



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Acercamiento al problema de la deuda en España desde el enfoque del déficit estructural

Autor: Santiago Poblet Aldeanueva

Tutora: Almudena Baanante Gismero

MADRID | Junio 2023

Índice

1. Finalidad y motivos	3
2. Marco teórico.....	3
3. Objetivos y preguntas	7
4. Metodología.....	7
5. Déficit presupuestario.....	8
5.1. Delimitación del sector público.....	8
5.2. Gasto público.....	9
5.2.1. Composición económica del gasto público en España.....	9
5.3. Ingresos públicos.....	10
5.3.1. Composición económica de los ingresos públicos en España.....	11
6. Deuda pública	12
6.1. Los mercados financieros.....	12
6.2. Los activos financieros.....	13
7. Relación entre ambos indicadores	14
8. Contexto monetario en la Eurozona 2008-2023.....	16
9. Caso de España: evolución comparativa del déficit presupuestario y la deuda pública...21	
10. Riesgos.....	25
10.1. Crisis demográfica y sistema de pensiones	25
10.2. Cambio de paradigma monetario	28
10.3. Reactivación del PEC 1996.....	30
11. Conclusión	32
12. Bibliografía	34
13. Anexos	39

Índice de tablas y figuras

Tabla 1: Reparto del presupuesto consolidado del sector público español en 2023 en millones de euros	10
Figura 1: Evolución del tipo de interés de depósito del BCE entre 2008 y 2023 en %	17
Tabla 2: Deuda pública sobre % PIB en la Eurozona en 2019 y 2020	19
Figura 2: Activos totales del Balance General del BCE entre 2008 y 2022 en miles de millones de euros	20
Figura 3: Deuda pública en valor nominal y déficit público en % del PIB en España entre 2004 y 2022.....	21
Figura 4: Deuda pública y déficit público en % del PIB en España entre 2004 y 2022	23
Figura 5: Evolución de la esperanza de vida y de la tasa de natalidad en España entre 1975 y 2021	26

Resumen

Desde julio de 2022, el BCE ha comenzado la política de subida de tipos de interés más agresiva en su historia, repercutiendo en el coste de financiación de las economías y que, junto con la guerra en Ucrania y la ralentización comercial derivada del COVID-19, han llevado a Europa a un ciclo económico cada vez más probable de recesión. Por consiguiente, el coste de la deuda soberana en Europa, financiada principalmente por el BCE, y la reactivación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, suscitan ciertas dudas acerca de la sostenibilidad de la economía española.

En este trabajo se ha analizado cómo el incremento del déficit público puede provocar un aumento de la deuda pública, explicando dicha relación para que, posteriormente, se pudiera dar luz acerca del problema de la deuda en España. Para ello, se ha cogido el horizonte temporal comprendido entre 2004 y 2022, donde se ha analizado cómo el déficit público, poniendo el foco en el gasto social en pensiones, ha afectado significativamente al incremento de la deuda pública. Por otro lado, se han analizado cuáles son los riesgos más relevantes que atañen al problema de la deuda en el caso español, y por consiguiente, al del déficit público, mostrando si el estado español se encuentra ante una emergencia social, económica y financiera.

Abstract

Since July 2022, the ECB has begun the most aggressive interest rate hike policy in its history, impacting the cost of financing economies and which, alongside the war in Ukraine and the trade slowdown resulting from COVID-19, have led Europe into an increasingly likely economic cycle of recession. Consequently, the cost of sovereign debt in Europe, financed mainly by the ECB, and the reactivation of the Stability and Growth Pact raise some doubts about the sustainability of the Spanish economy.

This paper has analyzed how the increase in the public deficit can lead to an increase in public debt, explaining this relationship so that, subsequently, light could be shed on the debt problem in Spain. To this end, we have taken the time horizon from 2004 to 2022, where we have studied how the public deficit, focusing on social spending on pensions, has significantly affected public debt increase. On the other hand, we have discussed the most relevant risks related to

the debt problem in the Spanish case, and consequently, to the public deficit, showing whether the Spanish state is facing a social, economic, and financial emergency.

Palabras clave

Deuda pública, déficit público, pensiones, ingresos públicos, gasto público, crisis de deuda, crisis del COVID-19, política monetaria, tipos de interés, BCE.

Keywords

Public debt, public deficit, pensions, public revenues, public spending, debt crisis, COVID-19 crisis, monetary policy, interest rates, ECB.

