El riesgo social busca medir los conflictos desarrollados en la sociedad. Incluye el respeto de las leyes, el nivel de precariedad y pobreza, los problemas sociales y la idiosincrasia de la población. Este tipo de riesgo se centra en evaluar la estabilidad social y la cohesión de una sociedad, así como los posibles riesgos derivados de desigualdades socioeconómicas, tensiones étnicas o religiosas, y otros factores que puedan generar inestabilidad social.

El riesgo internacional se refiere a las leyes y condiciones en el ámbito internacional que afectan a cada país. Considera las alianzas comerciales, los principales socios comerciales, las alianzas políticas y las relaciones con países vecinos, entre otros factores. Este tipo de riesgo evalúa el entorno geopolítico en el que opera un país y cómo los eventos o decisiones a nivel global pueden afectar su economía y estabilidad política (Rojas, 2008).

La fortaleza económica y fiscal del país evaluando la salud general de la economía, las perspectivas de crecimiento, la estabilidad política y las políticas fiscales y monetarias. También se analiza la capacidad del país para pagar sus deudas, tomando en cuenta factores como la relación deuda/PIB, la balanza comercial, el nivel de reservas internacionales y la solvencia del gobierno. Otro factor importante es el historial crediticio del país, incluyendo su historial de pagos y su cumplimiento con acuerdos previos. Las condiciones externas, como las condiciones económicas globales, la evolución de los mercados financieros y el nivel de riesgo geopolítico también pueden afectar la calificación si estas afectan al país. Por último, se analiza la composición de la deuda soberana, incluyendo el plazo de vencimiento de los bonos y la tasa de interés (Standard and Poor's Global, s.f.).

El índice Standard and Poor's de la calificación de deuda pública, principal referente, se basa en tres pilares básicos. En primer lugar, se encuentra la probabilidad de pago. Es la capacidad y voluntad del deudor de cumplir sus compromisos fiduciarios obligación de acuerdo con los términos de estos. En segundo lugar, la naturaleza y las disposiciones de la obligación financiera. Por último, la protección que ofrece y la situación relativa de la

obligación en caso de bancarrota, reorganización u otro acuerdo en virtud de las leyes de quiebra y otras leyes que afectan a los derechos de los acreedores.

En el caso de las obligaciones a largo plazo, los ratings del índice S&P van desde “AAA” hasta “D”. “AAA” es la evaluación óptima, en la que se considera que el país emisor tiene una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus obligaciones de pago. Está seguido por “AA” y “A”. La calificación “BBB” sugiere que el emisor de deuda exhibe ciertos parámetros de protección, pero que, en caso de circunstancias económicas adversas, la capacidad de pago se vería truncada. Le siguen las calificaciones “BB”, “B”, “CCC”, “CC” y “C”.

Se estima que estas poseen características especulativas notables. La clasificación “BB” representa el nivel más bajo de especulación, mientras que la clasificación “C” representa el nivel más alto. Aunque es probable que estas obligaciones cuenten con algunas características de calidad y protección, estas podrían ser anuladas por considerables incertidumbres o una exposición significativa a condiciones adversas.

Por último, una obligación que recibe una calificación de “D” se encuentra en incumplimiento o ha fallado en cumplir una promesa asumida. Esta calificación también se utiliza cuando se presenta una solicitud de quiebra o se toma una medida similar, y cuando el incumplimiento de una obligación es prácticamente seguro.

Para las emisiones de deuda a corto plazo, se utiliza una escala con criterios parecidos. La escala califica la deuda a corto entre “A-1”, “A-2”, “A-3”, “B”, “C” y hasta “D”. “A-1” implica que la obligación recibe la calificación más alta por parte de S&P Global Ratings. El deudor tiene una fuerte capacidad para cumplir con sus compromisos financieros. Algunas obligaciones dentro de esta categoría se designan con un signo más (+), lo que indica una capacidad extremadamente fuerte del deudor para cumplir con sus compromisos financieros.

La calificación “A-2” implica que existe algo más de susceptibilidad a los efectos adversos de cambios en las circunstancias y condiciones económicas. Sin embargo, la capacidad del deudor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es satisfactoria.

Las obligaciones a corto calificadas como “A-3” presentan parámetros de protección adecuados. Sin embargo, es más probable que unas condiciones económicas adversas o debiliten la capacidad del deudor para cumplir con sus compromisos financieros.

La calificación “B” considera que las obligaciones son vulnerables y tienen características especulativas significativas. El deudor está considerado capaz de cumplir con sus compromisos financieros en la actualidad, pero enfrenta importantes incertidumbres en curso que podrían resultar en una capacidad insuficiente para hacer frente a sus compromisos financieros.

Una calificación “C” implica riesgo de impago. Que el deudor pueda cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación depende de unas condiciones empresariales, financieras y económicas favorables.

Las obligaciones a corto plazo con calificación “D” implican que existe mora o incumplimiento de una promesa asumida. También se asigna cuando una obligación es objeto de una reestructuración de deuda en dificultades (Ratings, S. P. G., 2016).

Según este índice, la deuda pública española tiene una calificación relativa desigual en el corto y en el largo plazo. La deuda española a corto plazo obtuvo en marzo de 2022 una calificación “A-1”, lo que hace que España sea considerada como un valor seguro y fuerte a la hora de pagar sus obligaciones en un plazo corto. Por otra parte, la deuda a largo plazo se calificó como “A”. El efecto de esta calificación se transforma en una mayor desconfianza por parte de los inversores, por lo que el Tesoro deberá mantener unos tipos de interés más altos que otros países con una mejor calificación.

La deuda de los Estados Unidos recibirá una calificación excepcionalmente alta debido a varios factores significativos. Entre ellos se incluye su posición como la economía más grande del mundo, su estatus como emisor de la moneda de reserva global, el dólar, y su histórico impecable de cumplimiento de pagos. Estos elementos combinados respaldan la estabilidad del país, otorgándole una calificación muy sólida. Por otra parte, la composición de la deuda de este país es ampliamente variada, lo que minimiza riesgos diversificando plazos y tipos abriéndole la puerta a refinanciaciones.

En contraste, en un país como Angola, la calificación de su deuda será mucho más baja debido a los numerosos problemas a los que se enfrenta. Entre ellos está su alto nivel de inflación y devaluación de la moneda, el kuanza; su alto nivel de deuda en relación con su PIB, su incapacidad de atraer inversión extranjera debido a sus problemas de corrupción o la inestabilidad política en toda la región (Lazanyuk & Diu, 2022).

2.5. Coste de la deuda

El coste de la deuda es el tipo de interés asociado a los instrumentos de deuda emitidos por el Tesoro. Cada instrumento de deuda lleva asociado un tipo de interés que será pagado junto con la devolución del principal en su respectiva fecha de vencimiento o repartidos con los cupones en caso de tenerlos.

En el caso de las letras del Tesoro, las últimas subastas reflejaron unos tipos parecidos. En la acontecida el día 9 de mayo para letras de 6 y 12 meses, los tipos medios respectivos fueron del 3,129% y 3,226%; mientras que, en la subasta del 16 de mayo para letras a 3 y 9 meses, los tipos medios se situaron en 3,061% y 3,212% respectivamente.

La última subasta del 1 de junio para bonos del Estado acaecida el día 1 de junio de 2023 reflejó unos tipos para los bonos a 3 y a 5 años de 3,049% y 3,076% respectivamente.

Generalmente, el que se usa de referencia a la hora de realizar estudios sobre la deuda es el de las obligaciones del Estado a 10 años. En la última subasta con fecha 20 de abril de 2023, el tipo de interés medio de las Obligaciones a 10 años emitidas por el Tesoro público, el tipo de interés medio fue del 3,509%. Estos tipos difieren para las Obligaciones a 15, 30 y 50 años, con tipos del 3,991%, 3,778% y 2,851% respectivamente (Tesoro Público, 2023).

El coste de la deuda es un reflejo de la confianza de los mercados financieros en el emisor de la deuda. Como en cualquier inversión, en el caso de los instrumentos de deuda soberana, una alta rentabilidad viene marcada por un alto riesgo. Tomando como referencia el bono alemán a 10 años, con un tipo de interés de 2,3%, el tipo asociado a las obligaciones españolas se muestra relativamente alto como reflejo de la inseguridad que

está generando la trayectoria llevada por la economía española hasta ahora. Tras varios avisos sobre el déficit y la incontrolable subida de la ratio deuda/PIB por parte del Banco Central Europeo, la confianza de los mercados internacionales en la deuda española está cayendo (Bloomberg, 2023).

Como consecuencia de este hecho, los tipos a los que España deberá emitir deuda serán mucho mayores en aras de que esta sea atractiva en el mercado primario. De esta manera, deberá hacer frente al repago de una cantidad mayor en el futuro.

2.6.El modelo de emisión de deuda al estilo Estafa Ponzi

Una estafa Ponzi es un esquema fraudulento de inversión en el que los estafadores prometen a los inversores un retorno de inversión muy alto en un periodo de tiempo muy reducido. El primer caso destacable es el de Carlo Ponzi en Estados Unidos, quien fue el que le dio nombre (Frankel, 2012).

Lo que el estafador hace en realidad es utilizar el dinero de los nuevos inversores para pagar a los inversores anteriores, en lugar de invertirlo en algo real o legítimo. Este esquema continúa hasta que se hace insostenible y no hay suficiente dinero de nuevos inversores para pagar a los antiguos. En ese momento, la estafa se desmorona y los inversores pierden todo su dinero (Wilkins et al., 2012).

Un estudio de Tomasz Uryszek habla de la aplicabilidad del modelo Ponzi a la sostenibilidad fiscal de los gobiernos del Grupo de Visegrado.

A pesar de que la emisión de deuda pública es una forma legítima de que los gobiernos recauden fondos para financiar proyectos y gastos del gobierno, mientras que un esquema Ponzi es una forma ilegal y fraudulenta de hacer dinero engañando a los inversores, es posible que algunos gobiernos emitan demasiada deuda pública con el fin de financiar gastos insostenibles y, en última instancia, llevar a una situación en la que el gobierno no puede cumplir con sus obligaciones financieras. En este caso, se podría hacer una analogía entre el esquema Ponzi y la emisión excesiva de deuda pública, ya que ambos dependen de una estructura insostenible de financiación. (Uryszek, 2018)

Al poderse pagar de vuelta y no prometerse altos rendimientos, no se cumplen las condiciones de un esquema Ponzi. No obstante, sus similitudes residen en la manera de hacer frente al repago del montante de una deuda es mediante la emisión de más deuda. De esta manera, esta estrategia de refinanciación se podría seguir repitiendo de manera infinita.

3. Definición de factores que afectan a la deuda pública

En este bloque analizaremos aquellos factores que más tienen que ver con el hecho de que un gobierno, en el caso de este estudio el español, tenga que incrementar el volumen de emisión de deuda al mercado para asegurar la cobertura del déficit, así como el crecimiento económico del país; según un estudio de Francisco Bastida, Bernardino Benito y María Dolores Guillamón y otro de Mubariz Mammadli.

3.1. Ciclos económicos

Los ciclos económicos hacen referencia a las fluctuaciones periódicas de la actividad económica en la economía de un país. Incluyen los aumentos y las disminuciones de la producción, el empleo y la renta en una economía determinada. Estos ciclos son inevitables en cualquier economía y se han observado a lo largo de la historia en todos los países.

Se dividen en cuatro etapas; expansión, auge, recesión y depresión. Durante el periodo expansivo, la economía crece y aumentan la producción, el empleo y los ingresos. En el periodo de auge, la economía ha alcanzado su punto máximo y se encuentra en la cúspide de su nivel de actividad. Durante una recesión, la economía sufre y la producción, el empleo y los ingresos caen. Por último, en la depresión, la economía está en una fase prolongada de declive económico, con altas tasas de desempleo y una producción y demanda muy baja.

Los ciclos económicos están influenciados por una variedad de factores, incluyendo cambios en las políticas monetarias y fiscales, cambios en la tecnología y en las innovaciones, fluctuaciones en los precios de las materias primas, y otros factores

externos, como las guerras o las crisis financieras internacionales. Los economistas y los responsables de la política económica a menudo tratan de prever y gestionar estos ciclos para minimizar sus impactos negativos y promover el crecimiento económico sostenible. (de Lucas et al., 2011)

Figura 3.
Representación gráfica de los ciclos económicos.

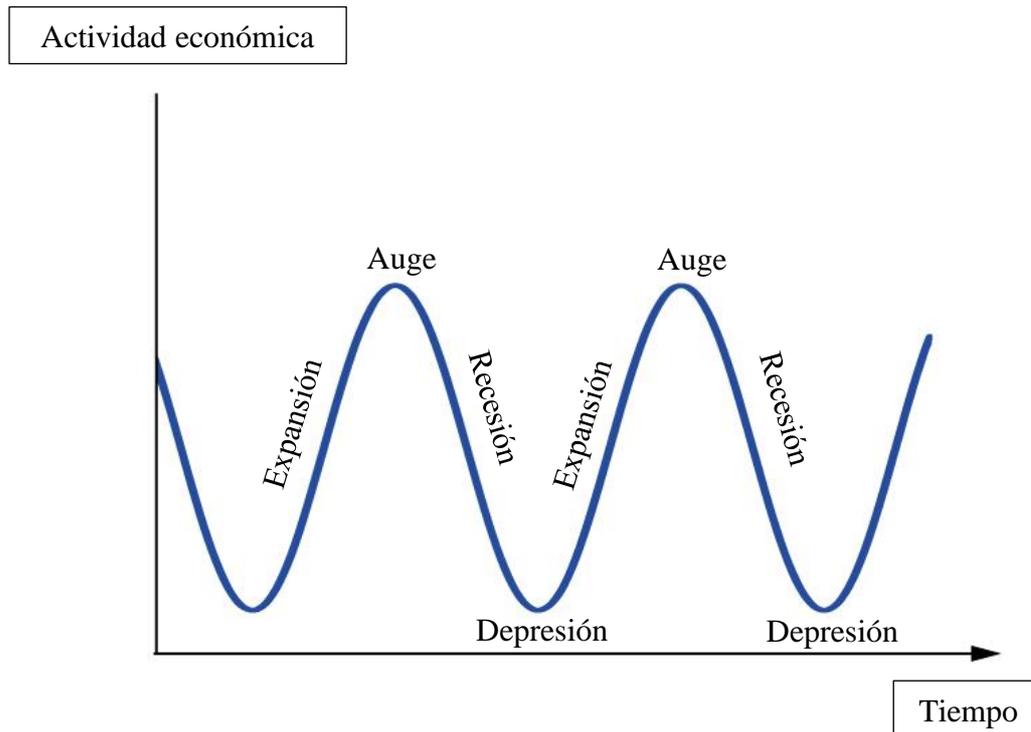


Gráfico de elaboración propia

3.2. Política fiscal

La política fiscal adoptada por el gobierno según el ciclo económico en el que se encuentre la economía del país tiene su impacto correspondiente en la emisión de deuda soberana.

