



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

LA DEUDA SOBERANA EN LOS PAÍSES DE LA ZONA EURO

**¿Qué repercusiones tiene un excesivo endeudamiento
público en la era de globalización?**

Autor: María de las Mercedes Fuentes Máiquez
Director: Almudena Baanante Gismero

MADRID | Marzo 2024

RESUMEN

La evolución de la deuda soberana en la Zona Euro en el periodo 2001-2023 se ha caracterizado por una tendencia de crecimiento generalizada motivada por el impacto que la globalización, principalmente en los años de recesión, ha tenido en su desarrollo. Crisis como la del 2008, la del Euro, o la del Covid-19 y su transmisión entre los diferentes países europeos han contribuido al aumento del endeudamiento en la región. Actualmente, los Estados de la Zona Euro, especialmente los del sur, se ven en la necesidad de frenar ese crecimiento para tratar de recuperar unos niveles de deuda sostenibles. Ejemplo de ello son los casos de España e Italia, dos de las economías más importantes de la Eurozona que presentan a su vez unos niveles de deuda muy elevados.

Palabras Clave: Deuda soberana o pública, Zona Euro o Eurozona, ratio deuda/PIB, efecto bola de nieve, ajuste stock-flujo, saldo primario, evolución, crisis, desarrollo o crecimiento económico.

ABSTRACT

The evolution of sovereign debt in the Eurozone in the period 2001-2023 has been characterized by a generalized growth trend due to the impact that globalization, mainly in the recession years, has had on its development. The 2008, Euro and Covid-19 crises and their transmission between the different European countries have contributed to the increase in indebtedness in the region. Currently, the Eurozone countries, especially those of the south, must counter this growth in order to recover sustainable debt levels. An example of this are the cases of Spain and Italy, two of the Eurozone's most significant economies with high debt levels at the same time.

Keywords: Sovereign or public debt, Eurozone, debt-to-GDP ratio, snowball effect, stock-flow adjustment, primary balance, evolution, crisis, economic growth or development.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	4
1.1. Contexto, Justificación y Objetivos del Estudio.....	4
1.2. Metodología.....	5
2. MARCO TEÓRICO	5
2.1. Conceptos clave	5
2.2. Teorías Económicas aplicadas al Estudio de la Deuda Soberana	6
2.3. Estado de la Cuestión	9
3. DEUDA SOBERANA EN LA ZONA EURO	11
3.1. Factores de los que depende el Endeudamiento Público	11
3.2. Evolución de la Deuda Soberana en la Zona Euro	14
4. RIESGOS Y OPORTUNIDADES DE LA DEUDA SOBERANA	21
4.1. Riesgos de la Deuda Soberana.....	22
4.2. Oportunidades de la Deuda Soberana.....	23
5. LA GLOBALIZACIÓN Y SU IMPACTO EN LA DEUDA SOBERANA	24
5.1. Relaciones económicas globales	24
5.2. Crisis financieras internacionales	25
6. CASO DE ESTUDIO: COMPARATIVA ESPAÑA-ITALIA	31
6.1. Relación Deuda Pública y Desarrollo Económico	31
6.2. Análisis Comparativo Deuda Pública y Desarrollo Económico: España e Italia	34
7. CONCLUSIÓN	43
8. BIBLIOGRAFÍA	48
9. ANEXO	54

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Contexto, Justificación y Objetivos del Estudio

Las economías de los países de la Zona Euro se han visto gravemente afectadas por las crisis de 2008 y 2020 al caer en déficits públicos excesivos que, a su vez, provocaron un gran incremento de los niveles de deuda pública. Es por ello que la deuda soberana de dichos Estados presenta una tendencia de crecimiento sostenido desde hace ya casi dos décadas.

A finales de los 90 y durante los últimos años previos a la crisis económica del 2008, con el objetivo de cumplir con los requisitos exigidos para la adhesión a la Unión Europea, los países europeos que se incorporaron en esta etapa lograron reducir significativamente su ratio de deuda pública respecto al PIB.

Sin embargo, con la llegada de la denominada crisis del ladrillo, la implementación de políticas fiscales expansivas disparó los niveles de deuda, sufriendo un aumento sin precedentes. Así, y junto con la negativa calificación de las agencias, la especulación contra el euro, y el aumento de la prima de riesgo, la Eurozona cayó en una grave crisis de deuda soberana.

A pesar de una lenta recuperación, cuando los niveles de endeudamiento público parecían mejorar, la crisis del Covid-19 atizó a la economía europea. La insuficiencia de ingresos públicos y el incremento del gasto público para hacer frente a la pandemia provocaron nuevamente un aumento de la deuda soberana en la Zona Euro.

Así, es esta evolución de la deuda pública la que justifica y motiva el estudio de los factores que han influido en las finanzas públicas de los países europeos, en concreto en sus elevados niveles de endeudamiento, así como de las consecuencias que puedan derivarse de esta situación. Por todo ello, el presente trabajo tiene como objetivo analizar el desarrollo de la deuda soberana europea, los riesgos y oportunidades que ello puede presentar, y sus implicaciones en un contexto globalizado e interdependiente, caracterizado por tensiones políticas y conflictos bélicos.

1.2. Metodología

El método empleado durante el estudio tratará de combinar aspectos cualitativos, a través de la revisión de la literatura, y cuantitativos, analizando datos estadísticos relativos a la deuda soberana y al nivel de desarrollo de determinados países.

Siguiendo la estructura del trabajo, se hará un tratamiento de datos cuantitativos en: la primera parte, respectiva a la evolución de la deuda y los factores que contribuyen al endeudamiento, empleando el indicador de la deuda respecto al PIB; y la última parte, en la que se realizará una comparación entre la deuda española e italiana y se tratará de estudiar si existe una correlación entre esta y el nivel de desarrollo de ambos países.

Finalmente, para el análisis de los riesgos y oportunidades que presenta la deuda soberana, y para el estudio de las implicaciones que puede tener el entorno globalizado actual en los niveles de deuda de los países de la Zona Euro se realizará una revisión de la literatura, así como conclusiones propias derivadas del estudio.

2. MARCO TEÓRICO

2.1. Conceptos clave

- Deuda pública

La deuda pública o soberana es “la deuda total que mantiene un Estado con inversores particulares o con otro país” (Sevilla, 2020). Así, un Estado recurre a esta fuente de financiación ajena emitiendo títulos de deuda cuando entra en situación de déficit público y, por tanto, no es capaz de cubrir sus gastos con sus ingresos internos.

- Zona Euro

Para comprender en qué consiste la Zona Euro, primero es necesario explicar el significado de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que es “el resultado de la progresiva integración económica de la Unión” (Scheinert, 2023). La UEM, creada entre 1990-1999, establece la liberalización de los movimientos de capitales entre los Estados

Miembros de la UE, la definición de planes de convergencia destinados a garantizar la estabilidad económica de los Estados y, lo más relevante, la creación de una moneda común para los Estados participantes en la UEM: el euro (Scheinert, 2023).

No obstante, a pesar de la participación de todos los países de la UE en la UEM, tan solo 20 de los 27 Estados han sustituido sus monedas nacionales por el euro. Es este conjunto de Estados los que componen la denominada Eurozona o Zona Euro. En cuanto a los países que no han adoptado el euro, en su mayoría se trata de aquellos que no reúnen las condiciones necesarias, a excepción de Dinamarca que, mediante una cláusula de exclusión voluntaria, optó por mantener su moneda nacional (Unión Europea, s.f.).

2.2. Teorías Económicas aplicadas al Estudio de la Deuda Soberana

La teoría económica se refiere al conjunto de hipótesis y modelos que tratan de aportar una explicación al comportamiento de las variables económicas y a la interacción de los agentes económicos (Coll, 2020).

Así, con el objetivo de comprender el comportamiento y consecuencias de la deuda soberana, se analizarán las aportaciones de las principales escuelas económicas que han estudiado dicha variable:

- **Teoría clásica**

Se consideran teoría clásica las ideas económicas aportadas por aquellos economistas que encabezaron la escuela británica. Ellos son, principalmente, Adam Smith, David Ricardo, Thomas Malthus, y John Stuart Mill. Así, en este apartado se recogerán los planteamientos de dichos autores referentes al comportamiento de la deuda pública.

Previamente, para comprender con mayor claridad las teorías planteadas, resulta conveniente definir el concepto de acumulación de capital. Este término alude a la acumulación de bienes de capital (maquinaria), capital financiero (ahorro), y capital humano (formación y productividad de los trabajadores) (López, 2018).

○ *Adam Smith*

En su libro “La Riqueza de las Naciones”, Smith justifica el atractivo de la deuda pública explicando que, conforme aumenta la acumulación de capital en un país, los ciudadanos poseen más incentivos para invertir en deuda pública. Así, al mismo tiempo que la deuda permite al Gobierno extender sus gastos por encima de sus ingresos, satisface el deseo de los inversores de realizar una inversión segura.

No obstante, reticente a los beneficios de la deuda soberana, Smith explica los motivos por los que la considera un freno para el desarrollo económico de un país. Afirma que, si los títulos de deuda se encuentran en manos de extranjeros, esto implicaría la transferencia de recursos nacionales hacia el exterior, disminuyendo la renta nacional en la cuantía de los intereses pagados en el extranjero. Además, incluso planteando el caso en el que la deuda pública estuviera en manos de los ciudadanos nacionales, también se experimentaría un efecto negativo sobre la renta nacional. Y es que, con el fin de atender al pago de los intereses de la deuda, el Gobierno tiende a incrementar los impuestos, provocando una fuga de capitales para evitar gravámenes excesivos. Así, sea cual sea el destino de los títulos de deuda, Smith demuestra cómo esta implica un decremento de la renta nacional y, por tanto, del crecimiento económico del país en cuestión (Lluch, 1972).

○ *David Ricardo*

Ricardo mantiene una opinión sobre la deuda pública muy similar a la de Smith, insistiendo en los efectos negativos que esta puede tener sobre la riqueza nacional. En este sentido, menciona la exposición que tiene un país frente a los inconvenientes de una recaudación de impuestos exagerada resultado de un elevado nivel de deuda soberana. Estos inconvenientes residen, principalmente, en la reducción del trabajo productivo y de la acumulación de capital.

Por ello, Ricardo propone la creación de un mecanismo que colabore a la amortización de la deuda pública. Considera que la deuda no es el sistema más apropiado para costear los gastos extraordinarios de un país, pues oculta el verdadero estado de la economía nacional creando una ilusión de los recursos con los que cuenta el país en cuestión. Así, plantea la creación de un fondo de amortización de la deuda constituido por el excedente

de los ingresos públicos con el fin de evitar un aumento continuado del volumen de deuda que derive en la quiebra del país (Lluch, 1972).

○ *Thomas Malthus*

Malthus fue uno de los primeros economistas clásicos en defender algunos de los beneficios de la deuda pública. Este autor no coincidía en los efectos positivos que explicaban distintos economistas clásicos sobre la reducción de la deuda pública. Consideraba temerario aseverar que la eliminación de la deuda aumentaría el crecimiento nacional y el nivel de empleo de país.

Malthus sostenía que los intereses de la deuda colaboran al incremento del consumo de los ciudadanos, pues se trata de una redistribución de la renta que permite a los inversores destinar esos intereses percibidos hacia el consumo y, así, aumentar el crecimiento económico (Lluch, 1972).

○ *John Stuart Mill*

Para este economista, un Gobierno que, a través de la emisión de deuda pública, toma dinero prestado en realidad está recaudándolo en ese preciso instante mediante un impuesto que afectará a los ciudadanos. Por ello, del mismo modo que lo hacía Ricardo, Mill propone dos alternativas para lograr la extinción de la deuda: bien mediante una contribución general que permita amortizarla al completo; o bien mediante un excedente de los ingresos públicos.

A pesar de considerar la primera opción más recomendable que la segunda, Mill es consciente de la dificultad de la misma. Es por ello que se centra en la destinación del excedente de los ingresos públicos a la amortización de la deuda. Ahora bien, discrepando de Ricardo, considera preferible destinar dicho excedente a la eliminación de los impuestos más nocivos para los ciudadanos y, una vez que estos han sido suprimidos, destinarlo a la liquidación de la deuda soberana (Lluch, 1972).

- Teoría Keynesiana

John Keynes, uno de los economistas británicos más influyentes del siglo XX, lideró la conocida “revolución keynesiana”, que modificó las ideas fundamentales de la teoría clásica de la deuda pública.

Su visión de la deuda soberana, completamente opuesta a aquella de los economistas clásicos, era muy favorable. Keynes sostenía que la financiación de los gastos públicos extraordinarios mediante deuda pública no implicaba necesariamente la reducción de la acumulación de capital, pues esta financiación permitía movilizar ciertos recursos que, de otra manera, habrían permanecido infructuosos. Así, consideraba que la deuda pública, en lugar de reducir la formación de capital y el consumo, aumentaría la renta y el empleo del país (Lluch, 1972).

2.3. Estado de la Cuestión

Han sido muchos los autores que han destinado sus palabras al análisis de la deuda soberana en la Zona Euro, o en países europeos concretos. Estudiar individualmente cada uno de ellos sería impracticable, pues se necesitaría una investigación únicamente dedicada al estudio de sus aportaciones para lograr abarcar cada uno de sus planteamientos. Así, con el objetivo de conocer hasta dónde ha llegado el análisis de la evolución de la deuda soberana en los países de la Zona Euro y sus consecuencias desde una perspectiva más presente, este apartado tratará aquellas obras o artículos más recientes referentes a este asunto.

Cronológicamente, se encuentra en primer lugar un informe de trabajo del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas. En este informe del año 2018, que tiene por título “Evolución de la deuda pública en los países de la Zona Euro: Determinantes y sostenibilidad de la misma”, los autores Manuel C. Hernández y Pedro Atienza analizan la evolución y la sostenibilidad de la deuda soberana en los países más relevantes de la Zona Euro, así como en toda ella en su conjunto durante el periodo 2001-2018. Este análisis se realiza bajo el estudio de la ratio deuda/PIB, que permite cuantificar el efecto de los factores que afectan al comportamiento de la deuda, así como evaluar la sostenibilidad de la misma. En su informe, los autores logran aportar conclusiones muy

interesantes sobre el fin de la tendencia bajista de la ratio de deuda a partir de la crisis de 2008, los déficits primarios, y el riesgo que corrieron dichos países en términos de sostenibilidad financiera (Hernández y Atienza, 2018).

En segundo lugar, realiza aportaciones sugerentes el trabajo fin de máster de Norka García por la Universidad de Zaragoza sobre “La política monetaria en la Zona Euro: Evolución e impacto de una década” de 2019. A lo largo del trabajo se estudia la política monetaria aplicada por el Banco Central Europeo (BCE) en los últimos años, desde la crisis de 2008 hasta el año de publicación del documento. Así, explica el debate en el que se encuentra el BCE entre mantener una política laxa o retomar una alternativa más convencional y arriesgada, que pueda perjudicar a la economía europea y, en concreto, a la ratio de deuda de los países de la Zona Euro (García, 2019).

En el año 2020, Antonio Parrilla publica por la Universidad Politécnica de Valencia su trabajo fin de máster sobre “El impacto de la política del Banco Central Europeo sobre los tipos de interés en la Zona Euro”. El objetivo del trabajo reside en analizar las actuaciones del BCE en términos de tipos de interés y las consecuencias que estas han acarreado sobre los países miembros. En concreto, se centra en una comparación entre España, Alemania, Francia e Italia, empleando indicadores como el PIB, la prima de riesgo o la evolución de la deuda pública. Así, alcanzará conclusiones interesantes sobre cómo economías más débiles (España o Italia) pueden verse más afectadas por estas políticas que economías más estables (Parrilla, 2020).

Finalmente, resulta conveniente mencionar entre las aportaciones más recientes sobre la deuda soberana el trabajo fin de grado de 2021 de Guillermo Benítez por la Universidad de Sevilla sobre “La deuda soberana española: Evolución y reestructuración tras la crisis sanitaria del Covid-19”. A pesar de tratarse de un trabajo enfocado en un único país miembro, España, lo cual ya resulta interesante por sí mismo, también se aborda de manera general el comportamiento de la deuda pública de la Zona Euro. Así, el autor habla de la importancia que ha adquirido con los años la deuda soberana y cómo la crisis del Covid-19 ha disparado la deuda española alejándola de su efecto positivo y convirtiéndola en un factor de elevado riesgo para el país (Benítez, 2021).