1. Finalidad y motivos

La finalidad de este trabajo es analizar la evolución histórica del déficit presupuestario en España y la necesidad de sanearlo de cara a la reducción de la deuda. Los motivos de este tema nacen de la coyuntura actual del Estado español y de la comunidad internacional en materia de deuda pública, donde el Estado español presenta un déficit estructural en las cuentas públicas que hace imposible reducir los niveles de deuda. Un déficit presupuestario implica que dicho estado tendrá una necesidad de financiación que no habrá sido capaz de cubrir con su capacidad tributaria, por lo que deberá acudir a los mercados financieros vía emisión de deuda. Asimismo, un exceso de deuda puede lastrar la economía de un país, y la política monetaria ultraexpansiva del BCE de la última década ha promovido este excesivo endeudamiento en la eurozona. Estados como Italia, Grecia, España, Portugal e incluso Francia se encuentran ante un precipicio financiero por el riesgo de solvencia debido a que se ha retomado la senda de los halcones con subidas de tipos y con el fin de los programas de compras de activos por parte del BCE, además de la consolidación presupuestaria, ante una inflación en la zona euro en 2022 en niveles récord no vistos desde hace 40 años.

Por otro lado, la Comisión Europea ha planteado, una vez pasada la situación excepcional del COVID-19 en materia fiscal y monetaria, volver a los caminos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de 1996 con un déficit inferior al 3% y una deuda pública inferior al 60%. Se estudiará el caso de España, el cual se encuentra con una deuda sobre PIB en niveles del 113% y con proyecciones de seguir con el nivel de endeudamiento superior a la barrera del 100% como consecuencia de su déficit presupuestario estructural.

2. Marco teórico

Definición de deuda pública

A su vez, conviene delimitar la definición de deuda pública por sus innumerables acepciones. La primera definición en la que nos fijaremos será la elaborada por Ayala (1999) donde establece que la deuda pública es una obligación que tiene un gobierno de pagar una cierta cantidad a los tenedores legales de dichos instrumentos de deuda (bonos del gobierno). En segundo lugar, “la deuda pública la constituyen los préstamos totales o acumulados recibidos por el estado, es decir, es el valor monetario total de los bonos del estado que se encuentran en manos del público” (Samuel y Nordhaus, 1992, en Bonilla, 2004). Estos tenedores de deuda pueden ser tanto familias como bancos, empresas, extranjeros y dependencias no

gubernamentales. Por último, la tercera definición elaborada por Dornbusch y Fischer (1988) la define como aquella que incluye todos los bonos del gobierno en circulación (o activos del sector público). Bonilla (2004, p. 243) rescata estas tres definiciones y establece que:

1. La deuda pública representa una obligación establecida por el gobierno (prestatario), con aquellos que compran los títulos gubernamentales (prestamistas).
2. Este compromiso implica que el gobierno se compromete a regresar el préstamo (principal), en un periodo determinado con los intereses devengados (establecidos por la tasa de interés).
3. La relación entre el gobierno y los tenedores de valores públicos es de carácter intertemporal, ya que el gobierno se convierte en el nexo por medio del cual las generaciones futuras tendrán que liquidar la deuda a los prestamistas cuando los plazos se venzan. De allí la importancia de que los créditos que el gobierno adquiere de los particulares se conviertan en proyectos que promuevan el desarrollo socioeconómico.

Nivel sostenible de deuda pública

El nivel sostenible de la deuda pública ha sido altamente analizado en la literatura económica. Este nivel depende de numerosas variables, tales como la economía del país, la tasa de crecimiento, el sistema fiscal, la estabilidad política y otras muchas que pueden afectar a la capacidad del país para reembolsar sus deudas. Así pues, no existe un único nivel de deuda pública aplicable a todos los países, mas es preciso un análisis exhaustivo de determinadas variables para cada uno (Reinhart & Rogoff, 2013); del mismo modo que no existe un nivel estándar óptimo de endeudamiento para todas las empresas o economías familiares.