Los estabilizadores automáticos son unos mecanismos a partir de los cuales se va produciendo, en función del ciclo económico, un impacto en el déficit público al margen de las decisiones de política que tomen los gobiernos. Sin que haya cambio de política económica, el ciclo económico repercute en la evolución de la deuda.

En la fase alcista del ciclo, automáticamente en función de que la economía crece (expansión, ingresos, empleo, menos desempleo, etc.) se genera un incremento de los ingresos públicos y una reducción del gasto. Todo esto, manteniendo el mismo patrón de política económica, se traduce en una mejora de las cuentas públicas y, por ende, en una rebaja de la necesidad de emitir deuda para financiar el déficit público.

En fase de crisis, sin que se redireccione la política económica; los ingresos se ven disminuidos, por lo que la recaudación fiscal es menor y el gasto público aumenta. Por tanto, el Estado tendrá que recurrir, a priori a una emisión mayor de deuda para poder hacer frente a ese incremento en el gasto público mientras se produce una disminución en los ingresos públicos (Castañeda, 2020).

Las políticas procíclicas son aquellas políticas que tienden a potenciar el signo del ciclo. El gobierno ejecuta políticas expansivas para reforzar el efecto positivo en la economía. El Banco Mundial la categoriza como la menos recomendable debido a que en épocas de recesión, esta se recrudece, mientras que en épocas de abundancia se refuerza el crecimiento a costa del crecimiento futuro. Al no existir ahorro por parte del Estado en las épocas de bonanza, el déficit público incrementa más rápidamente debido a la necesidad de la intervención estatal en política social para paliar con los efectos de la crisis. El resultado acaba siendo una emisión de deuda más fuerte de lo que sería en condiciones normales con el objetivo de cubrir ese déficit.

Por el contrario, las políticas contra cíclicas tienen por meta el contrarrestar el signo del ciclo. Se adoptan principalmente cuando la economía se encuentra en recesión, llevando a cabo políticas expansivas para tratar de revertir los efectos de la crisis. El Estado debe acudir a la deuda para poder hacer frente a un gasto público más grande que tiene por objetivo el de estimular a los principales agentes económicos como son el empleo, la producción y el propio consumo (Ramírez Cedillo & López-Herrera, 2019).

El Banco Mundial recomienda esta última por encima de las políticas procíclicas ya que fomentan un crecimiento sostenible y tienen un efecto amortiguador de la recesión (Banco Mundial, 2017).

3.3. Efectos de la crisis

La crisis económica puede tener un impacto significativo en varios aspectos de la economía de un país, entre ellos el mercado laboral y el sistema de pensiones. Estos efectos, a su vez, hacen mella en la evolución de la deuda pública de un país.

El aumento del desempleo genera un incremento del gasto público y niveles inferiores de ingresos fiscales para contrarrestar sus efectos negativos. Por su parte, las dificultades financieras asociadas con las pensiones requieren también de financiación pública. Estos factores influyen en el nivel y la evolución de la deuda soberana debido a la conexión que tienen con el crecimiento del déficit público.

3.3.1. Desempleo

El desempleo es uno de los problemas más graves y recurrentes a los que se ha tenido que enfrentar España desde la llegada de la democracia. El trato de este factor ha sido objeto de numerosos estudios y centro de políticas económicas durante los distintos gobiernos desde el último cuarto del Siglo XX hasta nuestros días.

Desde la llegada de la democracia en España a finales de la década de 1970, el desempleo ha sido uno de los desafíos económicos más persistentes y preocupantes para el país. A lo largo de las últimas décadas, España ha experimentado fluctuaciones significativas en las tasas de desocupación, con períodos de altas cifras de desempleo que han impactado profundamente tanto en la economía como en la sociedad española en su conjunto.

El desempleo, entendido como la falta de trabajo remunerado para aquellos que buscan empleo activamente, no solo tiene implicaciones económicas sino también sociales. La falta de empleo estable y adecuadamente remunerado afecta negativamente la calidad de vida de los individuos, así como la cohesión social y la estabilidad económica del país. Además, el desempleo prolongado puede tener efectos duraderos en la trayectoria laboral y en el bienestar general de las personas, así como en la desigualdad y la exclusión social. En este contexto, la relación entre el desempleo en España y la deuda pública ha sido objeto de análisis y debate. La deuda pública ha desempeñado un papel crucial en la

gestión de la crisis económica y en los esfuerzos por reactivar el mercado laboral (Aparicio, 2006).

Durante las últimas décadas, España ha enfrentado varios episodios de crisis económica, incluida la crisis financiera global de 2008 y la crisis de la deuda soberana de la Eurozona. Estas crisis han tenido un impacto significativo en el desempleo, a medida que las empresas reducían su personal y la demanda de trabajo disminuía. En este sentido, la deuda pública ha influido en el desempleo a través de diferentes mecanismos, como las políticas de austeridad fiscal implementadas para reducir el déficit público y estabilizar las finanzas del país (Argandoña, 1999).

En esta parte de la investigación, se explora la relación entre el desempleo en España y la deuda pública, mostrando cómo estos dos factores se han influenciado mutuamente a lo largo de los últimos 15 años.

Las políticas públicas adoptadas como medio para paliar con el desempleo traen consigo un incremento en el gasto público como se ha mencionado anteriormente. Durante los períodos de crisis, con un nivel de empleo más bajo, la recaudación por impuestos baja, por lo que buena parte de los ingresos del Estado también disminuyen. Especialmente en estos periodos de crisis económica, la subida del gasto público en políticas sociales tiene como efecto una profundización en el déficit presupuestario. Esta reacción en cadena acaba por ser financiada mediante la emisión de instrumentos de deuda soberana, tal como se viene explicando a lo largo del estudio.

Para explicar esto, Pedro Schwartz escribió en 2013 sobre la relación del mantenimiento del estado de bienestar con la crisis de deuda española. En este análisis, se definen los cuatro pilares del estado de bienestar español, siendo estos la sanidad, la educación, las pensiones y las prestaciones por desempleo. Con la disminución del número de contribuyentes, las arcas públicas deben hacer frente a un mayor gasto en este tipo de prestaciones con un nivel de ingresos inferior, como se ha mencionado previamente.

Por otra parte, el mantenimiento del estado de bienestar está visto como una parte esencial de la política actual. La salvación de estos beneficios sociales debe primar sobre cualquier

otro elemento de la vida política, concibiendo el sistema en ocasiones como insostenible (Schwartz, 2013).

3.3.1.1. Impacto del estado del desempleo sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID

El nivel de desempleo en España ha estado directamente ligado a las prestaciones por desempleo, que a su vez han tenido impacto en el déficit y en la deuda. Con el objetivo de comprobar hasta qué punto están ligadas estas dos variables, se han tomado los datos del valor absoluto tanto del nivel de desempleo como del nivel de deuda emitido en el periodo 2007-2022, según el Instituto Nacional de Estadística y Expansión. La Figura 4 muestra la relación que existe entre la variación interanual de parados y la variación interanual del nivel de deuda. Es evidente la dependencia de una variable de la otra, siguiendo la variación en el nivel de deuda casi con exactitud el patrón marcado por la variación interanual en el nivel de desempleo.

Figura 4.

Relación Desempleo-Deuda en España (2007-2022).

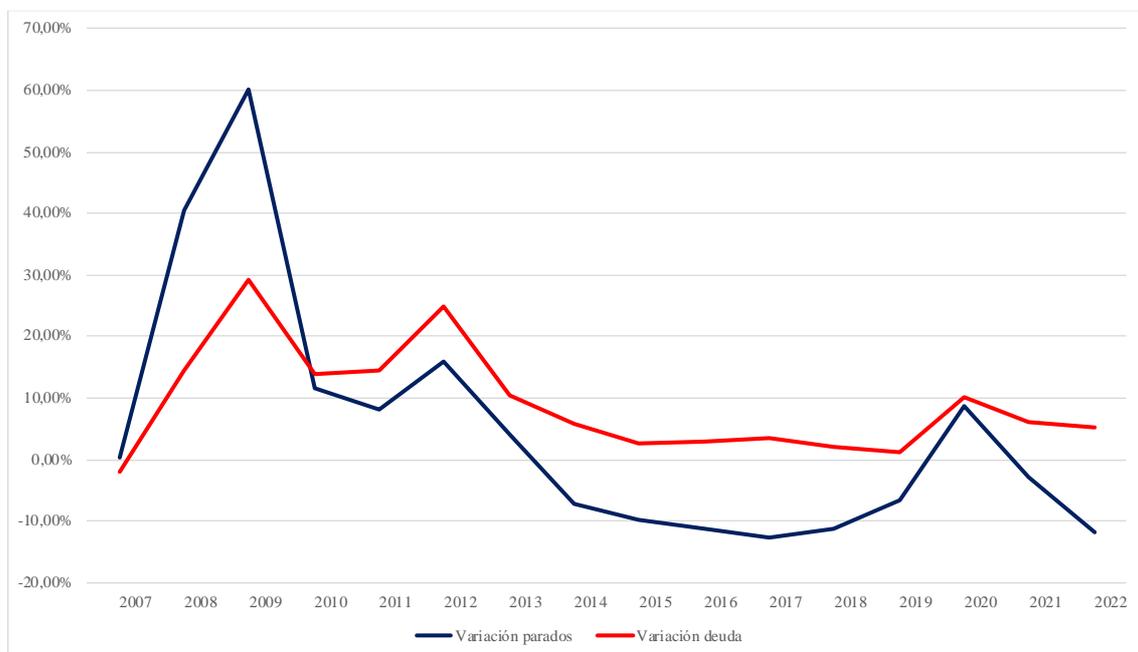


Gráfico de elaboración propia. Fuentes: Expansión (INE)

Como se puede apreciar en la Figura 4, el nivel de desempleo se mantuvo en una situación de decrecimiento constante entre 2015 y 2019, lo que contribuyó a una estabilización del crecimiento del nivel de deuda de entre el 1,20 % y el 3,35% interanual (ver Anexo I).

Con la llegada de la pandemia en el año 2020, el indicador de variación interanual de emisión de deuda pública se multiplicó por 8, llegando al 10,01% del 2019 al 2020 después de un 1,20% de variación entre el 2018 y el 2019. La interrupción de las actividades económicas y las dificultades sufridas por el tejido empresarial durante la pandemia supuso un fuerte incremento en el número de desempleados en España. A pesar de que se tomaron medidas como los conocidos Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE), el nivel de desempleo creció casi un 9% después de seis periodos consecutivos de descenso (ver Anexos I y V). Esto tuvo un impacto en el nivel de prestaciones sociales otorgadas y consecuentemente en el déficit y en la emisión de deuda (Lozano et al., 2020).

Transcurrido el peor año de la crisis sanitaria, el año 2021 vio incrementado el nivel de deuda, pero en esta ocasión de manera más suavizada en términos relativos gracias a la reactivación de la economía. Con esto, la tasa de variación de número de desempleados volvió a términos negativos para 2021 y 2022. A consecuencia de este hecho, la tasa de variación interanual de deuda, aunque siguiendo positiva, cayó a un 6,05% para el año 2021 y al 5,28% de incremento para 2022 frente a los datos del año previo (ver Anexo I).

3.3.2. Pensiones

El propio estudio de Schwartz incluye las pensiones dentro de los cuatro pilares del estado de bienestar. El caso español no se muestra diferente en este sentido.

El sistema español de pensiones ha sido un pilar fundamental del bienestar social y económico a lo largo del siglo XX y hasta la actualidad. Desde sus primeros pasos hasta su consolidación en la época democrática, ha experimentado importantes transformaciones y desafíos, en gran medida relacionados con la sostenibilidad financiera y la relación con la deuda pública (Schwartz, 2013).

A medida que España ha enfrentado cambios demográficos y económicos, el sistema de pensiones se ha enfrentado a presiones significativas. El envejecimiento de la población, el aumento de la esperanza de vida y las fluctuaciones económicas han planteado interrogantes sobre la capacidad del sistema para mantener el nivel de las prestaciones y garantizar la seguridad financiera de los jubilados. Estas cuestiones se han visto agravadas por el contexto de la crisis y su agravio en el déficit presupuestario. (Crespo, 2010).

La relación entre el sistema de pensiones y la deuda pública se manifiesta en varios aspectos. Por un lado, el incremento en los costes de las pensiones ha generado un incremento en la presión fiscal y la necesidad de que el aumento del déficit generado por estos costes sea financiado a través de la emisión de deuda pública. Por otro lado, las reformas del sistema de pensiones, impulsadas en parte por la necesidad de garantizar su sostenibilidad financiera, han sido influenciadas por consideraciones relacionadas con la deuda pública y la estabilidad económica del país.

En este caso, se explora la evolución del sistema de pensiones en España desde comienzos del siglo XX, analizando la relación existente entre el gasto público invertido en el sistema de pensiones y la evolución de la deuda. Se examinará la relación entre el sistema de pensiones y la deuda pública, investigando cómo la gestión de la deuda ha afectado la sostenibilidad y la financiación del sistema.