En cuanto al objetivo del presente trabajo, como ya se mencionaba anteriormente, este trata de ir un paso más allá en el estudio ya realizado sobre la evolución de la deuda soberana en la Zona Euro. En este sentido, la originalidad aportada por este trabajo no residirá únicamente en analizar datos más actualizados, hasta 2023, sino que también versará sobre los riesgos y oportunidades que un nivel elevado de deuda soberana puede presentar, en especial en un contexto globalizado testigo de tensiones políticas y conflictos bélicos.

3. DEUDA SOBERANA EN LA ZONA EURO

3.1. Factores de los que depende el Endeudamiento Público

En el análisis de la evolución de la deuda soberana en la Zona Euro se empleará la ratio de deuda con respecto al PIB, que indica el nivel de endeudamiento en términos de actividad económica del país. La ecuación que define esta ratio quedaría representada de la siguiente manera:

$$b_t = \frac{B_t}{Y_t}$$

Siendo b_t la ratio deuda/PIB, B_t la deuda final del año t , y Y_t el PIB del año t (Hernández y Atienza, 2018). Los factores que afectarán a esta ratio de deuda/PIB y, por lo tanto, de los que dependerá la evolución del endeudamiento público serán los siguientes:

- *Efecto bola de nieve*

El efecto bola de nieve se refiere al impacto que tienen sobre la deuda el tipo de interés, que al elevarse incrementa la ratio deuda/PIB, y el crecimiento económico, que al aumentar disminuye la ratio deuda/PIB.

En este sentido, el efecto bola de nieve se produce cuando el coste de financiamiento supera la tasa de crecimiento del PIB. En esta situación, se puede entrar en un círculo vicioso, pues, al aumentar el tipo de interés, el Estado necesitaría aumentar la deuda para hacer frente al pago de la misma, lo que a su vez aumentaría de nuevo el tipo de interés, y así sucesivamente (Méndez, 2019). En definitiva, un interés superior al crecimiento

económico implicaría la incapacidad del Estado para amortizar su deuda por falta de ingresos, provocando un crecimiento acelerado de la misma (Páez, 2021).

○ *Ajuste stock-flujo*

El ajuste stock-flujo, también conocido como ajuste deuda-déficit, hace referencia a la parte de la variación de la deuda pública que no queda registrada en el déficit (Hernández y Atienza, 2018).

Para comprender este factor, resulta útil emplear la reconocida metáfora de “*la bañera y el grifo*”. Existe una diferencia entre la deuda y el déficit que radica sobre la consideración de la deuda como una variable stock y del déficit como una variable flujo. Las variables stock, en este caso la deuda, son aquellas que miden el nivel acumulado de dicha variable en un instante determinado, representando entonces el volumen de agua que hay en la bañera; mientras que las variables flujo, el déficit, indican la variación de una variable durante cierto periodo de tiempo, reflejando así el agua que entra a la bañera a través del grifo (Conde-Ruiz, 2013).

Los déficits contribuyen al aumento del nivel de deuda para financiar el exceso de gasto de un Estado. Por ello, controlar el agua que entra a través del grifo es estrictamente necesario para que la bañera no se desborde. Ahora bien, la variación de la deuda no tiene su origen únicamente en el déficit, sino también, por ejemplo, en préstamos concedidos por el Estado o en inyecciones de capital en empresas, que no figuran en las cifras del déficit (Eurostat, 2022).

Es por todo ello que surge el concepto de ajuste stock-flujo (SFA por sus siglas en inglés), para explicar la diferencia entre la variación de la deuda pública y el déficit en un periodo concreto. El SFA se compone, además de por el nivel de déficit/superávit (actuando el déficit con signo positivo y el superávit con signo negativo), por tres categorías principales (Eurostat, 2022):

1. Adquisición neta de activos financieros, que son aquellas transacciones financieras relacionadas principalmente con el respaldo del Gobierno a

instituciones financieras y a Estados europeos. Estas transacciones no contribuyen al déficit, pero sí al stock de deuda.

2. Ajustes, que se divide en tres subcategorías:
 - a. Transacciones en pasivos excluidos de la definición de deuda pública (otros pasivos, otras cuentas a pagar, derivados financieros).
 - b. Efectos de valoración (emisiones o amortizaciones de deuda por encima/debajo del valor nominal).
 - c. Apreciación/depreciación de la deuda en moneda extranjera, que indica el impacto de la evolución de los tipos de cambio sobre la deuda pública denominada en moneda extranjera.

3. Discrepancias estadísticas, que reflejan las diferencias procedentes de la diversidad de fuentes de datos.

Así, un SFA positivo indica que la deuda pública ha aumentado más que el déficit anual, mientras que un SFA negativo significa que la deuda pública aumenta menos que el déficit anual (Eurostat, 2022).

○ *Evolución saldo primario*

La evolución del saldo primario, que recoge la diferencia entre los gastos y los ingresos públicos de un Estado sin tener en cuenta los pagos por intereses de deuda pública, va a ser determinante para el nivel de endeudamiento público de un Estado.

La sostenibilidad de la deuda pública implica que el Estado disponga de liquidez, entendida como la capacidad de acceso a los mercados de deuda, y que sea lo suficientemente solvente para hacer frente al pago de la deuda (Hernández y Atienza, 2018). Si un país que presente desequilibrios presupuestarios perdura mucho tiempo en esta situación, los mercados comenzarán a desconfiar de su capacidad de solvencia, exigiendo rendimientos más elevados y, por lo tanto, aumentando la carga de deuda para el país en cuestión. Con condiciones de financiamiento tan poco favorables, el Estado no

podrá responder a sus obligaciones ni cubrir sus gastos, incrementando así el riesgo de “*default*” o impago.

Por ello, es crucial la evolución del saldo primario de un país. De su capacidad para lograr superávits primarios, principalmente en periodos en los que el interés es superior al crecimiento económico, dependerá la sostenibilidad de su deuda. Por lo tanto, cuanto más elevada sea la tasa de interés o cuanto menor sea la tasa de crecimiento económico, mayor deberá ser el superávit primario (Hernández y Atienza, 2018).

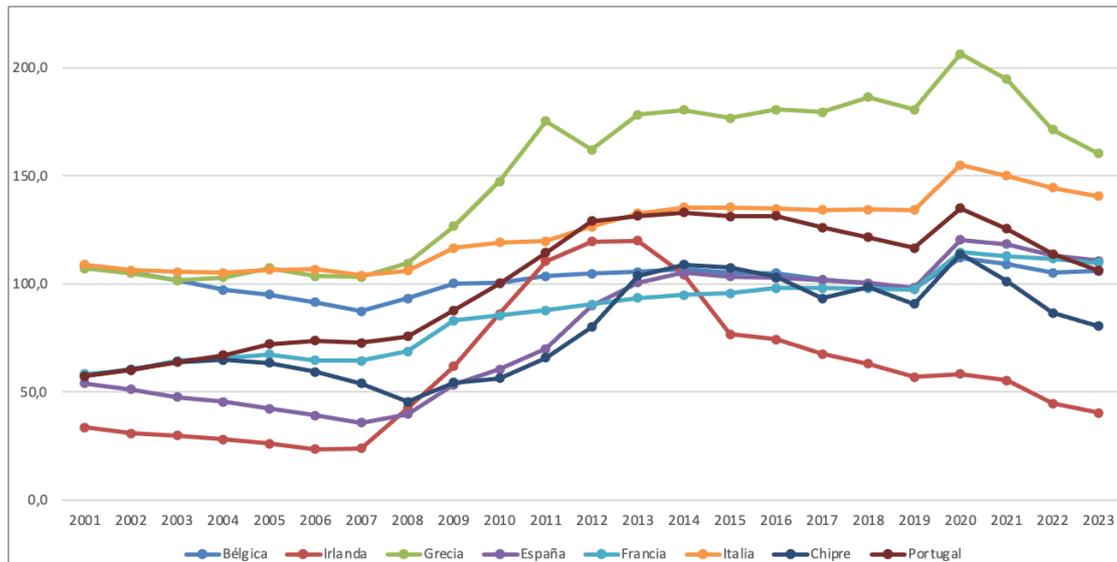
3.2. Evolución de la Deuda Soberana en la Zona Euro

En el presente apartado, se llevará a cabo un análisis detallado de la evolución de la deuda soberana en la Zona Euro en el periodo 2001-2023. El motivo que impulsa el estudio de la deuda en la Eurozona en concreto, y no en otras áreas geográficas, es el grave impacto que han tenido en el endeudamiento de la región las crisis ocurridas en el periodo planteado, derivando en unos niveles de deuda que, a día de hoy, continúan siendo muy elevados. Para facilitar dicho estudio, resulta conveniente dividir a los países de la Eurozona entre aquellos con una tendencia alcista de la deuda pública, y aquellos con una tendencia bajista.

Así, los países que han presentado durante este periodo una tendencia alcista de su deuda soberana serían Grecia, Italia, España, Portugal, Irlanda, Bélgica, Chipre y Francia, que, precisamente, son los países que más afectados se han visto por la crisis financiera de 2008 y la crisis sanitaria del Covid-19 en 2020 en términos de reducción del crecimiento económico, aumento de las primas de riesgo, e incluso rescates bancarios o de deuda. Por otro lado, el resto de los países que conforman la Eurozona (Alemania, Estonia, Croacia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Austria, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia) presentan una tendencia bajista de la deuda pública, logrando, a pesar de los incrementos de su endeudamiento en periodos de crisis, mantener la solvencia y la liquidez necesarias.

A continuación, en el gráfico 1, se muestra la evolución de la ratio deuda/PIB de los países con una tendencia alcista de endeudamiento.

Gráfico 1. Evolución de la ratio deuda pública/PIB en los países con tendencia alcista (2001-2023). Porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database 2023 (Anexo I)

Como se puede observar, en los años previos a la crisis del 2008, estos países redujeron generalmente sus niveles de deuda. Esto se debe a la entonces reciente creación de la Eurozona, establecida en 1999, que exigía una serie de criterios a los Estados para ingresar en ella, entre ellos unas finanzas públicas saneadas y sostenibles que presentaran un déficit público no superior al 3% del PIB y una ratio de deuda/PIB no superior al 60% (Consejo de la Unión Europea, 2023). Sin embargo, con la llegada de la crisis financiera de 2008, la deuda pública de los países de la Eurozona sufrió un aumento sin precedentes, alcanzando niveles de hasta un 175% del PIB en el caso de Grecia en 2011.

Por un lado, los países europeos registran una gran caída de los ingresos públicos al reducirse la recaudación fiscal por el decrecimiento de la renta, el consumo, el empleo y los beneficios empresariales, lo que desemboca en bajas o incluso negativas tasas de crecimiento económico. Simultáneamente, tiene lugar un importante incremento del gasto público debido principalmente a las prestaciones por desempleo y a la implementación de políticas fiscales expansivas. A ello contribuyó la negativa calificación de las agencias, que dudaban constantemente de la capacidad de cumplimiento de los países con dificultades financieras, lo que derivó en elevados tipos de interés como consecuencia del aumento de las primas de riesgo. Todo ello se tradujo en un sustancial incremento del déficit público y, por consiguiente, de la deuda pública. Además, en última instancia, los rescates otorgados a países como Grecia, Portugal o Irlanda para sanear su sector bancario

y cumplir con los vencimientos de la deuda, también fueron causantes del incremento del nivel de endeudamiento en este periodo (Hernández y Atienza, 2018).

A partir de 2012, se puede observar cómo los niveles de deuda/PIB comienzan a reducirse o, al menos, cesan en su incremento. Esto se debe en gran parte a la adopción en 2012 del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UE que establece procesos de consolidación fiscal para lograr la convergencia de los saldos primarios de los países europeos, manteniendo así unas finanzas públicas saneadas y evitando un déficit excesivo (Sanmartín, 2016). Este tratado, junto con la intervención del BCE mediante la reducción de los tipos de interés y la frecuencia cada vez menor de los procesos de apoyo financiero a los Estados, contribuyeron a la reducción de la ratio deuda/PIB, así como al incremento de la tasa de crecimiento económico.

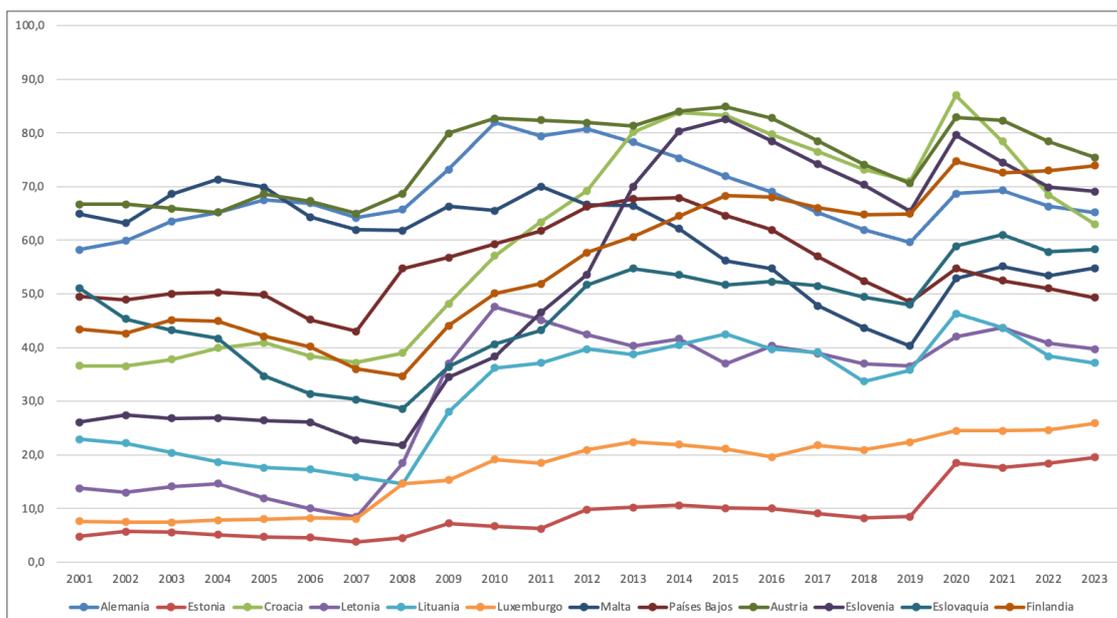
No obstante, con la llegada de la crisis del Covid-19 en 2020, esta leve recuperación se vio interrumpida. Los Estados se vieron obligados a incrementar el gasto público para hacer frente a los gastos sanitarios soportados por la pandemia, para aplicar medidas de protección de rentas, como los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo, y para ofrecer ayudas como la prestación de autónomos. Además, los países europeos sufrieron una caída de los ingresos, tanto tributarios (reducción de los ingresos por IVA, impuestos indirectos e Impuesto de Sociedades al caer el consumo, el empleo y los beneficios empresariales), como por cotizaciones a la Seguridad Social por la reducción del empleo. Todo ello resultó en un gran incremento del déficit público, que trajo consigo un aumento de los niveles de deuda pública, tal y como se puede apreciar en el gráfico 1.

Actualmente, se observa cómo estos países con una tendencia alcista de la deuda pública están tratando de reducir sus ratios. La Comisión Europea anunció el pasado marzo de 2023 que ponía fin a las medidas de relajación fiscal aprobadas de manera extraordinaria durante la pandemia y la guerra de Ucrania. Ello se traduce en la obligación de los países europeos de reajustar sus cuentas para situar su déficit público en el objetivo máximo del 3% del PIB y corregir los niveles excesivos de deuda (López, 2023). Así, estos Estados, que presentan una ratio de deuda muy elevada, se verán mayormente afectados por estas nuevas reglas fiscales, razón por la que están tratando de reducir su endeudamiento en la medida de lo posible. Finalmente, otro motivo por el que se aprecia una disminución de la ratio es la política de subida de tipos de interés que el BCE ha estado llevando a cabo

en el último año con el objetivo de evitar un excesivo aumento de la deuda y una rebaja de las calificaciones (Peralta, 2023).