En última instancia, la gestión del sistema de pensiones es otro tipo más de administración financiera dentro de las cuentas públicas de un país. Este puede tener un impacto significativo en la deuda pública de un país. Varios factores influyen en esta relación, incluyendo el mencionado envejecimiento de la población, y la forma en que se financia el sistema de pensiones.

En primer lugar, el envejecimiento de la población y el aumento de la esperanza de vida representan desafíos para la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones. A medida que la proporción de personas mayores aumenta en comparación con la población en edad de trabajar, el gasto en pensiones tiende a aumentar. Esto puede generar presiones sobre las finanzas públicas, ya que los ingresos fiscales pueden no ser suficientes para cubrir los gastos crecientes. Como resultado, los gobiernos pueden verse obligados a recurrir a

la deuda pública para financiar los pagos de pensiones y mantener el sistema en funcionamiento (Alda et al. 2018).

Además, la forma en que se financia el sistema de pensiones también puede tener implicaciones para la deuda pública. En el caso de España, el sistema de pensiones está financiado por las contribuciones de los trabajadores y empleadores, que se destinan a un fondo de reserva específico. Sin embargo, desde la crisis de 2010, existen menos de dos contribuyentes por cobrador de pensión, por lo que no se llega al mínimo requerido para financiar las pensiones (Schwartz, 2013). Al no ser suficientes los ingresos del fondo para cubrir estas prestaciones, el gobierno debe recurrir a la deuda para financiar la diferencia, contribuyendo al aumento de la deuda gubernamental (Gorospe, 2013).

Asimismo, los cambios en las políticas de pensiones pueden afectar la deuda pública. En momentos de dificultades económicas o para garantizar la sostenibilidad del sistema, los gobiernos pueden implementar reformas que reduzcan los beneficios de jubilación o aumenten la edad de jubilación. Estas medidas pueden ayudar a controlar los costes del sistema de pensiones, pero también pueden generar tensiones sociales y políticas. Además, si los cambios en las políticas de pensiones no son suficientes para abordar los desafíos financieros a largo plazo, el gobierno puede verse nuevamente obligado a financiar las deficiencias mediante la emisión de deuda pública. (García & Sánchez, 2019).

Existe otro estudio por Trang Hoang (2023) que relaciona directamente las reformas en los sistemas públicos de pensiones con la mejora de la calificación de la deuda soberana. Se explica que, si bien es cierto que la reforma del sistema de pensiones no es la panacea para todos los problemas de infrafinanciación de pensiones para un país, sí que existe un impacto positivo en el rating de la deuda pública. Mediante la reafirmación de lo expuesto anteriormente en este estudio, Hoang asegura que el buen manejo de las pensiones es un elemento clave tanto para el nivel de deuda como para la calificación de la misma. Esto es relevante ya que, a mejor calificación, menor será el coste del endeudamiento nacional, lo que facilitará el cumplimiento de esta responsabilidad financiera en el futuro.

Hoang se centra en analizar la relación entre las reformas de pensiones y la calificación crediticia de los gobiernos estatales. En él afirma que, en los últimos años, las pensiones públicas, y en particular su impacto en la sostenibilidad fiscal de los estados, han sido

objeto de creciente escrutinio tanto en los medios de comunicación como entre el público en general. En este contexto, muchos gobiernos estatales han adoptado reformas de pensiones con el objetivo de reducir las futuras obligaciones, aumentar los activos de los fondos de pensiones y mejorar los niveles de financiación de las mismas.

Los resultados obtenidos varían en función de las especificaciones utilizadas en el análisis, pero se observan algunos resultados claros. En primer lugar, se sugiere que la adopción de reformas de pensiones en sí misma no tiene un impacto estadísticamente significativo en las calificaciones crediticias. Sin embargo, la intensidad y la naturaleza de las reformas son factores determinantes.

Además, los resultados de las especificaciones ampliadas indican que el impacto de la reforma de pensiones en la evaluación de la calificación crediticia difiere según las condiciones financieras del gobierno estatal. En casos donde los gobiernos emisores tienen mayor capacidad financiera, como un superávit presupuestario o reservas operativas, es posible que las reformas de pensiones no reciban mucha atención en el proceso de evaluación crediticia, ya que se asume que tienen mayor capacidad de endeudamiento. Pese a todo, el impacto de las reformas de pensiones en la calificación crediticia estatal se fortalece a medida que aumenta la deuda gubernamental, especialmente la deuda no garantizada (Hoang, 2023).

3.3.2.1. Impacto del estado de las pensiones sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID

Como muestra la Figura 5, la relación entre las tasas de variación interanual de estas dos variables se hace más visible a partir del año 2015, con un coeficiente de correlación de 0,89.

Figura 5.

Relación Pensiones-Deuda en España (2003-2022).

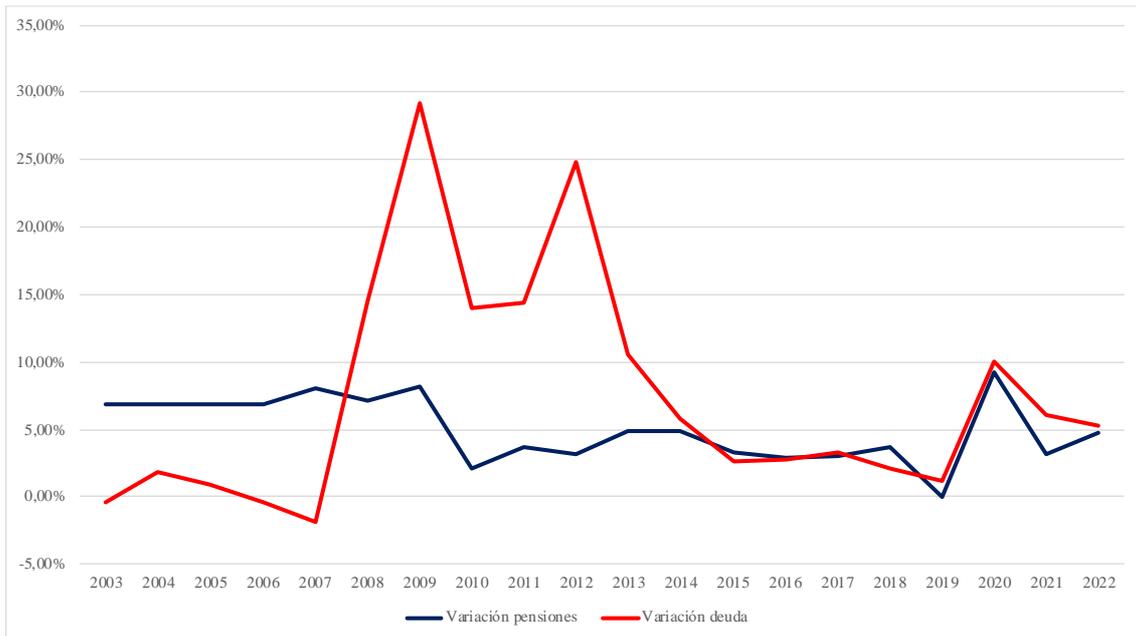


Gráfico de elaboración propia. Fuente: EpData (Ministerio de Hacienda)

El camino seguido por la variación de la emisión de deuda pública española ha ido visiblemente de la mano de la variación del gasto presupuestado en pensiones durante los últimos años. Como se ha mencionado previamente, las pensiones son un pilar fundamental del estado de bienestar, y el propio sistema público de pensiones constituye, año tras año, uno de los componentes de más peso en los Presupuestos Generales del Estado (de la Fuente et al., 2020).

A la llegada de la crisis del coronavirus en 2020 se sumó un repunte del presupuesto asignado al sistema de pensiones con respecto al año anterior. El incremento en más de un 9% de los fondos asignados a las pensiones se acercó mucho al incremento del 10,01% del volumen de deuda emitida por el gobierno español. El crecimiento del déficit por la cantidad de ayudas necesarias, tanto en materia de pensiones como en otros ámbitos, se sumó a la subida presupuestaria de las pensiones, provocando la abrupta subida de cantidad de deuda emitida (Grata & Jaroszyk, 2022).

A partir de 2021, con las cifras de defunciones sobre la mesa, el crecimiento presupuestado para las pensiones se estabilizó entre el 3% y el 4% (ver Anexo VI). Las tasas de mortalidad entre las personas en edad de recibir pensiones fueron las más

afectadas por la pandemia, lo que ayudó a que los ajustes en las pensiones se diesen de manera más controlada (Gutiérrez et al., 2022).

3.4.Crecimiento del PIB

El producto interior bruto es el indicador de la producción total de riqueza por parte de una economía estatal. En el ámbito macroeconómico, es el indicador más básico y fundamental para medir la hacienda de un país. Prueba de ello es el hecho de que el crecimiento del PIB sea el objetivo más importante de toda política económica por parte de cualquier gobierno, así como condicionante de sus políticas fiscales y monetarias (Ariño, 1997).

En la Figura 6 se muestra el crecimiento del PIB español a lo largo de los últimos 20 años. Se aprecian fácilmente tanto el impacto de la crisis de 2008 y los años posteriores de lenta recuperación como, en mayor medida, la caída tan drástica que supuso la paralización de la economía nacional y mundial en el año 2020.

Figura 6.
Crecimiento del PIB en España (2002-2022).

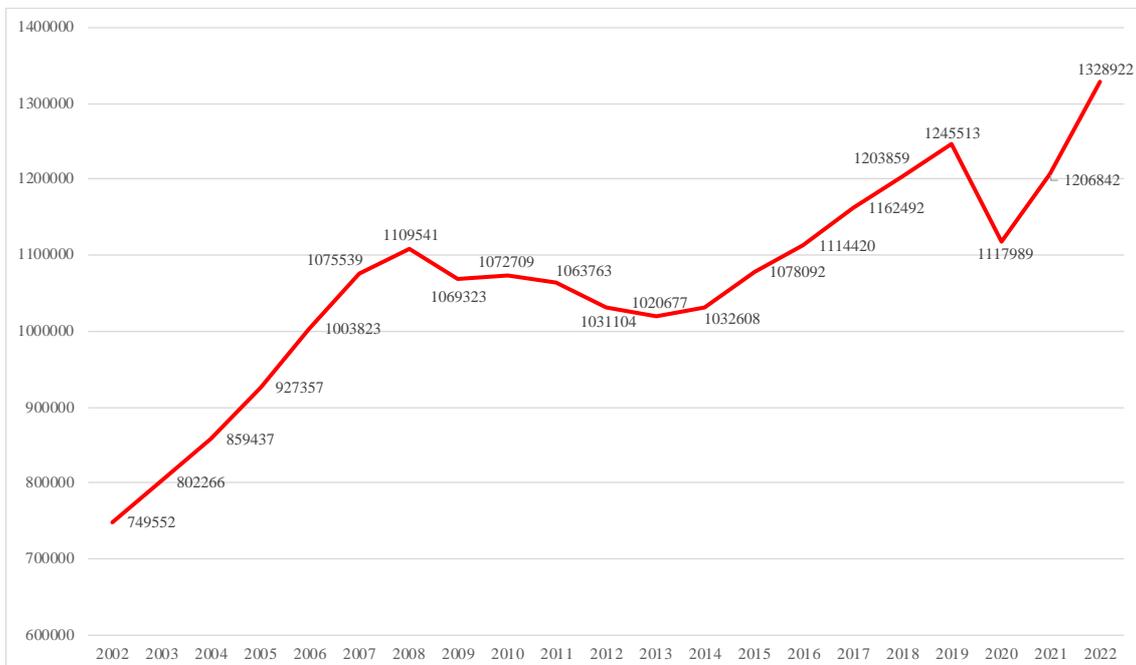


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Expansión (INE)

3.4.1. Ratio deuda/PIB

Esta ratio es uno de los más usados cuando se trata de ilustrar sobre la deuda. Cobró especial importancia desde la llegada de la pandemia del coronavirus en 2020, debido a que la brecha entre ambas variables se acentuó de manera desmesurada. Con todo esto, las preocupaciones sobre la capacidad de repago de las obligaciones contraídas por parte del estado español comenzaron a intensificarse entre los ciudadanos.

Desde el año 2012 la situación de la relación entre deuda y PIB en España hace que el resultado de esta ratio se vaya alejando cada vez más del objetivo del 60% fijado por la Unión Europea. Si bien este es el nivel “faro” estipulado por la UE, la literatura sugiere que para cada país existe un nivel de deuda pública que se puede considerar “prudente”. Este nivel es el considerado como punto de inflexión antes de que un país se vea llevado a un escrutinio más exhaustivo por parte de los mercados financieros en términos de fortaleza presente y futura de su economía y la robustez de sus instituciones políticas. Estos indicadores, previamente mencionados, serán clave a la hora de que un prestamista evalúe la situación de un país y establezca la tolerancia al riesgo que tiene en aras de invertir en instrumentos de deuda soberana de ese país. (Alloza et al., 2021).

Figura 7.

Ratio Deuda/PIB en España (2002-2022).

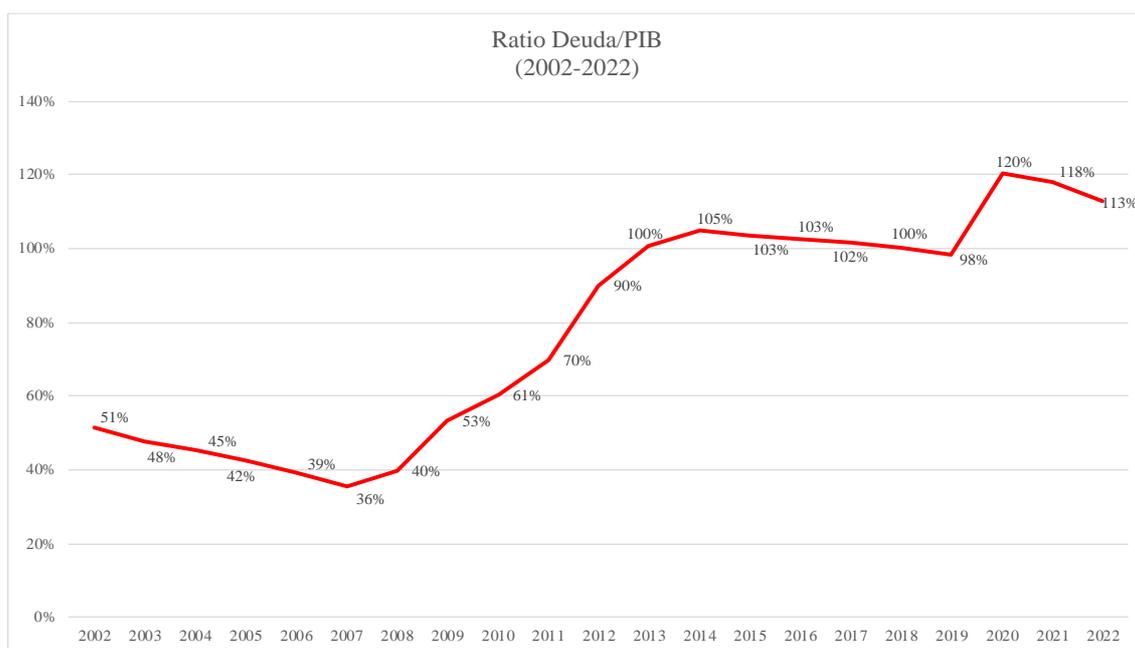


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Expansión (INE)

En un informe del año 2013 publicado por el Fondo Monetario Internacional se advertía sobre el peligro que tenía la dirección que estaban tomando las economías desarrolladas hacia el sobreendeudamiento. Atendía, entre otras variables, a la mencionada ratio de deuda pública/PIB, estableciendo que el máximo histórico alcanzado en ese año era solamente un preámbulo de lo que pasaría en los años venideros en las economías más avanzadas. Tomaba como contraste otras economías en desarrollo cuya media estaba en el 35,3% frente al 108% de media de los países desarrollados. Entre las soluciones propuestas se encuentran el crecimiento económico, la generación de inflación para reducir el valor real de la deuda y otras medidas de represión financiera entendida como la transferencia de la riqueza de ahorradores a acreedores. Esto afectaría principalmente a los fondos de pensiones privados y a los contribuyentes con el establecimiento de nuevos impuestos con el objetivo de equilibrar el déficit (Reinhart & Rogoff, 2013).

En este contexto, una de las preocupaciones más grandes es el cómo se puede disminuir esta ratio. La disminución de la ratio deuda pública/PIB depende de los tres factores que conforman la ecuación de sostenibilidad de la deuda pública: la tasa de crecimiento del PIB, los tipos de interés de las obligaciones a 10 años y el déficit o superávit primario (Boletín Mensual del Banco de España, 2012).

En primer lugar, es esencial comprender el concepto de superávit primario. Este se produce cuando los ingresos del gobierno, excluyendo los pagos de intereses de la deuda, superan los gastos totales. Esto significa que el gobierno tiene un exceso de ingresos que puede destinar a reducir la deuda existente. Al lograr superávits primarios de manera consistente, el gobierno puede hacer frente a sus obligaciones de deuda y, al mismo tiempo, disminuir la proporción de deuda/PIB (Chicoli, 2016).

No obstante, lograr superávits primarios por sí solo no es suficiente para garantizar una reducción sostenible de la ratio deuda/PIB. Aquí es donde entra en juego el crecimiento del PIB nominal. El PIB nominal es el valor total de la producción económica de un país a precios corrientes, es decir, sin ajustar por inflación. Para que la ratio deuda/PIB disminuya a largo plazo, es necesario que el PIB nominal crezca a un ritmo mayor que el tipo de interés implícito de la deuda pública (Arango, 2000).

El tipo de interés implícito de la deuda pública representa la tasa de interés efectiva que el gobierno paga por su deuda. Si el PIB nominal crece a una tasa más alta que el tipo de interés implícito de la deuda pública, los ingresos del gobierno aumentarán a un ritmo superior a sus obligaciones de pago de intereses. Esto implica que el gobierno tendrá más capacidad para hacer frente a su deuda y, al mismo tiempo, reducirá la proporción de deuda/PIB (Maudos, 2014).

3.4.2. Impacto de los cambios en el PIB sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID

En cuanto a la relación que existe entre la variación interanual de la deuda pública y la del producto interior bruto, queda representada en la Figura 8. Con un coeficiente de correlación negativo superior a 0,61, existe una relación inversa entre las dos variables. Esta es explicada por el efecto que tiene la producción de riqueza en el tejido que rodea a la deuda soberana. Cuanto mayor sea el PIB de un periodo, mayor será la capacidad de repago de deuda correspondiente a periodos anteriores. Otra explicación es achacable a los periodos de crisis vividos desde comienzo de siglo. Es visible la caída del PIB durante la crisis de 2008, así como la de 2020 (mucho más profunda) en el año que comenzó la pandemia. Por su parte, la variación interanual experimentada por la deuda española se ve incrementada durante estos periodos de crisis.

Figura 8.

Relación PIB-Deuda en España (2003-2022).

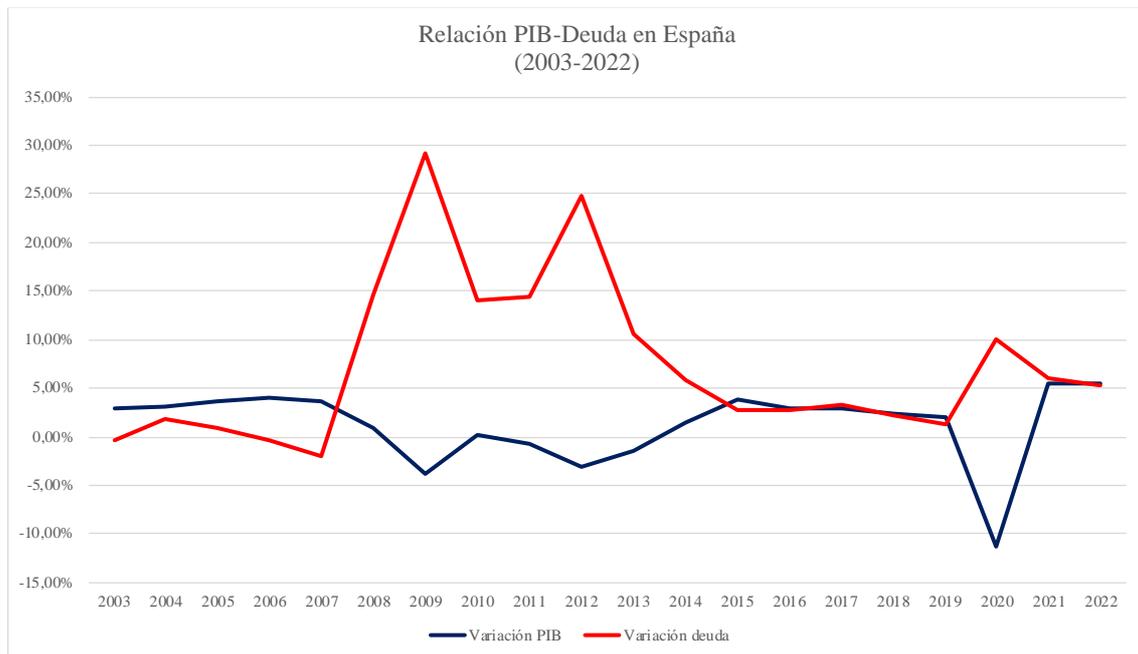


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Expansión (INE)

Como se puede apreciar en la misma Figura 8, las mayores disparidades se han dado en los momentos de crisis. La contracción de la actividad económica del país y las políticas contra cíclicas adoptadas por el gobierno implicaron un incremento sustancial del gasto público traducido en una elevación del déficit público a causa de la bajada de la recaudación. La toma del papel de estimulador de la economía y apoyo de los sectores en riesgo provocan que todo ese gasto acumulado se deba financiar con deuda (Pérez & Solera, 2017).

Eso fue lo que ocurrió con la crisis provocada por el COVID. La abrupta bajada de la producción nacional debida a la detención por completo de la gran mayoría las actividades productivas en nuestro país ocasionaron la intervención del Estado en numerosos ámbitos de la economía nacional. Dentro de las medidas implementadas, se pueden resaltar aquellas enfocadas en fortalecer el sistema de salud, garantizar el suministro básico a las familias más vulnerables y proteger el tejido empresarial y el empleo. Con este propósito, se tomaron decisiones para facilitar los ERTE, otorgar prestaciones a los trabajadores autónomos, permitir aplazamientos en el pago de impuestos para las pequeñas y medianas empresas (PYMES) y aplicar bonificaciones en

las cotizaciones a la Seguridad Social de los empleados afectados por los ERTE (Forte-Campos et al., 2021).

El incremento del déficit afrontado en el año 2020 fue superior al 247% (ver Anexo III) como se puede ver en la Figura 1. Esto es prueba salto en la necesidad de emisión de deuda para poder cubrir todas esas necesidades. A pesar de ello, a partir de 2021 la situación comenzó a normalizarse.

3.5. Tipos de interés

Los tipos de interés son la representación de la facilidad de obtención de dinero. Los tipos de interés del Banco Central Europeo tienen una relación directa con la deuda pública de los países de la zona euro, entre ellos España. Esto se debe a que los tipos de interés del BCE afectan el coste de financiación y la refinanciación de la deuda existente. Los tipos de referencia son el €STR y el Euríbor. El €STR (Euro Short-Term Rate) es la tasa de interés interbancario que refleja el coste de financiación para los bancos de la zona del euro de tomar fondos en operaciones de depósito a un día. El Euríbor (Euro Interbank Offered Rate) es el tipo de interés de mercado a la cual los bancos de la zona euro pueden financiarse sin garantías en el mercado mayorista (Banco de España, 2023).

Cuando el BCE reduce los tipos de interés de referencia, se reduce el coste de emisión de deuda pública y los gobiernos pueden pedir dinero prestado a tasas más bajas. Esto reduce el coste total de la deuda y facilita el acceso a financiación más económica.

Además, los cambios en los tipos de interés del BCE también influyen en la confianza de los inversores. Si el BCE establece tipos de interés bajos, los inversores pueden percibir menor riesgo en la deuda pública de los países del Eurosistema, lo que puede llegar a generar una mayor demanda de bonos y una disminución en la prima de riesgo asociada. Esto permite a los países acceder a financiación en condiciones más favorables y reduce la carga de intereses de la deuda (Alberni et al., 2022).

3.5.1. Euríbor

Los tipos de interés de la deuda pública se determinan principalmente por las políticas del gobierno emisor, junto con las condiciones del mercado financiero. Pese a esto, en el caso de préstamos y bonos de deuda pública con tipos de interés variables, el Euríbor puede influir en sus tasas de interés. Estos instrumentos financieros suelen tener tasas que se ajustan periódicamente, generalmente cada seis o doce meses, basadas en una tasa de referencia como el Euríbor. Si el Euríbor sube, los tipos de interés de estos préstamos y bonos también aumentarían, lo que podría llevar a un incremento en los costos de la deuda pública.

Además, cuando el Euríbor disminuye, existe la posibilidad de que los gobiernos puedan renegociar su deuda existente. Esto implica ajustar los términos y condiciones de la deuda para beneficiarse de los tipos de interés más bajos. Al hacerlo, los gobiernos pueden reducir los costos de la deuda y aliviar su carga financiera (Pérez, 2011).

3.5.1.1. Impacto del estado del Euríbor sobre el coste de la deuda: antes, durante y después del COVID

En la Figura 9 se puede apreciar la evolución del Euríbor en comparación con la evolución del tipo de interés asociado a las obligaciones españolas a 10 años emitidas a lo largo de manera mensual durante los últimos 20 años. Es evidente la asociación de ambos a lo largo de su desarrollo, con lo que se puede afirmar la influencia que llega a tener este tipo de referencia en las condiciones de emisión de deuda soberana española.

En el mismo gráfico se puede ver cómo durante la crisis financiera de 2008, el BCE puso en marcha una serie de medidas con el objetivo de inyectar liquidez en el mercado a modo de estímulo para la reactivación de la economía de la Eurozona. Los instrumentos que maneja el Banco Central Europeo son los tipos de interés, y su gestión, dedicada a facilitar liquidez a los bancos ante la posibilidad de colapso del mercado interbancario, sirvió en buena medida para estimular el consumo y reactivar la economía (García et al., 2010).

Durante la crisis del coronavirus, y con unos tipos que ya venían siendo más bajos de entrada que en el estallido de la crisis de 2008, esta situación se repitió con una bajada

que llegó al -0,49% medio anual en 2021 siendo este el mínimo histórico (ver Anexo VIII). Los bajos tipos señalados durante los años pre-COVID se dieron en el marco de la recuperación y el desarrollo de la economía europea tras la mencionada crisis de 2008.

La batería de medidas de ayuda de la Unión Europea con el paro de la economía de la Eurozona en el año 2020 fue destinada principalmente a la financiación, con lo que la situación del precio del dinero debía fijarse muy baja. El objetivo era el mismo que durante la anterior crisis, una reactivación de la economía facilitando la obtención de liquidez (Carbó & Rodríguez, 2020).

A partir de 2022, con la situación de guerra en Ucrania y el estado de las economías europeas tras la pandemia, la inflación se ha convertido en el nuevo enemigo de las cuentas europeas. Esta situación ha provocado un viraje en la política monetaria del BCE, con una subida de tipos considerable a partir de julio de 2022, tal como se muestra en la Figura 10, con el fin de combatir el impacto de la inflación moderando la demanda (Carbó & Rodríguez, 2023).

Figura 9.

Relación Euríbor-Tasa de Interés de las obligaciones españolas a 10 años (2002-2022).