El gráfico 2 muestra la evolución de la ratio deuda/PIB de los países con una tendencia bajista durante este periodo.

Gráfico 2. Evolución de la ratio deuda pública/PIB en los países con tendencia bajista (2001-2023). Porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database 2023 (Anexo II)

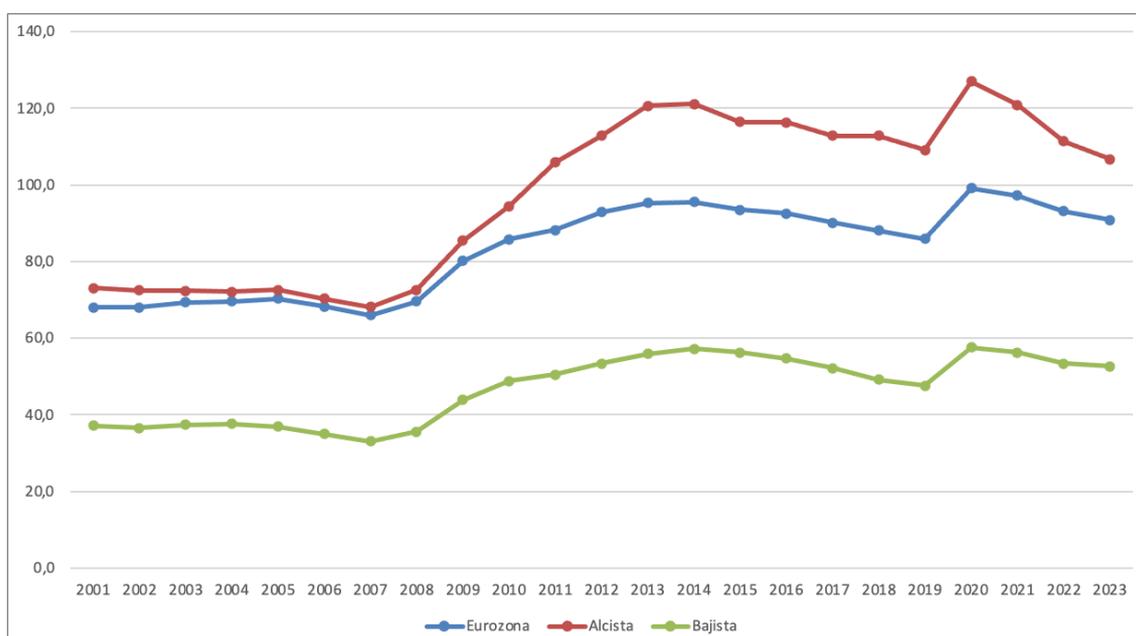
Como se puede observar, la evolución es muy similar a la ya analizada en los países anteriores, pero con niveles de endeudamiento muy inferiores a aquellos. En los años previos a la crisis de 2008, los países europeos trataron de reducir o de mantener estables sus ratios de deuda para cumplir con las condiciones exigidas para la entrada a la Eurozona. Con el estallido de la crisis financiera, se da un considerable incremento de sus niveles de endeudamiento, especialmente en países como Eslovenia o Croacia. Ahora bien, si se estudia el gráfico con detalle, se puede apreciar cómo la mayor parte de estos países lograron, a pesar de las subidas experimentadas, mantener sus niveles de deuda/PIB por debajo del 60% incluso en el periodo de crisis. Es decir, aun cuando el entorno económico no era en absoluto favorable, estos países europeos mantuvieron la solvencia y liquidez suficientes y no necesitaron del rescate de las autoridades europeas para recuperarse (Hernández y Atienza, 2018).

A partir de 2012, las ratios deuda/PIB comenzaron a disminuir o estabilizarse por los mismos motivos que se mencionaban anteriormente: las intervenciones del BCE a través de la reducción de tipos y la firma del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la UE. Ahora bien, se pueden observar algunas excepciones a esta recuperación, como es el caso de Eslovenia. Este país estuvo cerca de pertenecer al grupo de países europeos rescatados, pues su nivel de solvencia se deterioró y su ratio de deuda no cesaba en su crecimiento. Las negativas calificaciones por parte de las agencias y las especulaciones de los inversores acercaron los tipos de interés del bono esloveno a niveles que habían desatado los rescates en otros países (Calavia, 2013). Sin embargo, a pesar del mal augurio, la economía eslovena logró recuperarse sin necesidad de acudir a la ayuda internacional.

Nuevamente, se observan picos de deuda con la llegada de la crisis del Covid-19 en 2020. Sin embargo, estos incrementos no resultan alarmantes, ya que, de nuevo, la mayoría de los países han logrado mantener sus niveles de deuda por debajo del 60% del PIB. Es por ello que, en la actualidad, estos países no están experimentando importantes reducciones de sus ratios de deuda, pues son pocos los que se verán afectados por el fin de las medidas de relajación fiscal anunciadas por la Comisión Europea al no presentar niveles excesivos de deuda.

El gráfico 3 muestra una comparación de la evolución de la ratio en el periodo 2001-2023 en los países con tendencia alcista y bajista, así como en el conjunto de la Eurozona.

Gráfico 3. Evolución de la ratio deuda pública/PIB por bloques de países (2001-2023). Porcentaje

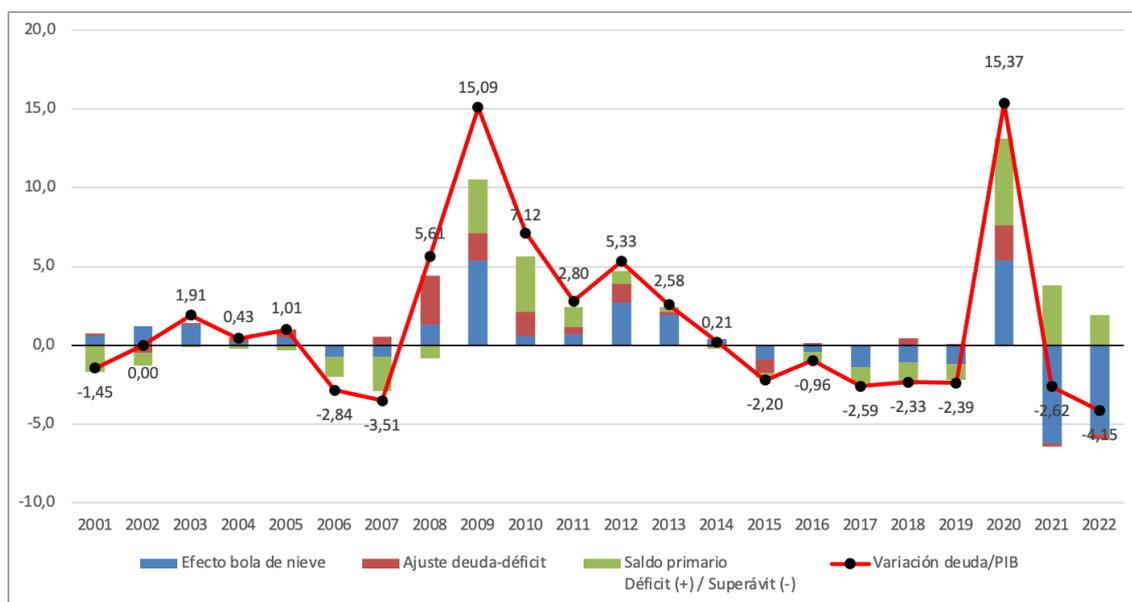


Así, se observa cómo, en los años previos a la crisis de 2008, la ratio de deuda media en los países con tendencia alcista (71,7%) es similar a la de la Eurozona en su conjunto (68,6%), mientras que el nivel de endeudamiento medio de los países con tendencia bajista se sitúa muy por debajo (36,1%). Además, se puede apreciar cómo la crisis financiera afecta más gravemente a los países con tendencia alcista, cuya ratio deuda/PIB comienza a alejarse considerablemente tanto de la ratio de la Eurozona en su conjunto como de la ratio de los países con tendencia bajista, incrementándose así la brecha entre un bloque de países y otro. Sin embargo, los países con tendencia bajista, a pesar de verse afectados por incrementos de su ratio, lograron mantener la misma distancia del conjunto de la Eurozona durante el periodo de crisis (Hernández y Atienza, 2018).

Del mismo modo, se observa cómo con la crisis del Covid-19 la ratio de los países con tendencia alcista incrementa en mayor medida que en los países con tendencia bajista. Asimismo, también se aprecia cómo estos países con mayor nivel de deuda están llevando a cabo reducciones superiores de sus ratios de deuda/PIB en los últimos años que los países con menor nivel de endeudamiento, acercándose de nuevo a la ratio de la Eurozona en su conjunto.

Finalmente, y para concluir este análisis sobre la deuda soberana en los países de la Zona Euro, se presenta en el gráfico 4 la evolución de los factores explicados en el apartado anterior (bola de nieve, ajuste stock-flujo, y saldo primario) durante el periodo 2001-2022 y cómo dicha evolución ha afectado a la variación de la ratio deuda/PIB en la Eurozona.

Gráfico 4. Determinantes de la variación de la ratio deuda pública/PIB (2001-2022). Porcentaje



En los años previos a la crisis financiera, se observa cómo en el decrecimiento de la ratio de deuda influyen la existencia de superávits primarios logrados para cumplir con los criterios de entrada a la Eurozona, así como el efecto bola de nieve, aunque en sentido inverso. Es decir, en lugar de convertirse en un círculo vicioso negativo, este efecto logra reducir la ratio al incrementar considerablemente en estos años las tasas de PIB de los países europeos.

Con la crisis de 2008, tiene lugar un importante incremento de la ratio, tal y como se explicaba anteriormente, alcanzando en 2009 la mayor subida registrada hasta la fecha con una variación de un 15,1% con respecto al año anterior. Como se puede apreciar en el gráfico, esto se debe al aumento del déficit primario, que contribuye con una subida hasta el 3,4% en 2009; al efecto bola de nieve con una subida hasta el 5,4%, pues comienzan a subir los tipos de interés a raíz del incremento de las primas de riesgo, al mismo tiempo que decrece el PIB; y al ajuste stock-flujo por los procesos de reestructuración y los mecanismos de apoyo que se conceden a los Estados europeos y que influyen en el incremento del stock de deuda (Hernández y Atienza, 2018).

A partir de 2012, la ratio comienza a disminuir hasta alcanzar niveles negativos en 2015 por primera vez desde el inicio de la crisis. Este es el resultado de los primeros superávits primarios registrados en algunos países de la Eurozona, que contribuyen en la reducción de la ratio con un nivel del -0,3%; la disminución del efecto bola de nieve hasta un -0,9%, al mejorar la tasa de crecimiento e intervenir el BCE reduciendo los tipos de interés; y el decremento del ajuste stock-flujo hasta el -0,8%, por la menor frecuencia en los procesos de saneamiento financiero (Hernández y Atienza, 2018).

Sin embargo, a pesar de mantenerse una ratio de deuda negativa durante 5 años, con el estallido de la crisis del Covid-19, se dispara de nuevo el nivel de endeudamiento, alcanzando en 2020 la variación más notoria del periodo estudiado en un 15,4%. Las dos principales causas de este incremento son, por un lado, el gran aumento del déficit primario, al 5,5%, para hacer frente a los gastos derivados de la pandemia; y, por otro, el efecto bola de nieve que, nuevamente, contribuye de manera negativa en un 5,4% por las caídas del PIB en los países europeos.

Finalmente, en la actualidad, se ha logrado reducir la ratio de deuda/PIB hasta niveles negativos sufriendo una variación del -4,2% en 2022. Como ya se explicaba anteriormente, esta reducción tiene su origen en la advertencia de la Comisión Europea de poner fin a las medidas de relajación fiscal, obligando así a los países de la Zona Euro a acercarse de nuevos a los niveles de déficit y deuda exigidos. Sin embargo, la Eurozona ha mantenido en estos últimos años niveles de déficit por encima del 3% del PIB, como se puede observar en el gráfico. No obstante, a pesar de la presencia de estos déficits, el efecto bola de nieve, con un nivel del -5,6%, ha logrado reducir la ratio de la deuda como consecuencia de los incrementos de la tasa de crecimiento económico.

4. RIESGOS Y OPORTUNIDADES DE LA DEUDA SOBERANA

El endeudamiento público no es positivo o negativo en sí mismo, pues dependerá de las condiciones de financiación y de las características del país en cuestión. Así, países con unas finanzas públicas saneadas no deben aspirar a un nivel de “deuda cero”, pues perderían oportunidades de desarrollo. Al contrario, economías fuertes pueden soportar elevados niveles de deuda al contar con la confianza plena de los mercados (BBC, 2022).

Ejemplos de ello son economías como las de Estados Unidos o Japón, de las más relevantes a nivel mundial. En concreto, según datos de Expansión de 2021, EEUU cuenta con una deuda pública de aproximadamente el 126% del PIB, y Japón del 255%, convirtiéndose esta última en la economía más endeudada del mundo. Sin embargo, la confianza internacional depositada en ambos países, considerados como unos de los refugios más seguros para el capital, les permite soportar estos niveles de endeudamiento (BBC, 2022).

Del mismo modo, economías con un nivel extremadamente bajo de deuda pública no han de ser necesariamente reflejo de bienestar económico. Así sucede con Afganistán, uno de los países con menor ratio de deuda/PIB, un 7% según Expansión en 2020, pero con un nivel de riesgo significativamente elevado.

La cuestión reside en encontrar el equilibrio valorando los riesgos y oportunidades de cada país en concreto. Así, en el presente apartado, se realizará un estudio de cuáles son

los riesgos que puede acarrear la deuda soberana para un Estado, así como las oportunidades de la misma.

4.1. Riesgos de la Deuda Soberana

En cuanto a los riesgos que la deuda soberana implica para un país, es preciso diferenciar, al menos, cuatro tipos de riesgos:

- *Riesgo de impago o “default”*

El riesgo de incumplimiento o “default” en términos de deuda pública se define como la probabilidad de que el Estado no sea capaz de hacer frente al pago de la deuda y de los intereses contraídos, o de no cumplir con los vencimientos establecidos. Generalmente, a menor calidad crediticia, mayor riesgo de impago y, por tanto, mayor rentabilidad exigida por los inversores. Son las agencias de calificación las encargadas de determinar el riesgo de impago de un Estado fijando un rating que representa desde una situación de riesgo de impago remota a situaciones donde este riesgo es muy elevado (Fortuño, 2015).

Las consecuencias de una baja calificación o, directamente, del impago de la deuda pueden ser muy graves para el Estado. Ante un escenario de incertidumbre económica, la respuesta lógica de los inversores es la fuga de capitales, es decir, la venta de activos o dinero del país. Esto puede derivar en un bucle, pues no solo los inversores extranjeros, sino también los habitantes de dicho país se ven desincentivados a invertir en su economía. Así, la venta masiva de activos da lugar a un aumento de la masa monetaria de la moneda nacional del país, provocando una devaluación de la misma (Sánchez, 2020).

- *Riesgo de tipo de cambio*

El riesgo de tipo de cambio consiste en la pérdida de rentabilidad que puede ocurrir como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas. De este modo, si la deuda pública está denominada en una moneda extranjera, la rentabilidad de la misma dependerá no únicamente de la cuantía económica, sino también del valor de dicha cuantía con respecto a la moneda nacional. En este sentido, si se diera el caso en el que la moneda local se devaluara, el coste de la deuda pública se elevaría (Pedrosa, 2016).

- *Riesgo de tipo de interés*

El riesgo de tipo de interés reside en los cambios que sufren las tasas de interés, afectando así al coste de la deuda pública. En las emisiones de deuda pública juega un papel fundamental la confianza depositada por el mercado en el Estado y su capacidad de devolver la deuda. Es en función de dicha confianza como se fijará el tipo de interés de la emisión, lo que provoca que existan diferencias entre los intereses soportados por cada país (Sevilla, 2020). A esta diferencia es a lo que se le denomina prima de riesgo, que refleja el sobre coste que un Estado pagará a un inversor frente a otro Estado que se considera de referencia, en el caso europeo dicho Estado es Alemania. Así, una subida de tipos de interés aumentará la prima de riesgo, incrementando al mismo tiempo el coste de la deuda pública (Benedito, 2023).

Además, una subida de tipos implicará un coste mayor en el refinanciamiento de la deuda pública existente. Y es así como surge el tantas veces mencionado efecto bola de nieve, provocándose un círculo vicioso en el que el aumento de los tipos de interés origina un aumento de la deuda para poder hacer frente al mayor coste de la misma y, así, sucesivamente (Méndez, 2019).

- *Riesgo político*

Finalmente, el riesgo político es también un factor determinante en la sostenibilidad de la deuda. Los inversores no solo detectan riesgo político en aquellos países con democracias más débiles o incluso regímenes autoritarios, o con un gran número de casos de corrupción, o conflictos sociales; los inversores también perciben riesgo en países donde un cambio de gobierno pueda afectar a la estabilidad de las políticas económicas. Así, aquellas economías especialmente dependientes de los inversores internacionales deben lograr la confianza de sus acreedores para mantener el acceso a la financiación en los mercados (Llamas, 2016).

4.2. Oportunidades de la Deuda Soberana

A pesar de los riesgos mencionados anteriormente, la deuda pública también ofrece una serie de oportunidades, principalmente de desarrollo, para el Estado.

En primer lugar, el endeudamiento público dota al Estado de capacidad de maniobra para hacer frente a crisis económicas. Como ya se ha observado anteriormente, en los periodos de crisis el déficit aumenta considerablemente con motivo de la implementación de medidas de estabilidad económica y apoyo a la ciudadanía. Y es ahí donde la deuda pública desempeña un papel crucial, pues en periodos de recesión los ingresos públicos no son suficientes para financiar el exceso de gasto y, por tanto, sin el capital recibido a través del endeudamiento, la subida del déficit sería intratable.

Además, la deuda pública permite al Estado contar con los recursos necesarios para realizar inversiones y, de ese modo, contribuir al desarrollo del país en cuestión. Ahora bien, para lograr resultados, esos recursos han de destinarse a inversiones prioritarias y rentables a largo plazo, como suelen ser las dirigidas a la infraestructura y la investigación (Ulrich y Papaleo, 2010).

Finalmente, la emisión de deuda por parte del Estado y la inversión en desarrollo lanza una señal al sector privado, incentivando del mismo modo su inversión y consumo. Así, la deuda pública estimula la demanda y, por tanto, la coyuntura económica del Estado, al mismo tiempo que reduce la tasa de desempleo (Ulrich y Papaleo, 2010).

5. LA GLOBALIZACIÓN Y SU IMPACTO EN LA DEUDA SOBERANA

Con el propósito de comprender cuál es el impacto que genera una economía globalizada sobre los niveles de deuda soberana es preciso conocer previamente cuáles son las relaciones económicas internacionales y cómo han ido evolucionando a lo largo de la historia.

5.1. Relaciones económicas globales

Las relaciones económicas globales se estudian a través de la denominada economía internacional, que analiza las interacciones entre países tratando de impulsar el crecimiento económico, la generación de empleo, y la competencia y eficiencia de las economías nacionales. Todo ello mediante dos vertientes: el comercio internacional, que observa los patrones de intercambio de bienes y servicios entre países, enfocándose especialmente en Estados pertenecientes a una misma área geográfica; y las finanzas

internacionales, que se centran en las interacciones financieras globales como la inversión extranjera directa o la volatilidad de las divisas (UNIR, 2023).

Para dotar a estas relaciones económicas internacionales de estabilidad se crean instituciones financieras internacionales que encuentran su origen en la Segunda Guerra Mundial. Así, es precisamente en 1944 cuando tiene lugar la Conferencia de Bretton Woods donde se adopta el dólar estadounidense como moneda de referencia internacional y se crean el Banco Mundial, para la financiación de proyectos de desarrollo concretos, y el Fondo Monetario Internacional, para el apoyo y supervisión de las políticas económicas de sus Estados Miembros (Rey, 2020).

Más adelante, en 1947, se crea la Organización Mundial del Comercio, un espacio destinado a la resolución de conflictos comerciales, y se firma el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT por sus siglas en inglés), que reduce progresivamente los aranceles a nivel internacional. Sería en las décadas siguientes cuando, como consecuencia de los procesos de descolonización y el surgimiento de nuevos Estados, se establecerían nuevas instituciones regionales, principalmente bancos de desarrollo, como el Banco Europeo de Inversiones, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco de Desarrollo de América Latina, o el Banco Asiático de Inversión en Infraestructura (Rey, 2020).

En definitiva, las instituciones financieras internacionales suponen al mismo tiempo un avance y un reto en las relaciones económicas globales. Por un lado, la especialización de estas instituciones permite conocer y abordar mejor las necesidades económicas de ciertos países. Ahora bien, por otro lado, la sociedad internacional continúa siendo testigo de enfrentamientos por el precio de las materias primas, guerras comerciales o guerras de divisas, lo cual refleja cómo los países, en su pugna por la hegemonía global, no dejan de actuar en beneficio de sus intereses nacionales (Rey, 2020).

5.2. Crisis financieras internacionales

Durante el periodo de tiempo estudiado, 2001-2023, se han dado tres crisis de especial gravedad a nivel internacional y, especialmente, a escala europea: la crisis financiera de 2008, la crisis del euro de 2010, y la crisis del coronavirus de 2020. Todas ellas convienen

ser brevemente estudiadas para comprender cómo esas relaciones económicas globales que se enunciaban anteriormente pueden expandir los efectos de una crisis por la dependencia e interconexión que existen entre determinados Estados. Asimismo, resulta interesante analizar cómo dichas crisis internacionales y la respuesta global a las mismas impactan en el desarrollo de la deuda soberana.

○ *Crisis Financiera 2008*

La crisis financiera de 2008 trajo consigo efectos dramáticos a nivel internacional. Tiene su origen en EEUU cuando, tras años de medidas proteccionistas motivadas por los efectos de la Gran Depresión, se comenzó a desregularizar el sector financiero. Durante la década de los 80-90, se flexibilizan las operaciones de los bancos de inversión disminuyendo el control y vigilancia sobre los mismos, y se introduce en el mercado financiero el innovador instrumento de los derivados, permitiendo apostar por la subida o bajada del precio de cualquier activo, entre ellos la vivienda. El procedimiento para la solicitud y concesión de hipotecas funcionaba del siguiente modo (Ochoa, 2020):

1. Los prestamistas, es decir, las entidades locales concedían las hipotecas a los propietarios.
2. Las entidades locales vendían estos préstamos a los bancos de inversión para evitar el riesgo de impago de los prestatarios.
3. Los bancos de inversión combinaban las hipotecas y otros préstamos creando las denominadas Obligaciones de Deuda Colateral (CDO).
4. Los bancos de inversión vendían estas CDO a inversores internacionales de manera que, cuando el propietario amortizaba su hipoteca, el pago no era recibido por la entidad local, sino por inversores de alrededor del mundo.

Además de las hipotecas tradicionales, el principal factor que contribuyó al estallido de la burbuja inmobiliaria y, por consiguiente, a la crisis de 2008 fueron las hipotecas subprime. Este tipo de créditos son concedidos a aquellos propietarios que cuentan con una calificación crediticia baja y que, por tanto, disponen de menor capacidad para hacer frente a la amortización de la hipoteca. Tanto las CDO comercializadas como las hipotecas *subprime* recibían constantemente una calificación AAA, la más elevada y

segura, por parte de las agencias de rating, contratadas por los propios bancos de inversión.

Así, los bancos de inversión apostaron por las hipotecas *subprime*, pues ofrecían un tipo de interés más elevado, vendiendo a inversores desconocedores del riesgo asumido productos aparentemente seguros y de elevada rentabilidad. La falta de transparencia junto con la bajada de tipos de interés que acompañaba a esos años alimentaron un bucle que provocó el incremento de solicitudes hipotecarias y, con él, la subida exponencial de los precios de la vivienda (Ochoa, 2020).

Al mismo tiempo, la compañía de seguros AIG comenzó a comercializar las denominadas Credit Default Swaps (CDS), que consistían en seguros por el impago de las CDO. Sin embargo, a diferencia de los seguros tradicionales, las CDS permitían a los especuladores que no poseían CDOs apostar contra ellas. Entre estos especuladores se encontraban los propios bancos de inversión que, simultáneamente a la venta de las CDO, especulaban contra ellas mediante la compra de CDS. Así, ante posibles impagos de las CDO, recibirían la compensación del seguro de las CDS (Ochoa, 2020).

Todo ello trajo consigo severas consecuencias para el sistema financiero a nivel mundial. El número de embargos por morosidad en las hipotecas *subprime* no hacía más que incrementar, impidiendo a las entidades acreedoras vender los préstamos a los bancos de inversión que trataban de alejarse de estos activos. Esto dio lugar a la quiebra de numerosas entidades bancarias no solo en EEUU, sino también en Europa, que terminó por contagiarse. Así, la percepción del riesgo aumentaba y el mercado de las CDO colapsó, pues los bancos de inversión no podían dar salida a estos créditos desembocando en una brusca caída del precio de los mismos (Ochoa, 2020).

En cuanto al impacto que esta crisis financiera internacional tuvo en la deuda soberana de los países de la Eurozona, la deuda pública de estos países sufrió un aumento sin precedentes provocando la Crisis del Euro, en la que se profundizará en el siguiente apartado. La caída de ingresos junto con el incremento del gasto público trajo como resultado unos niveles de déficit público insostenibles en muchos de los países europeos, lo cual conllevaba necesariamente el aumento de la deuda pública para tratar de hacer frente a esos desequilibrios. Además, la contracción del comercio internacional, que

afectó gravemente a los países exportadores, así como el contagio de las quiebras bancarias por la interconexión financiera existente contribuyeron a la inestabilidad económica en Europa y, por consiguiente, al aumento de la deuda soberana.

○ *Crisis del Euro 2010*

Europa fue igualmente víctima en 2008 del desenfreno en la concesión de créditos hipotecarios tóxicos, la introducción de nuevos e inestables instrumentos financieros como los derivados y la desregularización del sector financiero. Todo ello le situó en la misma posición que EEUU, sufriendo la mayor crisis financiera experimentada hasta la fecha, con la diferencia de que EEUU sí contaba con un banco central capaz de comprar la deuda soberana de su país. El marco institucional de la UE no permitía al BCE contar con capacidad de anticipación al no disponer de autorización para adquirir deuda pública, y no sería hasta 2012 cuando se anunciaría desde Europa la posibilidad para el BCE de comprar deuda soberana en los mercados secundarios (Hall, 2016).

La crisis del euro tuvo como detonante la crisis fiscal griega, que desencadenaría una crisis de confianza en la capacidad de los Estados para hacer frente al pago de su deuda pública contagiando el nerviosismo a países como Irlanda, Portugal o España. Además, la complejidad que supone la gestión de una moneda única como el euro entre países con condiciones económicas tan dispares acrecentó las dificultades para enfrentarse a tal crisis financiera. La principal diferencia entre los Estados europeos radica en la organización de la economía política, dividiendo a aquellos países con economías de mercado coordinadas, comúnmente conocidos como los países del norte (Alemania, Bélgica, Austria, Finlandia, Países Bajos), de los países con economías mediterráneas, denominados países del sur (España, Portugal, Grecia, Italia) (Hall, 2016).

Los países de norte cuentan con sindicatos y asociaciones patronales bien desarrolladas capaces de contener el coste unitario laboral, lo cual, junto con su producción de alto valor añadido, les permite seguir una estrategia de crecimiento basada en las exportaciones. Sin embargo, lo contrario ocurre en los países del sur, cuyos movimientos obreros conflictivos les dificultan la consecución de una coordinación salarial. Además, su enfoque en una producción de bajo valor añadido debilita sus exportaciones, que son cada vez menos competitivas en comparación con las procedentes de los países del norte

(Hall, 2016). Si a esta notable diferencia se le suma la adopción del euro en 1999, se obtiene un incremento de la brecha entre el norte y el sur.

La introducción del euro como moneda única implicaba, por un lado, la eliminación del riesgo de tipo de cambio y, por otro, la incapacidad, especialmente para los países del sur, de devaluar su moneda para hacer más competitivos sus productos frente a los de los países tradicionalmente exportadores. Esta combinación fue la tormenta perfecta que dio lugar a grandes flujos de capital desde el norte hacia el sur. Los países del norte invertían sus superávits comerciales en los países del sur que, incapaces de sobreponerse a la competitividad extranjera, asignaron dichos recursos a sectores poco productivos, como el de la construcción, dejando de lado sus sectores exportadores.

Lo que en un principio podía reflejar inversión en desarrollo acabó convirtiéndose en un gasto público desenfrenado y en un incremento espectacular de los niveles de déficit y deuda. Esto era especialmente peligroso en Europa, pues sus Estados dependían considerablemente de la financiación bancaria y viceversa, lo que habitualmente se conoce como “bucle diabólico”.

Cuando existe un fuerte nexo entre la banca y el gobierno al mismo tiempo que el Estado en cuestión se encuentra en periodo de recesión, se producen consecuencias para ambas partes. Por un lado, la desconfianza del mercado hacia la capacidad de pago soberana produce una caída del precio de los bonos soberanos, y los bancos con bonos del gobierno en su balance corren el riesgo de insolvencia por una disminución de su activo. Por otro lado, ante el peligro de insolvencia, los bancos comienzan a conceder menos préstamos reduciendo así el crecimiento económico y los niveles de renta, y aumentando el desempleo. En definitiva, aumenta el gasto público y disminuyen los ingresos. Además, en el caso de que finalmente dichos bancos se hayan de declarar insolventes, el gobierno deberá plantearse un posible rescate de los mismos, lo que puede suponer de nuevo un elevado coste y un factor más que obstaculice el pago de su deuda (Chamorro, 2018).

Esto fue precisamente lo ocurrido en Grecia, cuyos desequilibrios fiscales fueron el primer síntoma de la crisis del euro. Ante su delicada situación, la UE articuló distintos rescates entre 2010 y 2015 por valor de más de 300.000 millones de euros. El gasto fue tan elevado que se llegó a plantear la cuestión de permitir el impago de Grecia; sin

embargo, esto habría alimentado la desconfianza en los mercados hacia Europa dificultando más el acceso a financiación para el resto de países europeos. Además, gran parte de la deuda soberana griega se encontraba en manos de bancos del norte, por lo que, de no haber rescatado a Grecia, muy probablemente habrían debido rescatar a sus propios bancos. Todo ello acabó contagiando a países como Irlanda, que fue rescatada en 2010; Portugal, que recibió un rescate en 2011; y España, a la que se le concedió una línea de crédito (Hall, 2016).

En definitiva, resulta evidente cómo la dependencia internacional, con la expansión de la crisis financiera de 2008, y, en este caso, la dependencia europea, con el contagio de la crisis del euro principalmente entre los países del sur, puede derivar en consecuencias económicas peligrosas y, especialmente, en niveles de deuda insostenibles.

○ *Crisis del Covid-19 2020*

Con el estallido de la pandemia del Covid-19 en el año 2020 se desencadenó la mayor crisis mundial presenciada en más de un siglo. La respuesta adoptada por la comunidad internacional con el objetivo de mitigar los costes humanos fue decisiva para frenar las consecuencias más graves de la pandemia. Sin embargo, esta respuesta de emergencia también trajo consigo otros riesgos, principalmente relacionados con un importante aumento de los niveles de deuda pública y privada (Banco Mundial, 2022).

El incremento del gasto público para hacer frente a los gastos sanitarios, aplicar medidas de protección de rentas, u ofrecer ayudas como la prestación de autónomos junto con la caída de ingresos tributarios y por cotizaciones a la Seguridad Social afectó a los países europeos, con mayor incidencia en unos que en otros. Los países más perjudicados fueron los que con anterioridad se han denominado países con una tendencia alcista de endeudamiento público, que en su mayoría coinciden con los países del sur; mientras que aquellos menos afectados fueron los países con una tendencia bajista de deuda soberana, donde se agrupan los países del norte.