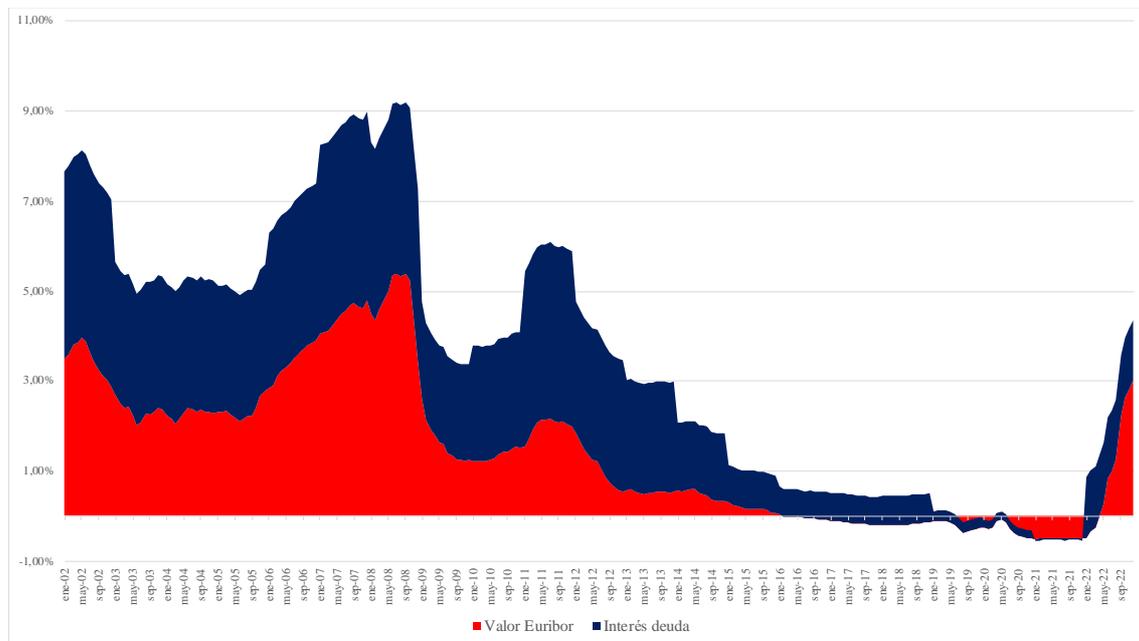


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Eurostat & Expansión (INE)

Figura 10.

Histórico de Tipos Oficiales Banco Central Europeo (2000-2022).

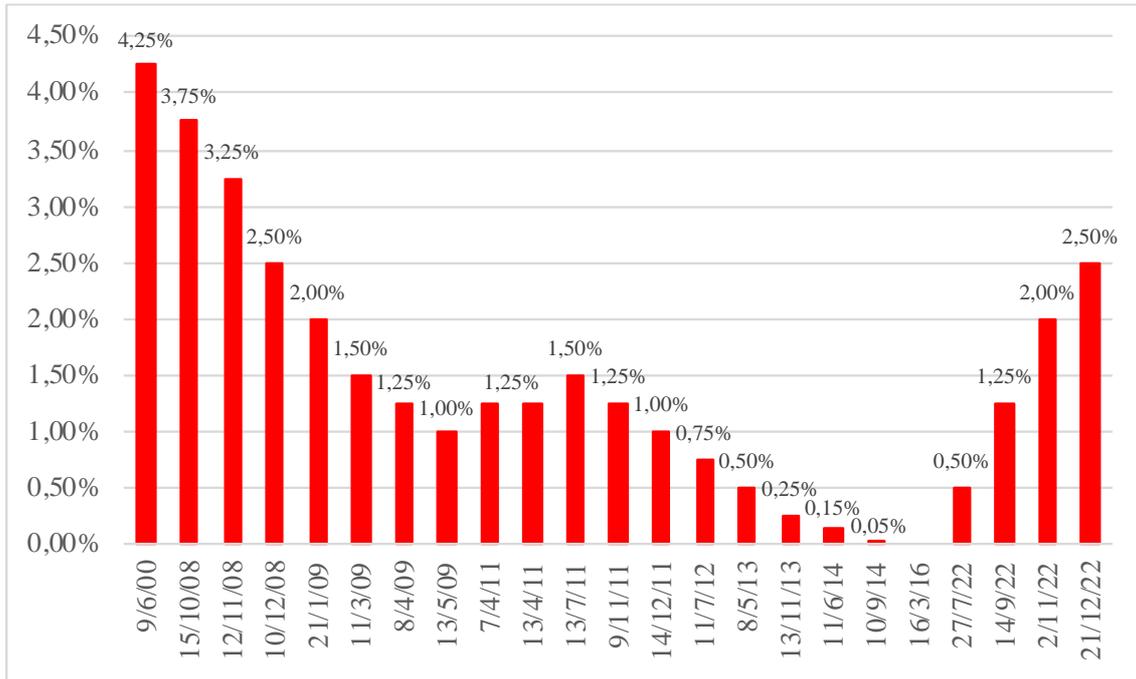


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Expansión (BCE)

La figura 10 muestra el histórico de tipos oficiales marcados por el BCE. Estos son los que reflejan la facilidad con la que el BCE presta dinero a las instituciones financieras a corto plazo. Afecta directamente a la inyección de líquido en la economía de la zona euro, además del precio del dinero en los préstamos que los bancos realizan a sus clientes (BCE, s. f.). Si se compara con la evolución vista en la Figura 9, la similitud de su tendencia con la del Euríbor y la del tipo de interés de la deuda española a 10 años se hace también muy evidente.

3.5.2. Prima de Riesgo

La prima de riesgo es el diferencial que existe entre la rentabilidad demandada por los inversores al comprar la deuda de un país en comparación con el riesgo del bono alemán. Este se considera como referencia debido a su mayor seguridad y menor susceptibilidad a fluctuaciones basadas en factores coyunturales o puntuales, como son los considerados en este estudio.

En términos generales, representa el estímulo necesario para que los compradores superen sus temores e ignoren los riesgos asociados con la inversión en la deuda de los países afectados por problemas de déficit o crecimiento limitado. Este rechazo se basa en la preocupación de que, si los inversores sospechan que el Estado no está generando suficientes ingresos, no habrá fondos disponibles para pagar a aquellos que han adquirido su deuda (Aguirreamalloa et al., 2011).

Su medida son los puntos básicos, cada uno representando el equivalente a 0,01%. La evolución de la prima de riesgo española con respecto al bono alemán a 10 años desde 2010 ha arrojado resultados más firmes desde el año 2014, con la estabilización posterior a la crisis de las hipotecas subprime. Esta evolución queda ilustrada en la Figura 11, con datos mensuales de los últimos 12 años.

Figura 11.

Evolución de la Prima de Riesgo española respecto al bono alemán a 10 años (2010-2022).

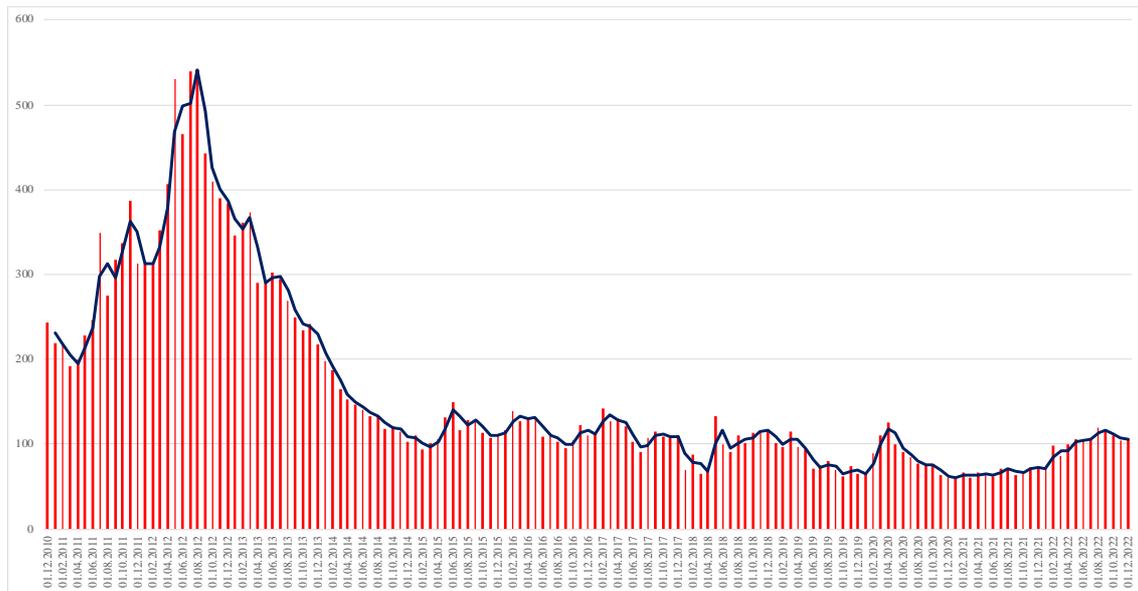


Gráfico de elaboración propia. Fuente: BME

La relación entre la prima de riesgo y los tipos de interés de la deuda pública es estrecha y se basa en el riesgo percibido por los inversores. Como se ha afirmado anteriormente, la prima de riesgo representa la diferencia entre los tipos de interés de la deuda pública de un país y los tipos de interés de referencia considerados estables, en el caso español, el bono alemán. La prima de riesgo refleja el riesgo percibido al invertir en la deuda pública de un país en comparación con la referencia (Vaquera & Vaquera, 2012).

3.5.2.1. Impacto del estado de la prima de riesgo sobre el coste de la deuda: antes, durante y después del COVID

Como se puede apreciar en la Figura 12, mediante la comparación de la evolución de la prima de riesgo española con la de los tipos de interés de las obligaciones españolas a 10 años (a valor medio anual), se puede apreciar que ambos están estrechamente ligados. Los aumentos en la prima de riesgo de España provocan la subida de los tipos de interés de su deuda, ya que los inversores requieren una mayor compensación por el riesgo adicional. Por el contrario, la disminución de la prima de riesgo entre 2013 y 2014 provocó que los tipos de interés de la deuda pública se contrajesen de la misma manera, gracias al menor riesgo asociado.

Figura 12.

Relación Prima de Riesgo-Tasa de interés de las obligaciones españolas a 10 años (2010-2022).

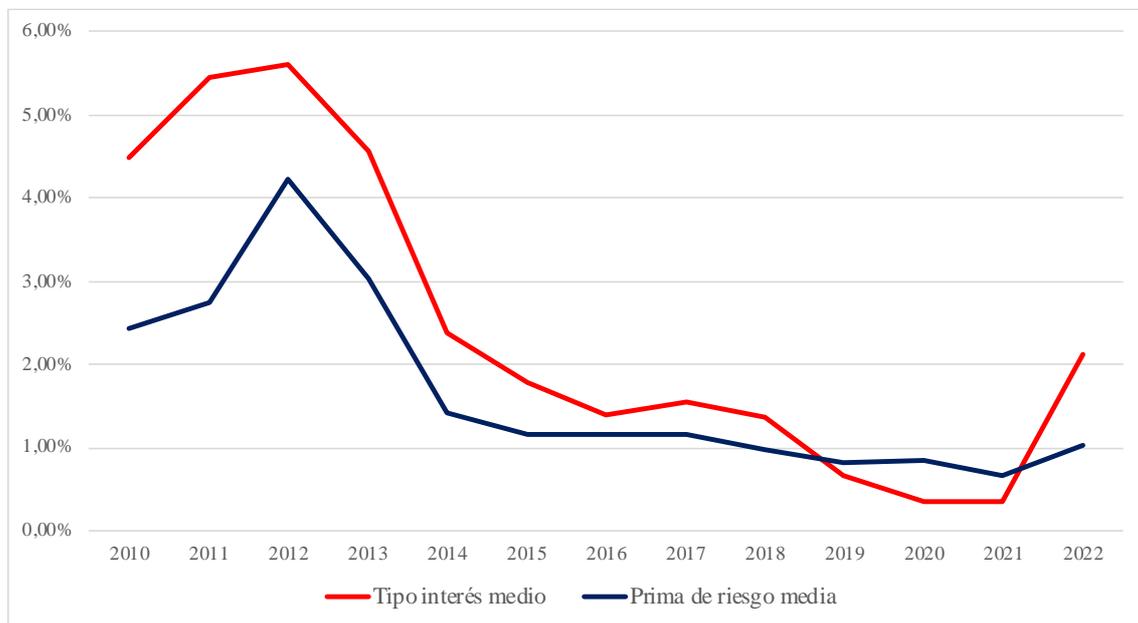


Gráfico de elaboración propia. Fuente: BME & Expansión (INE)

En la etapa de entre crisis, entre 2015 y febrero de 2020, la prima de riesgo española se mantuvo en un decrecimiento estable (ver Anexo IX). El tipo medio para año 2015 fue de 116,9 puntos básicos, mientras que el dato para febrero de 2020 es de 89,1 puntos básicos.

Es entonces cuando se produce la coyuntura. Tal como se expone en la Figura 11, la prima de riesgo española sufrió un repunte fuerte entre el mes de febrero hasta abril de 2020, desde los 89,1 hasta los 125,9 puntos básicos (ver Anexo IX), coincidiendo con el periodo de inicio de la emergencia sanitaria y la interrupción de las actividades económicas en España. Pese a ello, gracias al potente programa de compra de títulos de deuda pública y privada anunciado por el propio BCE el 18 de marzo, por un total de 750.000 millones, la prima de riesgo volvió a tomar una tendencia bajista durante los siguientes doce meses (Fernández & Torres, 2020).

3.6.Estado de la balanza comercial

La balanza comercial es uno de los componentes de la balanza de pagos. Esta es un indicador macroeconómico que proporciona información sobre la situación económica del país de una manera general. Se trata de un documento que elaboran los bancos centrales de cada país para el Fondo Monetario Internacional de manera estandarizada. Muestra la posición de inversión internacional de cada país al final del año.

La balanza de pagos recoge contablemente todos los ingresos que recibe un país, procedentes del resto del mundo, así como los pagos que realiza en el otro sentido. El resultado es la diferencia entre las importaciones y exportaciones de bienes, servicios, capital o transferencias y puede constituir un déficit o un superávit.