Así, en los países con tendencia alcista los efectos fueron más palpables, ya que los desequilibrios fiscales derivaron en un gran aumento del déficit público y en el incremento más notable de la deuda pública registrado hasta la fecha. Sin embargo, en

los países con tendencia bajista el impacto no fue tan grave, logrando la mayoría de ellos mantener sus niveles de deuda por debajo del 60% del PIB. En definitiva, la pandemia del Covid-19 demostró de nuevo la división entre países europeos y sus niveles de desarrollo, afectando de manera desigual a los Estados y dificultando una acción conjunta y coordinada en toda la Zona Euro.

6. CASO DE ESTUDIO: COMPARATIVA ESPAÑA-ITALIA

6.1. Relación Deuda Pública y Desarrollo Económico

Si bien la deuda pública es una herramienta crucial para el desarrollo de un país, un excesivo nivel de deuda podría frenar la inversión privada, incrementar la presión fiscal, y limitar la capacidad gubernamental para adoptar reformas. Por ello, la correcta gestión de la deuda pública es fundamental para fomentar el crecimiento y la inversión (Banco Mundial, 2021).

Han sido pocos los autores que han centrado su investigación en el impacto concreto de la deuda pública en el crecimiento económico, realizando la mayoría de ellos sus estudios a raíz de la crisis financiera de 2008 y del consecuente aumento de los déficits fiscales. Existen diferentes opiniones con respecto al aumento del déficit fiscal y del endeudamiento público, oscilando entre aquellos partidarios de la existencia de una relación negativa entre deuda y crecimiento, y aquellos que creen en la influencia positiva de la deuda sobre el crecimiento (Vaca et al., 2020).

Actualmente, se podría afirmar que la teoría dominante es la que plantea que el endeudamiento tiene un efecto negativo sobre el crecimiento. En uno de sus informes, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) identifica tres canales de transmisión que justifican la conclusión de que un aumento del gasto público financiado por la emisión de deuda pública no impulsa el crecimiento (CEPAL, 2018):

- Primer canal de transmisión: es el denominado desplazamiento negativo o *crowding out*. Según este canal, la emisión de deuda pública para financiar un aumento del gasto público implica la extracción de fondos de los mercados de capitales en lugar de ser destinados a la inversión privada. Es decir, el sector

público absorbe el ahorro privado en su emisión de deuda para así financiar el gasto público, lo que termina por disminuir la demanda agregada.

- Segundo canal de transmisión: el gasto público tan solo puede ser financiado mediante la transferencia de recursos de los sectores privado o externo al público. Para lograr esta transferencia, se aumentan las tasas de interés, desincentivando así la inversión privada por el mayor riesgo que conlleva un tipo de interés más elevado, e incentivando el financiamiento público por considerarse más seguro. Así, en su competición con el sector privado por la consecución de fondos, el sector público disminuye la demanda agregada.
- Tercer canal de transmisión: el aumento del gasto público termina por derivar en un aumento de los impuestos para poder financiarlo. En este sentido, cuando los agentes económicos perciben esta subida de impuestos, ahorran los ingresos adicionales producidos por el aumento del gasto público para poder hacer frente al pago de unos impuestos más elevados en el futuro. De nuevo, la expansión del gasto público contrae la demanda agregada.

Sin embargo, con anterioridad a esta teoría, han surgido distintas tesis que apuestan por la existencia de una relación positiva entre el déficit público y, por tanto, la deuda pública y el crecimiento económico. Entre ellas se encuentra la tesis de Krugman, un economista estadounidense que, a raíz de lo sucedido tras la crisis del 2008, afirmó que el déficit y la deuda no eran tan perjudiciales como se creía. Krugman afirma que, en condiciones económicas normales, los efectos del gasto público son (1) una mayor carga fiscal, pues se emite deuda pública para financiar ese gasto, lo que deriva en mayores impuestos para atender dicha deuda; y (2) un desplazamiento de los fondos del sector privado al sector público (Krugman, 2009).

Ahora bien, en condiciones de depresión económica, el argumento (1) continúa siendo cierto, pero no en su totalidad. Un aumento del gasto público aumenta el PIB y el nivel de ingresos, compensando así una parte considerable de ese gasto inicial; en concreto, según Krugman, compensa un 40% del desembolso. Y, en cuanto al argumento (2), en situación de crisis, el factor determinante para la inversión privada es el estado de la economía, por lo que, ante una depresión económica, la inversión privada se estanca. Sin

embargo, el aumento del gasto público en estas circunstancias permite mejorar distintos aspectos de la economía, lo cual estimula las inversiones (Krugman, 2009). Aunque estas inversiones sean en parte destinadas al sector público, sin un aumento del gasto habrían permanecido en el bolsillo de los particulares. Por lo tanto, según Krugman, en condiciones de crisis, el gasto público no implica *crowding out*, sino *crowding in*, lo que justifica su aumento.

Otros autores centraron sus análisis en determinar el nivel en el que la deuda comienza a mermar el crecimiento económico. En su estudio de 2002, Pattillo, Poirson y Ricci, tres economistas del FMI, llegaron a la conclusión de que este umbral se encontraba entre un 35% - 40% del PIB. Afirmaron que el elemento que realmente determinaba este nivel residía en la productividad de los factores, es decir, podía variar según el país y el momento en función de dónde se asignaran los recursos generados a partir de la emisión de deuda (Vaca et al., 2020).

Más adelante, en 2010, los economistas estadounidenses Reinhart y Rogoff concluyeron que, mientras que la relación entre la deuda y el crecimiento parecía débil en niveles “normales”, para aquellos niveles de deuda que superaban el 90% del PIB, las tasas de crecimiento decrecían en un 1%, tanto en economías emergentes como avanzadas (Reinhart y Rogoff, 2010). Estos resultados demostraron ser especialmente relevantes por el contexto económico que se atravesaba en ese momento tras la crisis financiera, pues existía un debate sobre cuál era la mejor respuesta gubernamental ante la crisis: la expansión keynesiana o la austeridad neoclásica.

Según el modelo keynesiano, los ciclos recesivos se producen por insuficiencias en la demanda agregada. Así, el gobierno debe hacer frente a la reducción de la demanda aumentando el gasto público y la emisión de deuda pública para financiarlo, lo cual aumentaría la demanda al mejorar la situación económica del país en cuestión, movilizandolos recursos que, de lo contrario, hubieran resultado ociosos. Ahora bien, de acuerdo con este modelo, resulta lógico pensar que, al aumentar la demanda agregada, también lo hará la demanda de dinero, provocando una subida de los tipos de interés que, en circunstancias normales, podría provocar una reducción de la inversión privada y su desplazamiento al sector público, lo que previamente se ha denominado *crowding out*. Sin embargo, para los keynesianos, especialmente en situaciones de crisis, las inversiones

están condicionadas por las expectativas y no tanto por los tipos de interés, por lo que ese efecto de *crowding out* se reduce (Zubiri, 2012).

Por su parte, los neoclásicos apuestan por políticas de austeridad que reduzcan el gasto público y, con él, la deuda. Según este modelo, si se produce un aumento del gasto público, los individuos percibirán que dicho incremento conllevará una subida de impuestos. Esto provocará una disminución de su renta y un aumento de su ahorro, reduciendo así la demanda agregada. Además, al subir los tipos de interés con la emisión de deuda, la inversión privada también disminuirá (Zubiri, 2012).

Así, con los resultados del estudio de Reinhart y Rogoff, en los que se concluía que un nivel elevado de deuda/PIB conllevaba la reducción del crecimiento, se adoptaron a nivel internacional políticas de austeridad para reducir el gasto y la deuda. Sin embargo, surgieron otros estudios que sugerían la reconsideración de estas políticas, como fue el caso del análisis desarrollado por los economistas estadounidenses Herndon, Ash y Pollin en 2013. Estos autores señalaban que, lejos del 90% establecido por Reinhart y Rogoff, el umbral de la relación entre la deuda y el PIB era mucho mayor, de un 120% (Vaca et al., 2020). Esto indicaba que un nivel elevado de deuda ciertamente podía mejorar el crecimiento y la demanda agregada, promoviendo así las ideas keynesianas.

6.2. Análisis Comparativo Deuda Pública y Desarrollo Económico: España e Italia

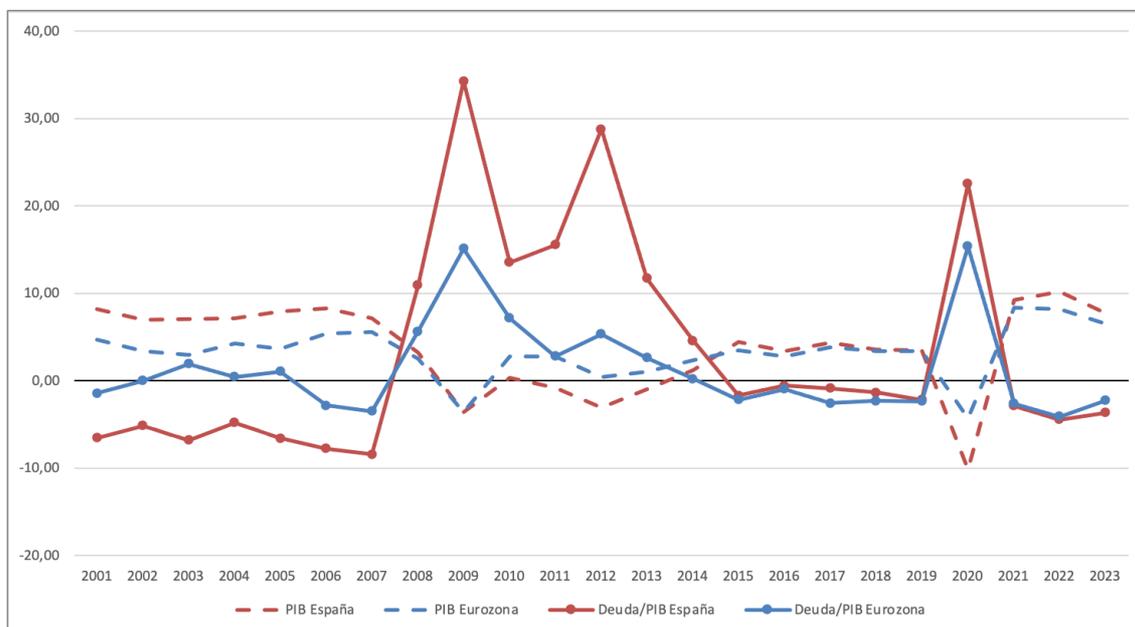
Explicados los estudios que se han realizado en los últimos años con respecto a la relación que existe entre la deuda pública y el crecimiento económico, resulta interesante tratar de aplicar las conclusiones obtenidas a la evolución real de la deuda y el PIB en países concretos. Es por ello que, en el presente apartado, se llevará a cabo un análisis comparativo de la evolución y las variaciones de la deuda y el PIB en el periodo 2001-2023 de dos países de la Eurozona: España e Italia.

La elección de estos países no es fortuita; se trata de dos de las economías más importantes de la Zona Euro en términos de PIB, ocupando Italia el tercer puesto y España el cuarto, al mismo tiempo que poseen unos de los niveles de deuda/PIB más elevados de la región, ocupando Italia el segundo puesto y España el quinto.

○ *Caso España*

En este primer apartado, se analizará, por un lado, la variación anual porcentual de la deuda y el PIB de España y de la Eurozona en su conjunto y, por otro, la evolución de la deuda y el PIB de España, comparándola con la evolución de la deuda de la Eurozona. En este sentido, el gráfico 5 muestra, en primer lugar, la variación anual de ambos indicadores en España y la Eurozona para el periodo estudiado.

Gráfico 5. Variación anual deuda/PIB y PIB en España y Eurozona (2001-2023). Porcentaje



Fuente: *Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database 2023 (Anexo V)*

Como se puede observar, tanto para España como para la Eurozona en su conjunto, la relación entre la deuda y el PIB es inversa y no lineal, es decir, en aquellos puntos en los que la deuda sufre una variación positiva, el PIB sufre una variación negativa, y viceversa, pero no en la misma proporción. Esta relación es más notable en los periodos de crisis, cuando a incrementos considerables de la deuda le siguen reducciones importantes del PIB.

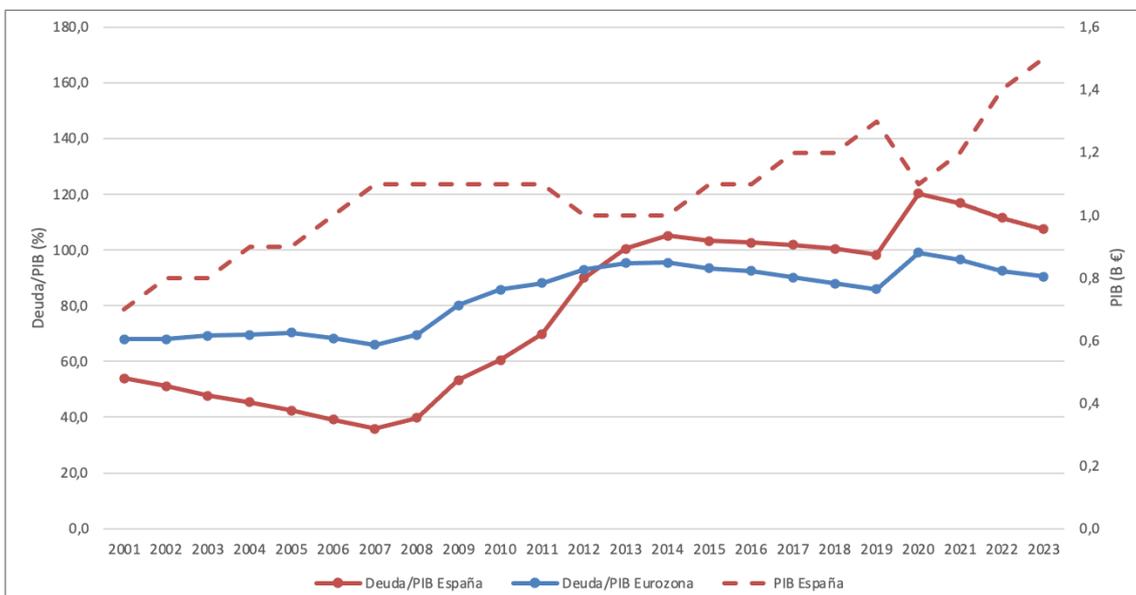
Además, se observa cómo, por carácter general, el nivel de deuda de España sufre variaciones mucho mayores que el relativo a la Eurozona. En concreto, con el estallido de la crisis financiera, la deuda de la Eurozona aumenta en un 15,1% en 2009, mientras que la española lo hace en más del doble, un 34,3%. Lo mismo ocurre con la crisis del euro, incrementándose la deuda europea en un 5,3% en 2012, y la española en un 28,8%,

esta vez cinco veces más que en el conjunto de la Eurozona. Finalmente, se puede apreciar de nuevo esta variación superior de la deuda española en la crisis del Covid-19, aunque, en esta ocasión, la diferencia es menor. En el caso de España, el aumento de la deuda fue de un 22,5% en 2020, y en la Eurozona de un 15,4%.

Sin embargo, en lo que respecta al PIB, las variaciones para ambos actores han sido generalmente similares. En los años previos a la crisis financiera, el PIB español experimentaba incrementos superiores a los de la Eurozona, pero, con la llegada de la crisis, el PIB, tanto español como europeo, comienza a decrecer en la misma proporción. Estas variaciones similares se han mantenido a lo largo del tiempo, a excepción de dos periodos. Con la crisis del euro, el PIB español decrece en mayor medida que el europeo, al igual que ocurre con la crisis del Covid-19.

Ahora bien, las variaciones anuales de ambos indicadores, la deuda pública y el PIB, no han de reflejar necesariamente la posición que ocupa España en esos términos con respecto a la Eurozona en su conjunto. Es decir, una variación positiva de la deuda española mucho mayor a la variación de la deuda europea no implica que la primera se situara en ese momento por encima de la segunda. Es por ello que, a continuación, en el gráfico 6 se muestra la evolución de la deuda (%) en España y la Eurozona, con el objetivo de contar con una comparación real de ambos niveles. Además, en el mismo gráfico se muestra la evolución del PIB (B€) de España para poder determinar en qué nivel se encontraba su deuda cuando el PIB se reducía.

Gráfico 6. Evolución deuda/PIB en España y Eurozona (2001-2023). Porcentaje Evolución PIB en España (2001-2023). Billones €



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database 2023 (Anexo VI)

Como se puede apreciar en el gráfico (6), hasta 2012, la deuda española no superó la media de la Eurozona, a pesar de unas variaciones positivas muy superiores a las de la deuda europea, como se observaba en el gráfico anterior (5). Esto reafirma lo mencionado anteriormente; una variación positiva mayor no implica la necesaria superación de la deuda española a la europea.

Si se analiza el gráfico comparando la evolución de la deuda y el PIB de España, se aprecia cómo en los años previos a la crisis financiera, la estructura de la deuda soberana era sólida y estable, situándose en un 35,8% del PIB en 2007. Esto se debía, en gran medida, a los criterios de convergencia establecidos para la incorporación a la Eurozona de un déficit y una deuda inferiores al 3% y 60% del PIB respectivamente. Si tratamos de aplicar las teorías explicadas con anterioridad sobre el umbral de deuda óptimo, en este periodo encajaría la investigación desarrollada por Pattillo, Poirson y Ricci, pues según estos, la deuda contribuye positivamente al crecimiento si no sobrepasa los niveles del 35-40% del PIB. Así, mientras España mantenía su deuda dentro de este rango, alcanzaba un PIB de 1,1 billones € en 2007, su máximo hasta la fecha.

Sin embargo, con la llegada de la crisis de 2008, la ratio de deuda española comienza a incrementarse como consecuencia del estancamiento del desarrollo económico, pues se observa cómo el PIB cesa en su crecimiento desde 2007, provocado por la caída de ingresos públicos al reducirse la recaudación fiscal. Además, el gran aumento del gasto público a raíz de las prestaciones por desempleo y de la política fiscal expansiva adoptada con el objetivo de incrementar el PIB provoca un incremento del déficit público y, con él, de la deuda española, pasando de ese 35,8% en 2007 a un 105,1% en 2014, y superando, ahora sí, la media de la deuda de la Eurozona en su conjunto.

Este incremento exponencial de la deuda pública en España también se vio motivado por la crisis del euro. Al pertenecer al grupo de los países del sur, España fue uno de los Estados europeos en sufrir la falta de competitividad de sus exportaciones frente a los países del norte, algo que se vio agravado con la adopción del euro en 1999 y la incapacidad de devaluar su moneda. Así, los superávits que el norte invirtió en España fueron destinados a sectores poco productivos como el de la construcción, convirtiendo esa inversión en un gasto público desenfrenado y, así, en un nivel de déficit y de deuda muy elevado.

Además, España se caracterizaba, al igual que la mayoría de potencias europeas, por la dependencia entre la banca y el Estado. Así, cuando el precio de los bonos soberanos cayó por el riesgo de impago percibido en España, especialmente a raíz del contagio griego, los bancos se enfrentaron al riesgo de insolvencia. Por ello, cesaron en la concesión de préstamos, frenando el crecimiento económico y, por tanto, los ingresos públicos, derivando así en un mayor nivel de deuda. Con ello, se incrementaba nuevamente la desconfianza del mercado y los tipos de interés. Por lo tanto, en este periodo, sería aplicable la teoría de Reinhart y Rogoff, partidarios de que un nivel de deuda superior al 90% del PIB influye negativamente en la tasa de crecimiento. Así, con una ratio del 105,1% en 2014, el PIB español se redujo hasta 1 billón €.

A raíz de las crisis financiera y del euro, los países europeos comenzaron a adoptar el enfoque neoclásico, desconfiando de la influencia positiva de la deuda en el PIB, e implementaron medidas de consolidación fiscal para reducir sus déficits. Es por ello que, en el gráfico, se puede observar cómo el nivel de deuda española comienza a reducirse ligeramente situándose en un 98,2% en 2019, al mismo tiempo que el PIB experimenta variaciones al alza hasta alcanzar un valor de 1,3 billones € ese mismo año.

Sin embargo, con la crisis del Covid-19, estos datos que comenzaban a sonar favorables para la economía española se revertieron. El significativo aumento del gasto público en sanidad, ERTes, prestación de autónomos, y la reducción de ingresos que se vivió en Europa, especialmente en España como uno de los países más afectados sanitaria y económicamente por la pandemia, dio lugar a un grave aumento de la deuda pública. En el caso de España, la ratio de deuda alcanzó su máximo histórico con un valor del 120,3% del PIB en 2020, al mismo tiempo que el PIB se desmoronaba por el parón en la actividad como consecuencia del confinamiento, alcanzando un mínimo de 1,1 billones €.

Ahora bien, Europa no ha tardado en reaccionar y ha anunciado el fin de las medidas de relajación fiscal, obligando a sus miembros a retomar esos niveles del 3% y el 60%. Es por ello que, en el gráfico, se observa cómo España trata de reducir actualmente su ratio de deuda, al mismo tiempo que aumenta considerablemente su tasa de crecimiento. Se podría afirmar que, en este periodo, el caso español coincide con la teoría de Herndon, Ash y Pollin, que, desde una perspectiva keynesiana, consideraban que el umbral máximo

de deuda se encontraba en un 120% del PIB. Y, para España, así está siendo; con una ratio del 107,5% del PIB en 2023 ha incrementado su PIB hasta 1,5 billones €.

La explicación en el caso de España a este crecimiento del PIB a pesar de contar con un nivel de deuda muy por encima del requerido por la UE reside en el consumo. En España, el crecimiento de los salarios provocado por la inflación impulsa el consumo de los hogares con fuerza que, de momento, permite a la economía española resistir a pesar de una deuda elevada (Nieves, 2023).

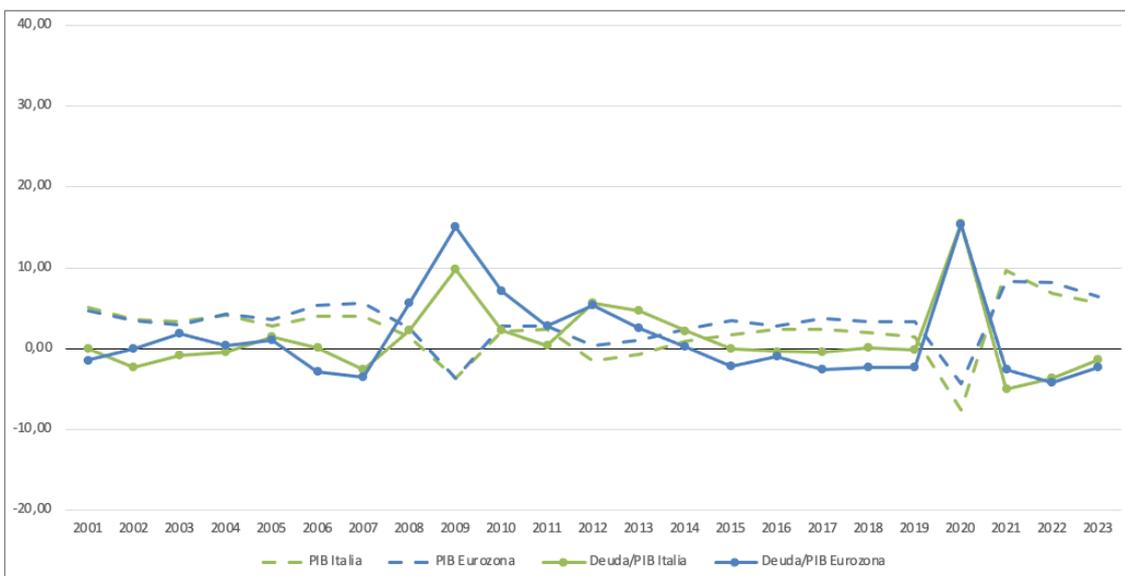
Sin embargo, ante este crecimiento basado en el consumo se dan dos problemas. Por un lado, resulta complicado imaginar cómo el consumo por sí solo podrá sostener indefinidamente la economía española, ante la ralentización de otros sectores. Por otro lado, el auge del sector servicios por el crecimiento del consumo conlleva al mismo tiempo la caída de sectores más productivos y de alto valor añadido como la industria que, en España, parecen no tener cabida. Además, este patrón consumista que caracteriza a la población española tan solo contribuye a aumentar la inflación, reducir la tasa de ahorro y, con ella, la inversión productiva, e incrementar así el endeudamiento exterior al ser un país escasamente competitivo.

Finalmente, la formación del nuevo Gobierno de Pedro Sánchez y su acercamiento a socios desestabilizadores también augura efectos negativos en su deuda, pues la inestabilidad política suele llevar de la mano la desconfianza del mercado (Álvarez, 2024).

○ *Caso Italia*

Centrando ahora el análisis en Italia, en el gráfico 7 se muestra la variación anual porcentual de la deuda y del PIB de Italia y de la Eurozona en su conjunto para el periodo estudiado.

Gráfico 7. Variación anual deuda/PIB y PIB en Italia y Eurozona (2001-2023). Porcentaje



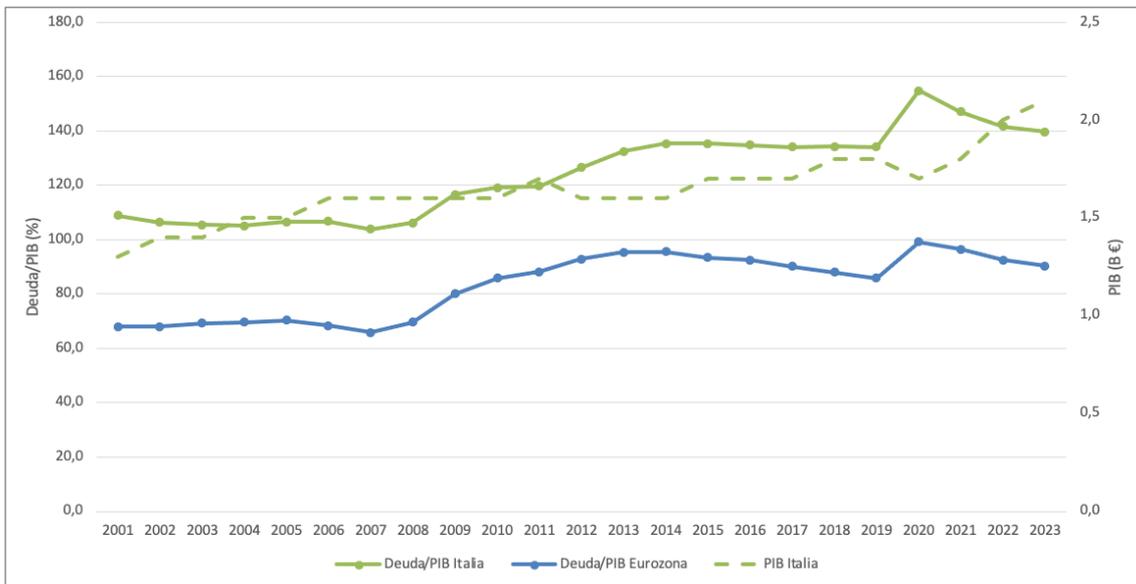
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database 2023 (Anexo VII)

Como se puede apreciar, en el caso de Italia, la relación entre la deuda y el PIB es también inversa no lineal, aumentado la deuda en los periodos en los que el PIB disminuye, y viceversa, pero nunca en la misma proporción. De nuevo, esta relación inversa es más notable en los periodos de recesión económica.

En el caso de Italia, se puede observar que, al contrario de España, la deuda pública sufre variaciones generalmente menores que las de la Eurozona en periodos de crisis, y ligeramente mayores en épocas de bonanza. Con la crisis financiera, la deuda italiana crece en un 9,8% en 2009, mientras que la europea lo hace en un 15,1%. En los años transcurridos entre la crisis del euro y la del Covid-19, la deuda italiana experimenta incrementos por encima de la Eurozona hasta 2020, cuando ambos niveles de deuda aumentan en un 15,4%. Con respecto al PIB, se repiten nuevamente variaciones muy similares en Italia y la Eurozona, incrementándose ligeramente la brecha en el periodo transcurrido entre la crisis del euro y la del Covid-19, con reducciones del PIB italiano mayores al europeo.

A continuación, en el gráfico 8, se muestra la evolución de la deuda pública en Italia y en el conjunto de la Eurozona, para comparar esas variaciones estudiadas anteriormente con la evolución real. Además, el gráfico también presenta la evolución del PIB italiano en el periodo estudiado, para así conocer en qué nivel se encontraba la deuda cuando el PIB decrecía.

Gráfico 8. Evolución deuda/PIB en Italia y Eurozona (2001-2023). Porcentaje Evolución PIB en Italia (2001-2023). Billones €



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database 2023 (Anexo VIII)

En el gráfico anterior (7) se observaba cómo, con carácter general, la variación anual de la deuda italiana era inferior a la de la europea. Sin embargo, como se puede apreciar en este gráfico (8), la realidad es que la deuda italiana se ha situado por encima de la media de la Eurozona en todo momento durante el periodo estudiado. Es decir, a pesar de que las variaciones anuales de la deuda italiana hayan sido inferiores, la ratio siempre ha sido superior a la deuda del conjunto de la Eurozona, al contrario que ocurría con España.

En cuanto a la comparación de la evolución de la deuda y el PIB, Italia nunca ha llegado a ceñirse a los criterios de convergencia establecidos por la UE, pues su deuda siempre ha sido superior al 60% del PIB. Si bien es cierto que, en los años previos a la crisis financiera, el país trató de reducir su ratio alcanzando un 103,9% del PIB en 2007, nunca ha logrado disminuir su nivel de deuda por debajo de esta cifra en el periodo estudiado. En lo que a su PIB respecta, este fue incrementándose ligeramente en esos años previos a la crisis, situándose en 1,6 billones € en 2007.

Con la crisis de 2008, se vio interrumpida la tendencia decreciente que parecía marcar la deuda italiana, comenzando a sufrir incrementos significativos. En el caso de Italia, el aumento de la deuda no vino motivado por una reducción de la tasa de crecimiento, factor que sí influía en el caso español, pues su PIB se mantuvo relativamente constante durante los años de crisis situándose, al igual que en 2007, en 1,6 billones € en 2014. Sin embargo,

la caída de ingresos, junto con el considerable aumento del gasto público, especialmente tras la implementación de políticas fiscales expansivas que contribuyeran a mejorar la competitividad de las empresas italianas, como la bajada de impuestos, provocaron un grave crecimiento del déficit público y, por tanto, de la deuda italiana.

Estos niveles de deuda tan elevados, que alcanzaron en 2014 el 135,4% del PIB, generaron una gran desconfianza en el mercado, que veía el bono italiano como un activo de gran riesgo. Sin embargo, con el reemplazamiento del entonces primer ministro italiano Silvio Berlusconi por un gobierno de emergencia, se aprobaron en 2011 nuevas medidas de consolidación fiscal que contribuirían a la progresiva reducción de la deuda a partir de 2014 (Europa Press, 2011).

Desde entonces, la deuda italiana parecía mantenerse estabilizada, pero muy por encima de los criterios establecidos por la UE. Con todo ello, llegaría la crisis del Covid-19 que, como se aprecia en el gráfico, trajo consigo un nuevo repunte de deuda pública hasta alcanzar el 154,9% del PIB en 2020. Las principales razones de esta subida fueron, por un lado, el temprano y grave impacto que tuvo la pandemia sobre Italia, teniendo que implementar medidas sanitarias estrictas desde comienzos del año; y, por otro, la reducción del turismo, representando este una parte muy significativa del PIB italiano que, como se puede apreciar, también sufre una caída pasando de 1,8 billones € en 2019 a 1,7 en 2020.