Se subdivide en cuatro cuentas: la cuenta corriente, la cuenta de capital, la cuenta financiera y la cuenta de errores y omisiones. La cuenta corriente recoge los datos de importaciones, exportaciones, rentas y transferencias. La cuenta de capital refleja las inversiones directas, la compra o venta de valores extranjeros y los pasivos, bancarios y no bancarios, tanto entrantes como salientes durante el año. La cuenta financiera recoge la variación neta de activos y pasivos financieros (Fondo Monetario Internacional, 2009).

Un estudio estadístico de la Universidad Técnica de Cotopaxi reflejó en 2022 una correlación importante entre la sostenibilidad de la deuda soberana con el estado de la balanza comercial mediante el análisis del caso de Brasil. Concluye que existe un coeficiente de relación inverso de 4,43 entre ambas variables, deuda pública y saldo de la

balanza comercial de un país. Esto se traduce en que por cada punto porcentual que incrementase el saldo de la balanza comercial, el saldo deudor por parte del Estado, en el caso de Brasil, se reduciría en 4,43 puntos (Negrete & Quevedo, 2022).

La relación entre ambas es bidireccional. En otro análisis dedicado a las finanzas públicas colombianas se llegó a la conclusión de que la manera en que se maneja la deuda externa tiene repercusiones directas en el saldo de la balanza de capital. Esta relación se da igualmente de manera inversa, lo que significa que un buen manejo de la deuda externa, resultando en una disminución del saldo total de la misma y de los tipos de interés asociados a nuevas emisiones, tendrán como efecto una disminución del déficit en la balanza de capital (Rodríguez & Segura, 2013).

3.6.1. Manejo de la deuda externa

La deuda externa es la parte del endeudamiento nacional que ha sido contraída con entidades extranjeras, como gobiernos extranjeros, instituciones financieras internacionales o inversores internacionales. Se compone de los préstamos y créditos que un país ha obtenido en el extranjero y que están pendientes de pago. Esto significa que tiene mucho que ver con la posición de inversión internacional (Papis & Godoy, 2000).

En aquellas ocasiones en que se da en divisas, esto se convierte en un factor influyente adicional para el manejo de la deuda soberana de un país. En el caso de España, gran parte de la deuda externa está contraída con Europa, y el uso del euro en el continente europeo hace que este manejo se convierta en algo más sencillo (Baliña & Berges, 2015).

Los préstamos de la Unión Europea a sus Estados miembros no se consideran como deuda externa en el sentido estricto del término. Esto se debe a que la UE es una entidad supranacional compuesta por sus países miembros que comparten una unión económica y política.

Cuando un país miembro de la UE recibe un préstamo de la UE, el dinero proviene del presupuesto de la UE o de sus instituciones financieras, como el Banco Europeo de Inversiones. Estos préstamos se consideran deuda intra-UE, es decir, dentro del marco de la unión económica.

La deuda externa generalmente se refiere a los préstamos que un país debe a entidades extranjeras, como gobiernos extranjeros o instituciones financieras internacionales fuera de su marco nacional o regional. En el caso de los préstamos de la UE, al ser una entidad supranacional formada por países miembros, no se consideran como deuda externa. Sin embargo, es importante tener en cuenta que las deudas con otros países o instituciones fuera de la UE sí se considerarían como parte de su deuda externa (Sánchez-Barrueco, 2021).

El mencionado informe de Reinhart y Rogoff del año 2013 para el Fondo Monetario Internacional sobre las enseñanzas de las crisis financieras y de deuda soberana expone también los problemas asociados con un exceso de deuda externa.

La evolución de la composición de la deuda externa en España ha seguido un patrón inestable y poco beneficioso de cara al ahorro nacional. Al inicio de la crisis de 2008, el 80% de la deuda viva externa española correspondía a deuda privada. Para el año 2014, la deuda privada había caído tremendamente. El endeudamiento empresarial cayó 27 puntos porcentuales, mientras que el de los hogares bajó 12 puntos. Por su parte, la parte del endeudamiento externo correspondiente a la deuda pública se duplicó en ese periodo.

Por su parte, el principal acreedor de la deuda agregada española es el sistema bancario español, aunque el Banco Central Europeo y sus programas LTRO (Long Term Refinancing Operations- Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo) de inyección de liquidez constituyen la otra gran parte acreedora de la deuda pública española (Baliña & Berges, 2015).

Es evidente que la deuda externa representa la carga más grande para la posición de inversión internacional española, y que esta supone el mayor reto económico en el nivel geopolítico para nuestro país. Al contrario que en el caso de la balanza comercial, en el caso de la deuda externa es casi imposible determinar con exactitud qué es debido a quién desde fuera. Esta es la razón por la cual el Banco de Pagos Internacionales se estableció como controlador de los flujos de entrada y salida de deuda externa de manera asociada a la Organización de las Naciones Unidas.

El vínculo entre la deuda externa y la balanza de pagos cogió fuerza en 2004, con la deuda pública española creciendo más que nunca y la burbuja hipotecaria aflorando. Las medidas tomadas por el nuevo gobierno, desoyendo las recomendaciones sobre una entrada amortiguada en la burbuja, no hicieron sino incrementar exponencialmente el desequilibrio en la posición de inversión internacional y el déficit público. Con ello, la deuda pública, tanto interna como externa se disparó.

El Banco de Pagos Internacionales actúa como banco central de los bancos centrales. Esto le permite tener una visión general de la situación experimentada en las economías nacionales. En 1999 la ONU le confió el registro de la financiación internacional debido al contexto de creciente globalización de las finanzas públicas internacionales. Según sus datos, España se convirtió en 2018 en la economía desarrollada con el mayor nivel de deuda externa dentro del control del Banco de Pagos Internacionales (Vergés & Vergés, 2018).

Los altos niveles de deuda externa neta, es decir, descontando los activos en el exterior, que posee España hacen que la situación sea de alta vulnerabilidad. En esencia, la estabilidad económica del país se basa en la capacidad de este de pagar su deuda externa, tanto la pública como la privada. Esta posición es la que determina el riesgo de prestarle dinero a un país y se refleja en las variaciones de los tipos de interés, la prima de riesgo, entre distintas economías. La crítica situación de España en este sentido tras la crisis de deuda soberana es la que derivó en la necesidad del rescate de Europa (Maudos, 2014).

3.6.2. Impacto del estado de la balanza comercial sobre el volumen de emisión de deuda: antes, durante y después del COVID

Figura 13.

Relación Balanza Comercial-Deuda Pública en España (2002-2022).

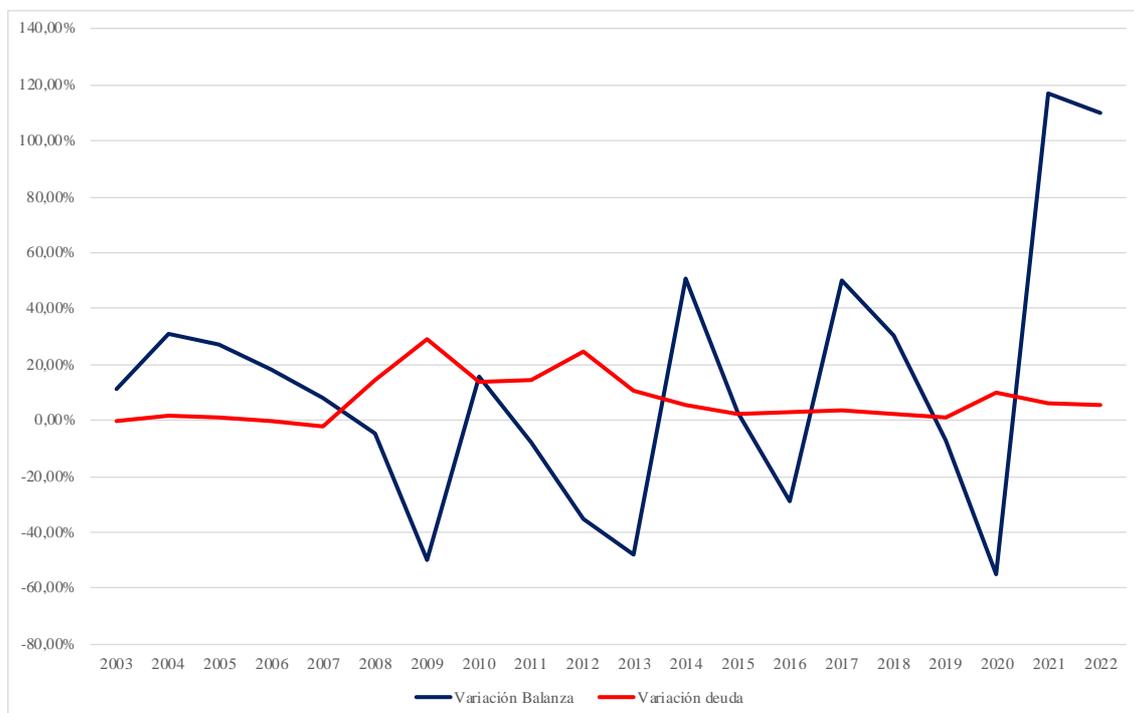


Gráfico de elaboración propia. Fuente: Expansión (INE)

La Figura 13 muestra la interacción entre las variaciones interanuales de la balanza comercial española y la deuda pública emitida a lo largo de los últimos 20 años. Prueba la relación inversa que hay entre ambas mediante un análisis de la variación interanual de ambas variables. Cuando la variación ha sido positiva en el caso de la balanza comercial, la deuda se ha visto disminuida.

El estado de la balanza comercial española se ha mantenido por debajo de cero desde comienzos del Siglo XXI. Pese a ello, dentro de los resultados negativos de los últimos 20 años, han existido fluctuaciones interanuales representadas en la Figura 13, las cuales van representando la situación de las relaciones comerciales de España con el exterior. Como refleja la misma Figura 13, en base a los datos expuestos en el Anexo X, las fluctuaciones han sido más definidas.

En los años 2017 y 2018, tras un 2016 en el que el déficit incrementaba casi un 30%, se dieron crecidas en el resultado de la balanza comercial de 50,18% y 30,19% respectivamente. La llegada de la crisis del coronavirus, por su parte, ha tenido un impacto sin precedentes en la evolución de la balanza comercial española, tanto en las importaciones como en las exportaciones. Como se puede apreciar en la Figura 13, el año 2020 fue el año con la mayor caída en el resultado de la balanza española, bajando en un 54,67% con respecto al resultado del año previo (ver Anexo X). La paralización de la economía hizo que las exportaciones estuviesen cerca de paralizarse al mantener activas únicamente las industrias esenciales para el país.

Pese a todo, lo que también supone un hecho sin precedentes es la recuperación tan vigorosa, con incrementos del 116,68% en 2021 y del 109,83% en 2022. Ni siquiera en épocas de recuperación de la crisis económica y financiera se había visto algo similar, siendo la mayor reducción interanual del déficit comercial del 50,13%, dándose en el año 2009 (Xifré, 2021).

4. Conclusiones, limitaciones y recomendaciones

Está claro que la deuda pública es un componente esencial cuando a la hora de comprender la situación económica y financiera de un país. Su función como recurso de estabilidad en tiempos de crisis, así como de fomento del crecimiento en épocas de bonanza económica hacen de ella un elemento crucial que se debe atender y gestionar de manera responsable.

La relación entre la evolución de los factores descritos a lo largo de la investigación y la del volumen y las condiciones de la deuda emitida por el gobierno español durante los últimos años ha demostrado ser de todo menos trivial. Los dos grandes periodos de crisis afrontados por la economía española desde el comienzo del Siglo XXI han tenido serias repercusiones en el desarrollo de las variables determinantes de la deuda pública definidas en el presente escrito.

En el caso del desempleo, este es uno de los elementos más directamente afectados por las crisis. El estado de bienestar hace del mismo un lastre a las cuentas públicas cuando crece en exceso debido al crecimiento del gasto público y el descenso de los ingresos

fiscales, con su correspondiente impacto directo en el crecimiento del déficit público. Las subidas del número de desempleados conllevan una disminución de las contribuciones a la seguridad social y un aumento del gasto del Estado en prestaciones sociales, provocando crecidas en el déficit que deben ser cubiertas mediante la emisión de volúmenes de deuda más altos. De esta manera, tal y como se ha visto en la Figura 4, las variaciones en el volumen de deuda emitida durante los últimos 20 años han estado estrechamente ligadas con las crecidas y las bajadas del nivel de paro en España.

El impacto que ha tenido el presupuesto de pensiones y sus variaciones interanuales ha sido también muy visible. Los datos arrojados desde el año 2015 reflejan un altísimo coeficiente de correlación entre las variaciones interanuales de ambos, haciendo del manejo del sistema público de pensiones un tema altamente delicado debido al gran volumen que representa. La llegada del coronavirus ha hecho este un tema especialmente delicado, con crecimientos sin precedentes interanuales del presupuesto de pensiones. La bajada del volumen de pensiones a partir de 2021 vista la alta tasa de mortalidad del virus entre los pensionistas, muestra como la variación de emisión de deuda volvía a niveles más razonables.

Por su parte, el PIB español se vio seriamente afectado por la llegada de la pandemia. Las duras caídas de la producción nacional de riqueza se sumaron a la necesidad de dar coberturas sociales en un periodo de parón de la actividad productiva. Esto provocó la peor caída del déficit público desde la crisis del 2008. Una vez más, esto se convierte en factor clave para la emisión de deuda, debido a un nivel de desequilibrio negativo en las cuentas del Estado no visto desde 2012.

Los tipos de interés y la prima de riesgo suponen los jugadores clave en términos de definición del coste de la deuda pública española. La evolución del Euríbor lleva dos décadas siendo paralela a la de los tipos de interés asociados a las obligaciones españolas a 10 años. Los ajustes hechos por el BCE con el objetivo de estimular la economía de la eurozona evitaron que los tipos de la deuda española se disparasen gracias a una estabilización de la prima de riesgo con el bono alemán a 10 años. Dicha estabilización estatizó el riesgo percibido por los inversores, traducido en una estabilización de los tipos de interés de la deuda española hasta el año 2022, cuando los efectos de la crisis se han

mercado más. Esto ha provocado que la percepción de la solidez de la deuda española se diluya y volatilice el coste del endeudamiento nacional.