Actualmente, Italia continúa presentando unos niveles de deuda excesivos, que se sitúan en el 139,8% del PIB en 2023. Y es que la inestabilidad política experimentada en Italia no ayuda al alivio de su deuda. Tras la elección de Georgia Meloni, periodista y política euroescéptica y ultraconservadora, como primera ministra del país, la incertidumbre de los inversores ha incrementado. La confianza que depositaba el mercado en el anterior primer ministro Mario Draghi, economista y expresidente del BCE, ya no existe, y ahora los inversores son cada vez más cautelosos con los bonos italianos. Además, la elevada dependencia del país del gas ruso dificulta la reducción de la deuda. Previamente a la invasión rusa de Ucrania, Italia se posicionaba como el segundo mayor comprador europeo de gas ruso, por detrás tan solo de Alemania (Moreno, 2022). Así, la subida de los precios energéticos, junto con la iniciativa europea de “REPower EU Plan” que tiene

como objetivo terminar con la dependencia energética rusa en 2027, no contribuyen a la reducción de la deuda italiana.

Sin embargo, Italia constituye un caso peculiar, pues a pesar de la crisis de deuda y déficit que está atravesando, su PIB no cesa en su crecimiento. En 2023, frente a la deuda ya mencionada de, 139,8% del PIB, Italia presentó un PIB de 2,1 billones €. Con ello se sitúa tan solo dos puestos por detrás de Alemania, que cuenta con una deuda de poco más del 60% del PIB, es decir, menos de la mitad de la deuda italiana. La cuestión reside en cómo, con ese nivel de deuda, Italia puede posicionarse como la tercera economía más importante de la Eurozona. Pues bien, aunque el sector de la construcción pueda traer a la memoria malas vivencias, la realidad es que es una industria en auge para Italia en estos momentos, permitiéndole empujar su economía (Moreno, 2022). Sin embargo, la construcción es un sector poco productivo y de bajo valor añadido, lo cual, del mismo modo que ocurría con España, puede despertar incógnitas sobre cuánto tiempo aguantará la economía italiana dependiendo de sectores como el de la construcción y evitando una inversión inteligente que le permita mejorar su competencia exterior.

Finalmente, con respecto a las teorías del umbral de deuda óptimo, en el caso de Italia resulta complejo aplicar alguna de las tesis estudiadas a su nivel de deuda y PIB. En el periodo analizado, la deuda italiana siempre se ha situado por encima del 100% del PIB, por lo que su umbral de deuda no coincide con la mayoría de las teorías planteadas. De acuerdo con Herndon, Ash y Pollin, la ratio de deuda máxima debe ser de un 120% y, si bien es cierto, que en determinadas ocasiones en las que Italia ha superado ese nivel su PIB ha sufrido variaciones negativas, también es cierto que, incluso superando ese nivel notoriamente, el PIB italiano ha seguido creciendo. Un ejemplo de ello se dio en el año 2021, cuando la deuda italiana se situaba en un 147,1% y su PIB experimentaba una variación positiva del 9,7% alcanzando los 1,8 billones €.

7. CONCLUSIÓN

En el presente trabajo se ha llevado a cabo un análisis de la evolución de la deuda pública en la Zona Euro en el periodo 2001-2023 motivado por el impacto que la globalización ha tenido, especialmente en los años de crisis, en el endeudamiento de la región europea.

En los años previos a la crisis de 2008, los países europeos redujeron de manera generalizada su nivel de deuda para así cumplir con los criterios de adhesión a la Eurozona. A dicha reducción contribuyó la consecución de superávits primarios y el decrecimiento del efecto bola de nieve por la subida del PIB en la mayoría de países.

Sin embargo, con el estallido de la crisis de 2008, el aumento del gasto público provocó un incremento de la deuda, distanciando a los países con tendencia alcista, que alcanzaron niveles de deuda excesivos, de aquellos con tendencia bajista que, en su mayoría, mantuvieron su deuda por debajo del 60% del PIB. En este incremento de la ratio influyeron los déficits primarios, el efecto bola de nieve por la reducción del PIB y la subida de tipos de interés al aumentar las primas de riesgo, y el ajuste stock-flujo, pues los mecanismos de apoyo financiero concedidos a los Estados incrementaron el stock de deuda. Además, la contracción del comercio internacional, que afectó a los países exportadores, y el contagio de las quiebras bancarias por la interconexión financiera existente contribuyeron también al aumento de la deuda.

Todo ello desembocaría en una crisis de deuda soberana, la denominada Crisis del Euro, impulsada por el contagio de los problemas fiscales en los Estados europeos, especialmente entre los países del sur que alcanzarían niveles de deuda insostenibles. No obstante, la firma del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en 2012 marcaría un punto de inflexión con el establecimiento de procesos de consolidación fiscal para frenar el crecimiento de la deuda. Así, las visiones keynesianas, defensoras de un aumento del gasto público, quedaron en un segundo plano para dejar paso a las políticas de austeridad neoclásicas. En este sentido, se comienzan a dar los primeros superávits primarios, se reduce el efecto bola de nieve por la intervención del BCE en la bajada de tipos, y disminuye el ajuste stock-flujo al cesar los procesos de saneamiento financiero.

Sin embargo, cuando parecía que los países europeos comenzaban a recuperarse, les atiza la crisis del Covid-19 en 2020. La rápida expansión a nivel mundial por la interconexión existente entre los Estados provocó un aumento extraordinario del gasto público, principalmente por motivos sanitarios, derivando en un incremento de la deuda. Así, en la Eurozona se produce la variación positiva más notoria del nivel de deuda por el aumento de los déficits primarios y del efecto bola de nieve, al caer bruscamente el PIB con el confinamiento y el consecuente parón de la actividad. De nuevo, fueron los países

del sur los más afectados y los que, actualmente, se ven obligados a realizar un esfuerzo mayor por reducir sus niveles de deuda ante el fin de las medidas de relajación fiscal.

Finalmente, en relación con el caso comparativo entre el nivel de deuda y desarrollo de España e Italia, se extraen las siguientes conclusiones:

1. A pesar de que los análisis más recientes y trascendentes sobre la relación entre el endeudamiento y el crecimiento proponen niveles elevados de deuda como límite para afectar negativamente al desarrollo (90-120%), la teoría dominante actual es la que plantea que el endeudamiento tiene, generalmente, un efecto negativo sobre el crecimiento. En los casos de España e Italia, esta teoría podría, a simple vista, desmoronarse, pues se trata de dos de las economías más importantes de la Eurozona y, al mismo tiempo, con los niveles de deuda más elevados.
2. La respuesta al rechazo de dicha teoría podría residir en que, siempre que los recursos generados a partir de la emisión de deuda se destinen a sectores productivos, el nivel de deuda podría no llegar a ser tan determinante en el desarrollo del país. Sin embargo, este argumento queda lejos del caso de España e Italia.

Ambos países centran su sistema productivo en sectores poco intensivos en conocimiento y tecnología, como son la construcción o los servicios, en lugar de desarrollar otras ramas de alto valor añadido, como la industria. Esto, junto con el patrón de crecimiento consumista que les caracteriza, frena la productividad del trabajo, la competitividad de sus empresas y el crecimiento económico. La pregunta que surge entonces, y que podría ser objeto de estudio para una continuación de este trabajo, es hasta cuándo podrán España e Italia, con unos niveles de deuda tan elevados, depositar todo el peso de sus economías en sectores tan poco productivos. Con cierto atrevimiento, se podría afirmar que la respuesta a esta pregunta es, probablemente, por poco tiempo.

Es por ello que ambos países deberían proponerse como prioridad cambiar el patrón de crecimiento de sus sistemas productivos. La dependencia de sectores vulnerables y de baja productividad podrían implicar, en caso de una nueva crisis

como la del 2008, graves costes económicos y sociales. Así, sería conveniente centrar su desarrollo en ramas de alto valor añadido y en un patrón ahorrador e inversor. Este patrón evitaría la inflación por exceso de gasto, aumentaría el ahorro y, con él, la capacidad de inversión productiva destinada a mejorar la competitividad de las empresas para que estas exporten más que importen y, así, reduciría el endeudamiento exterior del país.

3. La inestabilidad política que se percibe a nivel europeo, e incluso internacional, en ambos países no ayuda al alivio de sus deudas. Por el lado italiano, la elección de Georgia Meloni, euroescéptica y ultraconservadora, como primera ministra y sucesora del expresidente del BCE, Mario Draghi, ha incrementado la desconfianza de los inversores. Por su parte, España tampoco atraviesa su mejor momento en lo que a política se refiere, pues la investidura de Pedro Sánchez y su acercamiento a socios desestabilizadores ha generado protestas en el país y cautela en la compra de bonos españoles. Todo ello deriva en un aumento de las primas de riesgo de ambos países, a la cabeza de dicho indicador en la Eurozona, incrementándose así el coste de su deuda.

En definitiva, el presente trabajo ha mostrado cómo un contexto globalizado e interdependiente como el actual incide en el desarrollo de la deuda pública europea y las consecuencias que de ello se derivan. Asimismo, el estudio concreto de dos de las economías europeas más relevantes, España e Italia, ha contribuido a comprender que la relación entre el nivel de deuda y desarrollo de un país no es perfecta, que no existe un consenso sobre cuál es el endeudamiento óptimo, y que donde realmente reside lo importante de la cuestión es en el destino de los recursos obtenidos por la emisión de deuda y en la estabilidad transmitida al mercado.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, **María de las Mercedes Fuentes Máiquez**, estudiante de **ADE y Relaciones Internacionales (E6)** de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "**La Deuda Soberana en los Países de la Zona Euro: ¿Qué Repercusiones tiene un Excesivo Endeudamiento Público en la Era de Globalización?**", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación [el alumno debe mantener solo aquellas en las que se ha usado ChatGPT o similares y borrar el resto. Si no se ha usado ninguna, borrar todas y escribir “no he usado ninguna”]: No he usado ninguna.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 18/03/2024

Firma:  _____

8. BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, J.I. (2024). Un 77% de Economistas prevé que la Inestabilidad Política frene la Actividad. *El Economista*. Recuperado el 19 de febrero de 2024 de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/12652675/02/24/un-77-de-economistas-preve-que-la-inestabilidad-politica-frene-la-actividad.html>
- AMECO Database (2023). Economy and Finance Forecast. *European Commission*. Recuperado el 10 de noviembre de 2023 de https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en
- Banco Mundial (2021). Deuda y Desarrollo. *Banco Mundial*. Recuperado el 22 de enero de 2024 de <https://www.bancomundial.org/es/topic/debt/overview>
- Banco Mundial (2022). Los Impactos Económicos de la Pandemia y los nuevos Riesgos para la Recuperación. *Banco Mundial*. Recuperado el 5 de enero de 2024 de <https://www.bancomundial.org/es/publication/wdr2022/brief/chapter-1-introduction-the-economic-impacts-of-the-covid-19-crisis>
- BBC (2022). Por qué llegar a un Nivel de “Deuda Cero” puede ser malo para un País. *BBC News Mundo*. Recuperado el 24 de noviembre de 2023 de <https://www.bbc.com/mundo/noticias-60484962>
- Benedito, I. (2023). Así te afecta la Última Subida de Tipos: Hipotecas y Créditos más caros, Beneficios para Ahorradores y el Riesgo de la Renta Variable. *Business Insider*. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://www.businessinsider.es/subida-tipos-interes-1059947#deuda-1671123182027>
- Benítez, G. (2021). La Deuda Soberana Española: Evolución y Reestructuración tras la Crisis Sanitaria del Covid-19. *Universidad de Sevilla*, 10-28.

- Calavia, M. (2013). Cinco Razones que sitúan a Eslovenia al Borde del Rescate. *Cinco Días*. Recuperado el 11 de noviembre de 2023 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2013/04/10/mercados/1365587099_660388.html
- CEPAL (2018). Los Desafíos de las Políticas públicas en el Marco de la Agenda 2030. *Panorama fiscal de América Latina y el Caribe 2018*, 112-113.
- Chamorro, L. (2018). El Bucle diabólico entre Bancos y Gobiernos: Origen, Consecuencias y Situación Actual. *Universitat de les Illes Balears*, 9-10.
- Coll, F. (2020). Teoría Económica. *Economipedia*. Recuperado el 3 de octubre de 2023 de <https://economipedia.com/definiciones/teoria-economica.html>
- Conde-Ruiz, J.I. (2013). ¿Por qué sube más la Deuda Pública que el Déficit? *Nada es Gratis*. Recuperado el 9 de noviembre de 2023 de <https://nadaesgratis.es/rubio-ramirez/por-que-esta-subiendo-mas-la-deuda-publica-que-el-deficit>
- Consejo de la Unión Europea (2023). Cómo ingresa un País de la UE en la Zona Euro. *Web del Consejo de la UE y del Consejo Europeo*. Recuperado el 10 de noviembre de 2023 de <https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/2022-06-16-joining-the-euro-area/>
- Europa Press (2011). Berlusconi aceptaría un Gobierno de Emergencia guiado por Mario Monti. *El Diario*. Recuperado el 24 de enero de 2024 de https://www.eldiario.es/canariasahora/internacional/berlusconi-gobierno-emergencia-mario-monti_1_5378629.html
- Eurostat (2022). Stock-flow Adjustment for the Member States, the Euro Area and the EU, for the Period 2018-2021. *Eurostat Stock-flow adjustment note*, 2-8.
- Expansión (2021). Deuda Pública. *Datosmacro Expansión*. Recuperado el 24 de noviembre de 2023 de <https://datosmacro.expansion.com/deuda?anio=2021>

- Fortuño, M. (2015). El Riesgo de Default ¿Y si el Emisor incumple sus Compromisos? *Euribor*. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://www.euribor.com.es/bolsa/el-riesgo-de-default-y-si-el-emisor-incumple-sus-compromisos/>
- García, N. (2019). La Política Monetaria en la Zona Euro: Evolución e Impacto de una Década. *Universidad de Zaragoza*, 1-31.
- Hall, P. (2016). La Crisis del Euro y el Futuro de la Integración Europea. En BBVA OpenMind, *La Búsqueda de Europa: Visiones en Contraste* (pp. 47-67). BBVA.
- Hernández, M.C., & Atienza, P. (2018). Evolución de la Deuda Pública en los Países de la Zona Euro. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, 1-27.
- Krugman, P. (2009). Crowding In. *The New York Times*. Recuperado el 22 de enero de 2024 de <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2009/09/28/crowding-in/>
- Llamas, M. (2016). Los Tres grandes Riesgos de España: Incertidumbre política, Déficit y Deuda. *Libre Mercado*. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://www.libremercado.com/2016-02-17/los-tres-grandes-riesgos-de-espana-incertidumbre-politica-deficit-y-deuda-1276567900/>
- Lluch, C. (1972). La Deuda Pública, Ayer y Hoy. *Revista de Economía Política*, 160-170.
- López, D. (2023). Bruselas endurece la Política Fiscal y pide a los Gobiernos Planes de Ajuste de Déficit y Deuda. *Cinco Días*. Recuperado el 10 de noviembre de 2023 de <https://cincodias.elpais.com/economia/2023-03-08/bruselas-endurece-la-politica-fiscal-y-pide-a-los-gobiernos-planes-de-ajuste-de-deficit-y-deuda.html>
- López, J. F. (2018). Acumulación del Capital. *Economipedia*. Recuperado el 6 de noviembre de 2023 de <https://economipedia.com/definiciones/acumulacion-del-capital.html>

- Méndez, S. (2019). ¿Es la Deuda Pública un Freno para el Crecimiento? *Universidad de Valladolid*, 1-7.
- Moreno, A. (2022). Así se ha convertido Italia en la “Oveja negra” de la Deuda europea por detrás de España y Grecia. *El Economista*. Recuperado el 25 de enero de 2024 de <https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/12085201/12/22/Asi-se-ha-convertido-Italia-en-la-oveja-negra-de-la-deuda-europea-por-detras-de-Espana-y-Grecia.html>
- Nieves, V. (2023). El PIB de España aguanta en Positivo aunque ya hay Tres Sectores en Plena Recesión. *El Economista*. Recuperado el 24 de enero de 2024 de <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/12596453/12/23/el-pib-de-espana-se-resiste-a-frenar-aunque-ya-hay-tres-sectores-en-plena-recesion.html>
- Ochoa, J. (2020). Crisis Financiera de 2008: Causas, Consecuencias y Situación Actual del Sistema Financiero. *Universidad Pontificia Comillas*, 4-38.
- Páez, G. (2021). Efecto Bola de Nieve. *Economipedia*. Recuperado el 8 de noviembre de 2023 de <https://economipedia.com/definiciones/efecto-bola-de-nieve.html>
- Parrilla, A. (2020). El Impacto de la Política del Banco Central Europeo sobre los Tipos de Interés en la Zona Euro. *Universidad Politécnica de Valencia*, 32-93.
- Pedrosa, S.J. (2016). Riesgo de Tipo de Cambio. *Economipedia*. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://economipedia.com/definiciones/riesgo-tipo-cambio.html>
- Peralta, L.A. (2023). Los Límites de la Deuda Europea: ¿Nuevo Paradigma o nueva Austeridad? *Cinco Días*. Recuperado el 10 de noviembre de 2023 de <https://cincodias.elpais.com/economia/2023-05-15/los-limites-de-la-deuda-europea-nuevo-paradigma-o-nueva-austeridad.html>
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 100, 573-578.

- Rey, F. (2020). Breve Historia de las Instituciones Financieras Internacionales. *El Orden Mundial*. Recuperado el 29 de diciembre de 2023 de <https://elordenmundial.com/breve-historia-instituciones-financieras-internacionales/>
- Sánchez, J. (2020). Fuga de Capitales. *Economipedia*. Recuperado el 27 de noviembre de 2023 de <https://economipedia.com/definiciones/fuga-de-capitales.html>
- Sanmartín, J. (2016). Europa y la Consolidación Fiscal. *Gestión Revista de Economía*, 23-24.
- Scheinert, C. (2023). Historia de la Unión Económica y Monetaria. *Parlamento Europeo*. Recuperado el 2 de octubre de 2023 de <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/sheet/79/historia-de-la-union->
- Sevilla, A. (2020). Deuda Pública. *Economipedia*. Recuperado el 2 de octubre de 2023 de <https://economipedia.com/definiciones/deuda-publica.html>
- Ulrich, K., & Papaleo, C. (2010). El Lado positivo de la Deuda Pública. *DW*. Recuperado el 28 de noviembre de 2023 de <https://www.dw.com/es/el-lado-positivo-de-la-deuda-pública/a-6231374>
- Unión Europea (s.f.). El Euro: Países que utilizan el Euro. *Unión Europea*. Recuperado el 2 de octubre de 2023 de https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/euro/countries-using-euro_es
- UNIR (2023). Economía Internacional: qué es y cuál es su Importancia en el Contexto Actual. *UNIR La Universidad en Internet*. Recuperado el 29 de diciembre de 2023 de <https://www.unir.net/empresa/revista/economia-internacional-que-es/>
- Vaca, J., & Vaca, G., & Mora, C.O. (2020). El Impacto de la Deuda Pública en el Crecimiento Económico: un Estudio empírico de México (1994-2016). *Revista de la CEPAL*, 130, 182-186.

Zubiri, I. (2012). La Efectividad de la Política Fiscal. *Papeles de Economía Española*, 133, 19-22.

9. ANEXO

- **Anexo I: Evolución de la ratio deuda pública/PIB en los países con tendencia alcista (2001-2023). Porcentaje.**

	Bélgica	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	Portugal
2001	108,2	33,6	107,1	54,0	58,3	108,9	57,3	57,4
2002	105,4	30,9	104,9	51,2	60,3	106,4	60,5	60,0
2003	101,7	29,8	101,5	47,7	64,4	105,5	63,8	63,9
2004	97,2	28,1	102,9	45,4	65,9	105,1	64,8	67,1
2005	95,1	26,1	107,4	42,4	67,4	106,6	63,4	72,2
2006	91,5	23,6	103,6	39,1	64,6	106,7	59,3	73,7
2007	87,3	23,9	103,1	35,8	64,5	103,9	54,0	72,7
2008	93,2	42,5	109,4	39,7	68,8	106,2	45,5	75,6
2009	100,2	61,8	126,7	53,3	83,0	116,6	54,3	87,8
2010	100,3	86,2	147,5	60,5	85,3	119,2	56,3	100,2
2011	103,5	110,5	175,2	69,9	87,8	119,7	65,8	114,4
2012	104,8	119,6	162,0	90,0	90,6	126,5	80,1	129,0
2013	105,5	119,9	178,2	100,5	93,4	132,5	103,7	131,4
2014	107,0	104,3	180,3	105,1	94,9	135,4	108,8	132,9
2015	105,2	76,7	176,7	103,3	95,6	135,3	107,5	131,2
2016	105,0	74,3	180,5	102,7	98,0	134,8	103,2	131,5
2017	102,0	67,6	179,5	101,8	98,1	134,2	93,2	126,1
2018	99,9	63,0	186,4	100,4	97,8	134,4	98,6	121,5
2019	97,6	57,0	180,6	98,2	97,4	134,1	90,8	116,6
2020	112,0	58,4	206,3	120,4	114,6	154,9	113,8	134,9
2021	109,1	55,4	194,6	118,3	112,9	149,9	101,2	125,4
2022	105,1	44,7	171,3	113,2	111,6	144,4	86,5	113,9
2023	106,0	40,4	160,2	110,6	109,6	140,4	80,4	106,2

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- Anexo II. Evolución de la ratio deuda pública/PIB en los países con tendencia bajista (2001-2023). Porcentaje.

	Alemania	Estonia	Croacia	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
2001	58,2	4,8	36,6	13,8	22,9	7,6	64,9	49,5	66,7	26,1	51,1	43,4
2002	59,9	5,7	36,5	13,0	22,2	7,5	63,2	48,9	66,7	27,4	45,3	42,6
2003	63,5	5,6	37,8	14,1	20,4	7,4	68,6	50,0	65,9	26,8	43,2	45,1
2004	65,2	5,1	39,9	14,6	18,7	7,8	71,3	50,3	65,2	26,9	41,7	44,9
2005	67,5	4,7	40,9	11,9	17,6	8,0	69,9	49,8	68,6	26,4	34,7	42,1
2006	66,9	4,6	38,4	10,0	17,3	8,2	64,3	45,2	67,3	26,1	31,4	40,2
2007	64,2	3,8	37,2	8,4	15,9	8,1	61,9	43,0	65,0	22,8	30,3	36,0
2008	65,7	4,5	39,0	18,5	14,6	14,6	61,8	54,7	68,7	21,8	28,6	34,7
2009	73,2	7,2	48,2	37,0	28,0	15,3	66,3	56,8	79,9	34,5	36,4	44,1
2010	82,0	6,7	57,1	47,6	36,2	19,1	65,5	59,3	82,7	38,3	40,6	50,1
2011	79,4	6,2	63,4	45,1	37,1	18,5	70,0	61,7	82,4	46,5	43,2	51,9
2012	80,7	9,8	69,2	42,4	39,7	20,9	66,6	66,2	81,9	53,6	51,7	57,7
2013	78,3	10,2	80,1	40,3	38,7	22,4	66,4	67,7	81,3	70,0	54,7	60,6
2014	75,3	10,6	83,8	41,6	40,5	21,9	62,1	67,9	84,0	80,3	53,5	64,5
2015	71,9	10,1	83,2	37,0	42,5	21,1	56,2	64,6	84,9	82,6	51,7	68,3
2016	69,0	10,0	79,7	40,3	39,7	19,6	54,7	61,9	82,8	78,5	52,3	68,0
2017	65,2	9,1	76,5	38,9	39,1	21,8	47,8	57,0	78,5	74,2	51,5	66,0
2018	61,9	8,2	73,2	37,0	33,7	20,9	43,7	52,4	74,1	70,3	49,4	64,8
2019	59,6	8,5	71,0	36,5	35,8	22,4	40,3	48,5	70,6	65,4	48,0	64,9
2020	68,7	18,5	87,0	42,0	46,3	24,5	52,9	54,7	82,9	79,6	58,9	74,7
2021	69,3	17,6	78,4	43,7	43,7	24,5	55,1	52,5	82,3	74,5	61,0	72,6
2022	66,3	18,4	68,4	40,8	38,4	24,6	53,4	51,0	78,4	69,9	57,8	73,0
2023	65,2	19,5	63,0	39,7	37,1	25,9	54,8	49,3	75,4	69,1	58,3	73,9

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- **Anexo III. Evolución de la ratio deuda pública/PIB por bloques de países (2001-2023). Porcentaje.**

	Eurozona	Alcista	Bajista
2001	68,0	73,1	37,1
2002	68,0	72,5	36,6
2003	69,3	72,3	37,4
2004	69,6	72,1	37,6
2005	70,3	72,6	36,8
2006	68,3	70,3	35,0
2007	65,9	68,2	33,1
2008	69,6	72,6	35,6
2009	80,1	85,5	43,9
2010	85,8	94,4	48,8
2011	88,2	105,9	50,5
2012	92,9	112,8	53,4
2013	95,3	120,6	55,9
2014	95,5	121,1	57,2
2015	93,5	116,4	56,2
2016	92,5	116,3	54,7
2017	90,1	112,8	52,1
2018	88,1	112,8	49,1
2019	85,9	109,0	47,6
2020	99,1	126,9	57,6
2021	97,2	120,9	56,3
2022	93,1	111,3	53,4
2023	90,8	106,7	52,6

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- **Anexo IV. Determinantes de la variación de la ratio deuda pública/PIB (2001-2022). Porcentaje.**

	Bola de Nieve	Ajuste deuda-déficit	Saldo primario Déficit (+) / Superávit (-)	Variación deuda/PIB
2001	0,6	0,1	-1,7	-1,45
2002	1,2	-0,5	-0,8	0,00
2003	1,3	0,1	-0,1	1,91
2004	0,2	0,3	-0,2	0,43
2005	0,5	0,5	-0,3	1,01
2006	-0,7	0,0	-1,3	-2,84
2007	-0,7	0,5	-2,2	-3,51
2008	1,3	3,1	-0,8	5,61
2009	5,4	1,7	3,4	15,09
2010	0,6	1,5	3,5	7,12
2011	0,7	0,4	1,3	2,80
2012	2,7	1,2	0,8	5,33
2013	1,9	0,2	0,3	2,58
2014	0,4	-0,1	-0,1	0,21
2015	-0,9	-0,8	-0,3	-2,20
2016	-0,4	0,1	-0,7	-0,96
2017	-1,4	0,0	-1,0	-2,59
2018	-1,1	0,4	-1,4	-2,33
2019	-1,2	0,1	-1,0	-2,39
2020	5,4	2,2	5,5	15,37
2021	-6,2	-0,2	3,8	-2,62
2022	-5,6	-0,3	1,9	-4,15

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- Anexo V. Variación anual deuda/PIB y PIB en España y Eurozona (2001-2023). Porcentaje.

	Variación PIB España	Variación PIB Eurozona	Variación Deuda/PIB España	Variación Deuda/PIB Eurozona
2001	8,20	4,71	-6,57	-1,45
2002	6,93	3,41	-5,19	0,00
2003	7,03	2,91	-6,84	1,91
2004	7,12	4,28	-4,82	0,43
2005	7,91	3,59	-6,61	1,01
2006	8,24	5,34	-7,78	-2,84
2007	7,14	5,57	-8,44	-3,51
2008	3,16	2,52	10,89	5,61
2009	-3,62	-3,63	34,26	15,09
2010	0,32	2,78	13,51	7,12
2011	-0,83	2,73	15,54	2,80
2012	-3,07	0,39	28,76	5,33
2013	-1,01	1,00	11,67	2,58
2014	1,17	2,34	4,58	0,21
2015	4,41	3,48	-1,71	-2,20
2016	3,37	2,79	-0,58	-0,96
2017	4,32	3,78	-0,88	-2,59
2018	3,56	3,35	-1,38	-2,33
2019	3,46	3,35	-2,19	-2,39
2020	-10,16	-4,37	22,51	15,37
2021	9,23	8,32	-2,91	-2,62
2022	10,15	8,15	-4,45	-4,15
2023	7,74	6,49	-3,67	-2,27

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- Anexo VI. Evolución deuda/PIB en España y Eurozona (2001-2023).
Porcentaje. Evolución PIB en España (2001-2023). Billones €.

	Evolución Deuda/PIB España (%)	Evolución Deuda/PIB Eurozona (%)	Evolución PIB España (B€)
2001	54,0	68,0	0,7
2002	51,2	68,0	0,8
2003	47,7	69,3	0,8
2004	45,4	69,6	0,9
2005	42,4	70,3	0,9
2006	39,1	68,3	1,0
2007	35,8	65,9	1,1
2008	39,7	69,6	1,1
2009	53,3	80,1	1,1
2010	60,5	85,8	1,1
2011	69,9	88,2	1,1
2012	90,0	92,9	1,0
2013	100,5	95,3	1,0
2014	105,1	95,5	1,0
2015	103,3	93,4	1,1
2016	102,7	92,5	1,1
2017	101,8	90,1	1,2
2018	100,4	88,0	1,2
2019	98,2	85,9	1,3
2020	120,3	99,1	1,1
2021	116,8	96,5	1,2
2022	111,6	92,5	1,4
2023	107,5	90,4	1,5

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- Anexo VII. Variación anual deuda/PIB y PIB en Italia y Eurozona (2001-2023). Porcentaje.

	Variación PIB Italia	Variación PIB Eurozona	Variación Deuda/PIB Italia	Variación Deuda/PIB Eurozona
2001	5,04	4,71	-0,09	-1,45
2002	3,54	3,41	-2,30	0,00
2003	3,29	2,91	-0,85	1,91
2004	4,13	4,28	-0,38	0,43
2005	2,84	3,59	1,43	1,01
2006	3,96	5,34	0,09	-2,84
2007	4,00	5,57	-2,62	-3,51
2008	1,42	2,52	2,21	5,61
2009	-3,69	-3,63	9,79	15,09
2010	2,16	2,78	2,23	7,12
2011	2,33	2,73	0,42	2,80
2012	-1,48	0,39	5,68	5,33
2013	-0,71	1,00	4,74	2,58
2014	0,91	2,34	2,19	0,21
2015	1,72	3,48	-0,07	-2,20
2016	2,44	2,79	-0,37	-0,96
2017	2,41	3,78	-0,45	-2,59
2018	2,00	3,35	0,15	-2,33
2019	1,42	3,35	-0,15	-2,39
2020	-7,54	-4,37	15,42	15,37
2021	9,70	8,32	-5,04	-2,62
2022	6,82	8,15	-3,67	-4,15
2023	5,62	6,49	-1,34	-2,27

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)

- **Anexo VIII. Evolución deuda/PIB en Italia y Eurozona (2001-2023).**
Porcentaje. Evolución PIB en Italia (2001-2023). Billones €.

	Evolución Deuda/PIB Italia (%)	Evolución Deuda/PIB Eurozona (%)	Evolución PIB Italia (B€)
2001	108,9	68,0	1,3
2002	106,4	68,0	1,4
2003	105,5	69,3	1,4
2004	105,1	69,6	1,5
2005	106,6	70,3	1,5
2006	106,7	68,3	1,6
2007	103,9	65,9	1,6
2008	106,2	69,6	1,6
2009	116,6	80,1	1,6
2010	119,2	85,8	1,6
2011	119,7	88,2	1,7
2012	126,5	92,9	1,6
2013	132,5	95,3	1,6
2014	135,4	95,5	1,6
2015	135,3	93,4	1,7
2016	134,8	92,5	1,7
2017	134,2	90,1	1,7
2018	134,4	88,0	1,8
2019	134,2	85,9	1,8
2020	154,9	99,1	1,7
2021	147,1	96,5	1,8
2022	141,7	92,5	2,0
2023	139,8	90,4	2,1

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de AMECO Database (2023)