En última instancia, la relación del estado de la balanza comercial con la variación del volumen de deuda emitido a lo largo de los años ha sido también determinante. La mejora de las condiciones de la deuda externa y la posición de inversión internacional española implica retrocesos en el volumen de deuda emitido por el gobierno debido al impacto positivo de estos en el déficit. Menor contribución al déficit implica menor necesidad de financiación para cubrirlo.

Con todo esto, se puede afirmar que sí ha existido un impacto directo de la crisis del coronavirus en los factores que afectan a la deuda en España. Refiriendo al objetivo principal, los cambios sufridos por estos drivers a lo largo de la crisis sanitaria han determinado la evolución de la deuda española y sus condiciones en los mercados financieros internacionales, demostrando así la hipótesis de investigación.

Entre las limitaciones encontradas durante la realización de este escrito cabe destacar la dificultad de encontrar datos específicos expuestos de manera ordenada. La recopilación y la ordenación de los datos numéricos ha constituido uno de los mayores retos debido a la dispersión de los mismos en diferentes fuentes. La disposición ordenada de dichos datos ha sido manual.

Las tablas mostradas en los anexos son de elaboración propia a partir de las cifras extraídas de diferentes fuentes. En varias ocasiones las tablas de datos recopilados comprendían cifras representativas de la evolución diaria, como en el caso de la prima de riesgo y del Euríbor, lo que complicaba la comparación gráfica de estos con los datos de las variaciones interanuales de deuda. Así, el establecimiento de la relación entre las variables y la evolución de la deuda ha resultado la mayor dificultad a la hora de realizar el análisis.

Se recomienda analizar en profundidad el efecto de los ciclos económicos en la deuda pública. Se puede realizar un estudio exhaustivo sobre cómo las recesiones y expansiones, afectan la dinámica de la deuda pública en diferentes. Esto implica examinar cómo los cambios en la actividad económica influyen en los ingresos fiscales, los gastos

gubernamentales con el objetivo de explorar las estrategias y políticas fiscales más convenientes en aras de proporcionar un camino claro a tomar por países que se encuentren en dificultades con su deuda según el periodo atravesado.

También se puede expandir el análisis hacia una evaluación minuciosa de la sostenibilidad de la deuda pública en España en caso de que las previsiones de las tendencias económicas actuales se mantengan a futuro.

5. Referencias bibliográficas

- Aguirreamalloa, J., Corres, L., & Fernández, P. (2011). *Prima de riesgo del mercado utilizada para España: Encuesta 2011* (No. D/921). IESE Business School.
- Alberni Ibarz, M., Bergés Lobera, A., & Rodríguez Santos, M. A. (2022). La curva de tipos y el nexo bancos-deuda pública. *Cuadernos de Información económica*, (289), 17-22.
- Alda, M., Marco, I., & Marzo, A. (2018). The reform of the Spanish public pension system: The sustainability factor. *Revista Finanzas y Política Económica*, 10(1), 25-63.
- Alloza, M., Andrés, J., Burriel, P., Kataryniuk, I., Pérez, J. J., & Vega, J. L. (2021). La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. *Existe una versión en inglés con el mismo número*.
- Álvarez López, I., & Lago Perezagua, P. (2020). Los tipos de interés libres de riesgo del euro: la transición del eonia al€ STR. *Estabilidad financiera*, (38), 133-156.
- Aparicio Cabrera, A. (2006). Efectos psicosociales del desempleo. Obtenido de: Repositorio Universitario Digital del Instituto de Investigaciones Sociales. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://ru.iis.sociales.unam.mx/handle/IIS/5310>
- Arango, L. E. (2000). ¿Podremos sostener la deuda pública?. *Borradores de Economía; No. 165*.
- Argandoña, A. (1999). Historia del desempleo en España. *Una* (No. D/398). IESE Business School.
- Ariño, M. A. (1997). *Estudio de la evolución del PIB en España*. IESE. Obtenido de: IESE Business School. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0343.pdf>
- Baliña, S., & Berges, Á. (2015). El mapa de la deuda en España: ¿quién debe a quién?. *Cuadernos de información económica*, 244, 23-32.
- Banco Mundial. (12 de Octubre de 2017). Políticas procíclicas Vs. Políticas contracíclicas Recuperado el Marzo de 2023, de Banco Mundial: <https://www.bancomundial.org/es/news/infographic/2017/10/12/politicas-prociclicas-politicas-contraciclicas>
- Bandrés, E., Gadea, L., Salas, V., & Sauras, Y. (2020). España y el Plan Europeo de Recuperación. *Cuadernos de Información económica*, (277), 9-23.

- Barro, R. J. (2008). Working with the Solow Growth Model, *Macroeconomics: A Modern Approach* (Internat. student ed.). *Mason, OH: Thomson South-Western* (pp. 68-94). ISBN978-0-324-54567-8.
- Baumilienė, V., Bernatonytė, D., Čiburienė, J., Juozapavičienė, A., Kavaliauskienė, V., Snieška, V., & Urbonas, J. (2005). Makroekonomika. *Kaunas: Technologija*, 34, 67-69.
- Berges, A., Ontiveros, E., & Valero, J. (2013). La crisis bancaria y de deuda soberana en España: Orígenes e interrelaciones. *Ekonomiaz*, 84, 129-155.
- Blanchard, O. (2007). Makroekonomika. *Tyto alba*. 669 p. Vilnius.
- Bloomberg. (2023). German Rates and Bonds. Obtenido de Bloomberg. Consultado el 1 de junio de 2023 en: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/germany>
- BME (Bolsas y Mercados Españoles). (2023). Prima de Riesgo en España. Obtenido de: Infobolsa. Recuperado en junio de 2023 de: <https://www.infobolsa.es/>
- Boletín Oficial del Estado.
 - a) (2019). Orden ECE/27/2019, de 21 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2019 y enero de 2020 y se autorizan las operaciones de gestión de tesorería del Estado. Boletín Oficial del Estado del 21 de enero de 2019. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://www.boe.es/eli/es/o/2019/01/21/ece27>
 - b) (2020). Real Decreto 403/2020, de 25 de febrero, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Boletín Oficial del Estado del 25 de febrero de 2020. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://www.boe.es/eli/es/rd/2020/02/25/403/dof/spa/pdf>
- Boletín Mensual del Banco de España. (2012). Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro. *Boletín Mensual*. Banco de España. Obtenido de: Banco de España. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletínMensualBCE/12/Fich/bm1204-3.pdf>
- Buškevičiūtė, E. (2008). Viešieji finansai. Kaunas: Technologija.
- Caballero, C. C., Clausen, P. D. R. L., Barceló, Á. L., & Espí, J. M. (2022). Gestión del endeudamiento y política financiera del Tesoro Público. *Colegio de Economistas*

- de Madrid*, (177), 76-88. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://privado.cemad.es/revistas/online/Revistas/Economistas-Num-178-A4-V1-WEB.pdf/194>
- Cantor, R. and Packer, F., 1996, “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings” Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 2 (2), 37-53.
 - Carbó Valverde, S., & Rodríguez Fernández, F.
 - a) (2020). Ayudas a la financiación ante el COVID-19: marco temporal y suficiencia. *Cuadernos de Información económica*, (276), 13-22.
 - b) (2023). La política monetaria en 2023: recorrido y efectos de la subida de tipos de interés. *Cuadernos de Información económica*, (292), 9-14.
 - Castañeda, G. (2020). El COVID-19, la complejidad y las políticas contracíclicas. *Centro de Estudios Espinosa Yglesias*. Ciudad de México. Recuperado en abril de 2023 de: <https://ceey.org.mx/wp-content/uploads/2020/05/05-Casta% C3% B1eda-2020.pdf>
 - Chelliah, R. J. (1973). Significance of Alternative Concepts of Budget Deficit (La signification de divers concepts de déficit budgétaire)(Significado de distintos conceptos de déficit presupuestario). *Staff Papers-International Monetary Fund*, 741-784.
 - Chicoli, R. D. S. (2016). *Sustentabilidade da dívida pública brasileira: uma análise sob diversos conceitos de superávit primário e endividamento* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
 - CIS. (s.f.). Recuperado el Marzo de 2023 de: https://www.cis.es/cis/open/cm/ES/11_barometros/index.jsp
 - Crespo, C. (2010). Envejecimiento y deuda pública: La tormenta perfecta. *Política Exterior*, 24(133), 93–102. Obtenido de JSTOR. Recuperado en mayo de 2023 de: <http://www.jstor.org/stable/20647191>
 - Davulis, G. *Ekonomikos teorija*.-Vilnius: Mykolo Romerio universiteto Leidybos centras, 2009.-430p. ISBN 978–9955–19–112–4.
 - de La Fuente, A., García Díaz, M. A., & Sánchez Martín, A. R. (2020). Algunas reflexiones sobre el informe del Pacto de Toledo y los planes del Gobierno en materia de pensiones. *Fedea Policy Papers*, 3.

- de Lucas Santos, S., Delgado Rodríguez, M. J., Cendejas Bueno, J. L., & Álvarez Ayuso, I. (2011). *International Business Cycles: Background and literature review*. Elsevier España. Madrid.
- Dornbusch, R., Danthine, J. P., & Honohan, P. (1989). Credibility, debt and unemployment: Ireland's failed stabilization. *Economic Policy*, 174-209.
- Elmendorf, D. W., & Mankiw, N. G. (1999). Government debt. *Handbook of macroeconomics*, 1, 1615-1669.
- EpData. (s.f.). Evolución del déficit público de España desde 2003 hasta 2021. EpData, Madrid, España.
- Equiza-Goñi, J. (2022). Comunicación diaria de cifras corregidas de mortalidad en España durante la segunda ola de la pandemia COVID-19. *Revista Española de Comunicación en Salud*, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 78–86, 2022. DOI 10.20318/recs.2022.6328.
- Eurostat. (2023). Euribor Rates. Obtenido de: Euribor Rates. Recuperado en junio de 2023 de: <https://www.euribor-rates.eu/es/graficos-del-euribor/>
- Expansión.
 - a) (2023). Deuda Pública de España. Obtenido de: Datos Macro. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://datosmacro.expansion.com/deuda/espana>
 - b) (2023). España: Balanza Comercial. Obtenido de: Datos Macro. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://datosmacro.expansion.com/comercio/balanza/espana#:~:text=La%20balanza%20comercial%20empeora%20en,2%2C82%25%20del%20PIB>
- Fernández, M. J., & Torres, R. (2020). La política económica española y el COVID-19. *Cuadernos de Información económica*, 275(2).
- Fondo Monetario Internacional. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional. Sección de Español y Portugués Departamento de Tecnología y Servicios Generales del FMI*. Washington D. C., EE. UU.
- Forte-Campos, V., García-Moral, B., & Laporta-Corbera, M. I. (2021). La evolución de la deuda pública en España en 2020. *Boletín económico/Banco de España [Artículos]*, n. 3, 2021.
- Frankel, T. (2012). *The Ponzi Scheme Puzzle: A History and Analysis of Con Artists and Victims*. Oxford University Press. Nueva York.

- García Iglesias, J. M., Núñez Gamallo, R., & Pateiro Rodríguez, C. (2010). La gestión de la liquidez del Banco Central Europeo durante la crisis financiera: 2008-2009. *Economic analysis working papers*.
- García Díaz, M. Á., & Sánchez, A. R. (2019). La salud financiera del sistema público de pensiones español: Proyecciones de largo plazo y factores de riesgo. *FEDEA, Instituto de Análisis Económico*. CSIC. España.
- Gorospe Oviedo, J. I. (2013). La sostenibilidad de las pensiones públicas y su conexión con los planes de pensiones privados en la Unión Europea. *Revista Española de Derecho Financiero*, (157), 151-188.
- Grata, P., & Jaroszyk, J. (2022). The Impact of the COVID-19 Pandemic on Public Finances of Spain and Poland in the Period 2020–2021: Historic and Economic Perspective. *Studies in Logic, Grammar and Rhetoric*, 67(1), 355–374.
- Greta, M., & Lewandowski, K. (2015). The Impact Of The Global Financial And Economic Crisis Convergence Process In OECD Countries. *Comparative Economic*, 18(1), 1-16.
- Guillamón, M. D., Benito, B., & Bastida, F. (2011). Evaluación de la deuda pública local en España. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(150), 251-285.
- Gutiérrez, E., Moral Benito, E., & Ramos, R. (2022). Dinámicas de población durante el COVID-19. *Documentos Ocasionales/Banco de España*, 2206.
- Hernández Gamarra, A., Lozano Espitia, L. I., & Misas Arango, M. (2000). La disyuntiva de la deuda pública: pagar o sisar. *Revista de Economía Institucional*, 2(3), 149-184.
- Hoang, T. (2023). Public Pension Reform and Credit Quality of State Governments. *Public Finance Review*, 10911421221143569. Recuperado en marzo de 2023 de: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/10911421221143569>
- Instituto Nacional de Estadística. (2022). Ocupados por sexo y grupo de edad. Valores absolutos y porcentajes respecto del total de cada sexo. Obtenido de: INE. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=4745&L=0>
- Kaminsky, G. y Schmukler, S. (2001). Emerging markets instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? *The World Bank Economics Review* 16 (2), 171-195.

- Karazijienė, Ž. (2015). Critical analysis of public debt and tendencies of its management. *Public Policy and Administration*, 14 (2), 194-208.
- Lazanyuk, I. V., & Diu, D. M. (2022). Angola's economy under sanctions: problems and solutions. *R-Economy*, 8 (3), 208-218.
- Levišauskaitė, K., & Rūškys, G. (2003). Valstybės finansai: vadovėlis.
- López, M., Rodríguez, A., & Agudelo, J. P. (2010). Crisis de deuda soberana en la Eurozona. *Perfil de coyuntura económica*, (15), 33-58.
- Lozano Chaguay, L. A., Lozano Chaguay, S., & Robledo Galeas, R. (2020). Desempleo en tiempos de COVID-19: Efectos socioeconómicos en el entorno familiar. *Journal of Science and Research: Revista Ciencia e Investigación*, 5(4), 187-197.
- Mammadli, M. (2021). What drives public debt growth?: a focus on natural resources, sustainability and development. *International Journal of Energy Economics and Policy*. Recuperado en marzo de 2023 de: http://zbw.eu/econis-archiv/bitstream/11159/6604/1/1782685944_0.pdf
- Mankiw, N. G., Taylor, M. P., David R., Hakes, Harrison, B., & Vymyatnina, Y. (2006). Workbook and Study Guide to Economics. *Thomson*.
- Marco Peñas, E. (2014). El concepto europeo de deuda pública. Barcelona, Cataluña, España: *Universidad Pompeu Fabra*.
- Martner Fanta, R., & Tromben, V. (2004). La sostenibilidad de la deuda pública. *Revista CEPAL*(84).
- Maudos, J. (2014). Sostenibilidad de la deuda pública: España en el contexto europeo. *Cuadernos de información económica*, 239, 65-75.
- Méndez, R. (2013). Crisis económica, vulnerabilidad urbana y desempleo en España. *CSIC*. Recuperado en mayo de 2023 de: https://digital.csic.es/bitstream/10261/200932/1/crisis_economica.pdf
- Ministerio de Hacienda y Función Pública. (2023). Presupuestos Generales del Estado. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/Presup/PGE2023Ley/MaestroDocumentos/PGE-ROM/Series.htm>
- Negrete Toaquiza, N. M., & Quevedo Yugsi, N. A. (2022). La balanza de pagos como medio de recuperación de la sostenibilidad de la deuda pública en Brasil. *Universidad*

Técnica de Cotopaxi. Recuperado en mayo de 2023 de: <http://repositorio.utc.edu.ec/bitstream/27000/9153/1/PI-002067.pdf>

- Papis, L. C., & Godoy, M. L. (2000). Los instrumentos para la gestión activa de la deuda externa utilizados por España. *Boletín Económico de ICE*, (2659).
- Pérez Montes, C. (2011). Tipos de referencia de las imposiciones a plazo fijo en los mercados interbancarios y de deuda pública. *Estabilidad financiera*. N° 21 (noviembre 2011), p. 83-102.
- Pérez, J., & Solera, I. (2017). La evolución de la inversión pública durante la crisis y la recuperación. *Boletín económico*, 4, 2017.
- RAE. (2023). Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española. Madrid.
- Ramírez Cedillo, E., & López-Herrera, F. (2019). El gasto público en México y su postura fiscal procíclica (1980-2016). Ciudad de México, México.
- Ratings, S. P. G. (2016). S&P global ratings definitions. Recuperado en mayo de 2023 de: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2013). Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten. *Journal of Banking and Financial Economics*, (2 (4), 5-17.
- Rodríguez Calderón, M. L., & Segura Ovalle, V. M. (2013). Impacto de la deuda pública externa colombiana en la balanza de pagos 2007-2012. Recuperado en mayo de 2023 de; <https://core.ac.uk/download/pdf/143446741.pdf>
- Rojas Gómez, E. (2008). La calificación del riesgo soberano. *Tec Empresarial*, 2(2), 21-27.
- Sánchez-Barrueco, M. L. (2021). El nuevo marco presupuestario de la Unión Europea para la recuperación postpandemia. *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, 25(69), 555-599.
- Santaella, J. (2021). ¿Qué es la deuda pública y qué consecuencias tiene para la economía española? *Economía3*.
- Sanz-Sanz, J., & Romero Jordán, D. (2020). Impacto del COVID-19 sobre déficit y deuda en 2020: más dañino de lo inicialmente previsto. Recuperado en mayo de 2023 de: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/09/Cie278art04.pdf>
- Schwartz, P. (2013). The Welfare State as an Underlying Cause of Spain's Debt Crisis. *CATO Journal*, 33(2), 275–285. Obtenido de: EBSCO. Recuperado en mayo

de

2023

de:

<https://web.p.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=8&sid=fc55fb50-c4f4-4867-afe8-6ce38ff148b3%40redis>

- Standard and Poor's Global. (s.f.). S&P Global. Recuperado el Marzo de 2023, de S&P Global Ratings: <https://www.spglobal.com/ratings/en/about/intro-to-credit-ratings>
- Štuopytė, Ž., & Guzavičius, A. (2008). The forecast of the state admissible borrowing limits: The case of Lithuania. *Transformations in Business & Economics*, 7, 130-142.
- Tesoro Público.
 - a) (2023). Características de las Letras, Bonos y Obligaciones del Estado. Obtenido de Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Consultado el 10 de mayo de 2023 en: <https://www.tesoro.es/deuda-publica>
 - b) (2023). Resultado de últimas subastas. Obtenido de: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Consultado el 1 de junio de 2023 en: <https://www.tesoro.es/deuda-publica/subastas/resultado-ultimas-subastas/obligaciones-del-estado>
- Uryszek, T. (2018). Fiscal sustainability of local governments in the Visegrad group countries. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 59-71.
- Vaquera García, A., & Vaquera García, A. M. (2012). La determinación de los intereses a pagar por la deuda pública, en especial, la llamada prima de riesgo. *La determinación de los intereses a pagar por la deuda pública, en especial, la llamada prima de riesgo*, 35-83.
- Vergés, A. & Vergés, R. (2018). Statistics from the Bank for international settlements: formation of the foreign debt of Spain. *Estadística española*, 60(196), 117-128.
- Wilkins, A., Acuff, W., & Hermanson, D. (2012). Understanding a Ponzi Scheme: Victims' Perspectives. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 4(1).
- Xifré, R. (2021). Análisis del sector exterior español tras la COVID-19: oportunidades en tiempos de cambios. *Cuadernos de Información económica*, (284), 53-60.

6. Anexos

Anexo I. Volumen total de emisión de deuda española (millones de €) y tasa de variación interanual (2002-2022).

Deuda Total		
Año	Deuda Total (M€)	Variación interanual
2002	384.145	
2003	382.775	-0,36%
2004	389.888	1,86%
2005	393.479	0,92%
2006	392.132	-0,34%
2007	384.662	-1,90%
2008	440.621	14,55%
2009	569.535	29,26%
2010	649.153	13,98%
2011	743.043	14,46%
2012	927.813	24,87%
2013	1.025.655	10,55%
2014	1.084.846	5,77%
2015	1.113.661	2,66%
2016	1.145.050	2,82%
2017	1.183.412	3,35%
2018	1.208.861	2,15%
2019	1.223.355	1,20%
2020	1.345.786	10,01%
2021	1.427.238	6,05%
2022	1.502.543	5,28%

Fuente: Expansión (INE)

Anexo II. Evolución de los tipos medios de interés medios anuales asociados a las obligaciones españolas emitidas a 10 años (2001-2022).

Evolución de los tipos medios	
Año	% interés
2001	4,54%
2002	4,17%
2003	2,94%
2004	2,94%
2005	2,80%
2006	3,47%
2007	4,20%
2008	3,82%
2009	2,15%
2010	2,55%
2011	3,90%
2012	2,92%
2013	2,45%
2014	1,52%
2015	0,84%
2016	0,61%
2017	0,62%
2018	0,65%
2019	0,23%
2020	0,18%
2021	-0,04%
2022	1,35%

Fuente: Tesoro Público

Anexo III. Evolución del déficit español en % del PIB y tasa de variación interanual (2003-2022).

Evolución del déficit			
Año	Millones de €	% PIB	Variación interanual
2003	-3009	0,42%	
2004	-941	-0,14%	-133,33%
2005	11421	1,10%	-885,71%
2006	21322	1,80%	63,64%
2007	20287	2,20%	22,22%
2008	-50731	-3,99%	-281,36%
2009	-120576	-11,06%	177,19%
2010	-102193	-9,33%	-15,64%
2011	-103606	-9,44%	1,18%
2012	-119100	-6,84%	-27,54%
2013	-76838	-6,33%	-7,46%
2014	-63097	-5,77%	-8,85%
2015	-57235	-5,03%	-12,82%
2016	-47893	-4,29%	-14,71%
2017	-36228	-3,03%	-29,37%
2018	-31224	-2,50%	-17,49%
2019	-38116	-2,90%	16,00%
2020	-113199	-10,09%	247,93%
2021	-82946	-6,87%	-31,91%
2022	-63776	-4,80%	-30,13%

Fuente: EpData (INE)

Anexo IV. Número de desempleados en España (miles) y tasa de variación interanual (2006-2022).

Desempleo en España		
Año	Parados	Variación interanual
2006	1840,9	
2007	1846,1	0,28%
2008	2595,9	40,62%
2009	4153,5	60,00%
2010	4640,1	11,72%
2011	5012,7	8,03%
2012	5811	15,93%
2013	6051,1	4,13%
2014	5610,4	-7,28%
2015	5056	-9,88%
2016	4481,2	-11,37%
2017	3916,9	-12,59%
2018	3479,1	-11,18%
2019	3247,8	-6,65%
2020	3530,9	8,72%
2021	3429,6	-2,87%
2022	3024,6	-11,81%

Fuente: Expansión (INE)

Anexo V. Pensiones presupuestadas en España (millones de €) y tasa de variación interanual (2002-2022).

Pensiones presupuestadas		
Año	Presupuesto para pensiones	Variación interanual
2002	64958	
2003	69392	6,83%
2004	74156	6,87%
2005	79221	6,83%
2006	84682	6,89%
2007	91458	8,00%
2008	98011	7,17%
2009	106098	8,25%
2010	108282	2,06%
2011	112215	3,63%
2012	115825	3,22%
2013	121556	4,95%
2014	127483	4,88%
2015	131658	3,27%
2016	135448	2,88%
2017	139646	3,10%
2018	144834	3,72%
2019	144834	0,00%
2020	158212	9,24%
2021	163297	3,21%
2022	171165	4,82%

Fuente: EpData (Ministerio de Hacienda)

Anexo VI. PIB en España (millones de €), tasa de variación interanual y ratio deuda/PIB (2002-2022).

PIB España			
AÑO	PIB	Variación PIB	Ratio Deuda/PIB
2002	749552	2,70%	51%
2003	802266	3,00%	48%
2004	859437	3,10%	45%
2005	927357	3,70%	42%
2006	1003823	4,10%	39%
2007	1075539	3,60%	36%
2008	1109541	0,90%	40%
2009	1069323	-3,80%	53%
2010	1072709	0,20%	61%
2011	1063763	-0,80%	70%
2012	1031104	-3,00%	90%
2013	1020677	-1,40%	100%
2014	1032608	1,40%	105%
2015	1078092	3,80%	103%
2016	1114420	3,00%	103%
2017	1162492	3,00%	102%
2018	1203859	2,30%	100%
2019	1245513	2,00%	98%
2020	1117989	-11,30%	120%
2021	1206842	5,50%	118%
2022	1328922	5,50%	113%

Fuente: Expansión (INE)

Anexo VII. Evolución de los tipos oficiales medios anuales del Banco Central Europeo (2000-2022).

Tipos Oficiales BCE	
Fecha	Tipo
9/6/00	4,25%
15/10/08	3,75%
12/11/08	3,25%
10/12/08	2,50%
21/1/09	2,00%
11/3/09	1,50%
8/4/09	1,25%
13/5/09	1,00%
7/4/11	1,25%
13/4/11	1,25%
13/7/11	1,50%
9/11/11	1,25%
14/12/11	1,00%
11/7/12	0,75%
8/5/13	0,50%
13/11/13	0,25%
11/6/14	0,15%
10/9/14	0,05%
16/3/16	0%
27/7/22	0,50%
14/9/22	1,25%
2/11/22	2,00%
21/12/22	2,50%

Fuente: Expansión (BCE)

Anexo VIII. Evolución del valor medio anual del Euríbor (2002-2022).

Euríbor	
Año	Tipo medio anual
2002	3,49%
2003	2,34%
2004	2,27%
2005	2,33%
2006	3,44%
2007	4,45%
2008	4,81%
2009	1,62%
2010	1,35%
2011	2,01%
2012	1,11%
2013	0,54%
2014	0,48%
2015	0,17%
2016	-0,03%
2017	-0,15%
2018	-0,17%
2019	-0,21%
2020	-0,30%
2021	-0,49%
2022	1,09%

Fuente: Eurostat

Anexo IX. Evolución de la media anual de la prima de riesgo española con respecto al bono alemán en puntos básicos y en % (2010-2022).

Prima de riesgo		
Año	pb PR	% PR
2010	243,60	2,44%
2011	273,43	2,73%
2012	423,95	4,24%
2013	302,80	3,03%
2014	143,02	1,43%
2015	116,48	1,16%
2016	116,91	1,17%
2017	114,75	1,15%
2018	97,93	0,98%
2019	83,10	0,83%
2020	84,80	0,85%
2021	66,76	0,67%
2022	102,12	1,02%

Fuente: BME

Anexo X. Resultado del déficit comercial español (millones de €) y tasa de variación interanual (2002-2022).

Resultado de la Balanza Comercial Española		
Año	Déficit Comercial	Variación interanual
2002	-41685,4	
2003	-46371,9	11,24%
2004	-60863,4	31,25%
2005	-77277,8	26,97%
2006	-91573,3	18,50%
2007	-99236,7	8,37%
2008	-94717,1	-4,55%
2009	-47232,1	-50,13%
2010	-54762	15,94%
2011	-50327	-8,10%
2012	-32758,8	-34,91%
2013	-17140,8	-47,68%
2014	-25885,4	51,02%
2015	-26622,7	2,85%
2016	-19015,5	-28,57%
2017	-28556,6	50,18%
2018	-37177,1	30,19%
2019	-34621,6	-6,87%
2020	-15694,4	-54,67%
2021	-34007	116,68%
2022	-71358,50	109,83%

Fuente: Expansión (INE)