Reinhart y Rogoff son dos profesores con una trayectoria impecable en el análisis de deuda pública y su efecto en el crecimiento económico. Toda su obra literaria acerca de este tema culmina con la publicación de *Growth in a time of debt* (2010). Para encontrar una relación sistemática entre los niveles de deuda, el crecimiento económico y la inflación, los autores de este estudio examinan un nuevo conjunto de datos históricos sobre la deuda de los gobiernos estatales, así como otros datos sobre la deuda externa. Las principales conclusiones a las que llegaron fueron que la relación que existía entre el crecimiento económico y la deuda resultaba débil a unos niveles de deuda sobre PIB considerados normales –por debajo del 60% PIB-,

mientras que aquellos estados con una deuda superior al 90% PIB veían su crecimiento económico interanual reducido en 1 punto porcentual. Fijándose en la parte del análisis de economías más avanzadas, como es el caso de la española, entre el período temporal de 1946-2009, si la ratio de deuda sobre PIB se encontraba entre 60% y 90%, la tasa de crecimiento interanual medio era del 2,8%. Si se superaba la tasa del 90%, dicha tasa caía a -0,1%; la caída pasaba de un 2,9% al 1,6% (quedándose en un crecimiento del 1,2%) si se cogía la mediana y no la media (Reinhart & Rogoff, 2010).

Asu vez, Reinhart y Rogoff (2013) afirmaban que:

A medida que los niveles de deuda aumentan hacia sus límites históricos, las primas de riesgo comienzan a subir acusadamente, situando a los gobiernos altamente endeudados ante difíciles dilemas. Cuando la deuda soberana alcanza niveles «insostenibles», también lo hace el coste del endeudamiento [...] incluso aquellos países firmemente comprometidos con la atención de la deuda se ven forzados a endurecer notoriamente la política fiscal con vistas a parecer creíbles ante los inversores y así reducir la prima de riesgo (en Domínguez, 2013, p. 44).

Posteriores trabajos validaron el de ambos profesores, entre los más destacados están Êgert (2013) que situaba ese umbral máximo en el 90%, Cecchetti et al. (2011) en el 85% y Arcand et al. (2012) sitúan un umbral del crédito privado sobre el PIB del 100%. Este umbral entendido como cuando el nivel de deuda afecta al bienestar y crecimiento económico y empieza a tener efectos negativos sobre la producción (Domínguez, 2013).

La importancia de esta publicación radica en que fue usado como fundamento para la defensa de las políticas de austeridad en países como Estados Unidos o en la Unión Europea tras la crisis financiera de 2008 y sus implicaciones en la visión de la sostenibilidad de la deuda. Véanse las declaraciones de Paul Ryan (2013) presidente republicano de la Cámara de los Representantes de Estados Unidos entre 2015 y 2019, fiel defensor de la consolidación fiscal, alegando que existía “evidencia empírica concluyente de que la deuda bruta [...] que exceda el 90 por ciento de la economía tiene un impacto significativo sobre el crecimiento económico” basándose en dicho trabajo. Otro ejemplo que muestra su relevancia internacional fueron las palabras del Comisario de Economía de la Comisión Europea Olli Rehn (2011) que afirmó:

Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff han acuñado la “regla del 90%”, esto es, que los países con deuda pública por encima del 90% de la producción económica anual crecen más lentamente. Unos altos niveles de deuda pueden expulsar la actividad económica y el dinamismo empresarial, y así dañar el crecimiento.

Harding (2013) declaró que la “regla del 90%” ha sido “uno de los más fuertes argumentos para rápidas subidas de impuestos o reducciones de gasto público para mantener la deuda por debajo del límite del 90 por ciento”.

Más adelante, apenas 3 años después, Herndon et al. (2013) declaraban que por una serie de errores de base en la búsqueda y tratamiento de los datos de Reinhart y Rogoff, la conclusión del trabajo quedaba invalidada. Ajustando correctamente los datos Herndon et al. (2013) concluyeron:

Nuestro hallazgo más básico es que, cuando se calcula adecuadamente, la tasa media de crecimiento real del PIB para los países con una ratio de deuda pública respecto al PIB superior al 90% es realmente de un 2,2%, no del -0,1% como proclama RR. Esto es, contrariamente a RR, el crecimiento medio del PIB para ratios de deuda pública/PIB superiores al 90% no es demasiado diferente que cuando las ratios de deuda/PIB son menores (p. 3).

El economista Paul Krugman (2013) denominó este suceso como “La depresión del excel” y culpó a este trabajo de las políticas de austeridad de la época estipulando que "un error de cálculo había traído enormes consecuencias".

Este suceso denota el gran desacuerdo que existe sobre este tema, y es que no existe un consenso en torno a cuál es el nivel sostenible o cuándo comienza a ser peligroso. Por otro lado, actores internacionales como el Fondo Monetario Internacional y la Unión Europea han establecido el umbral de un nivel de deuda sostenible en el 60% PIB para economías más avanzadas (Paunovic, 2005).

Por consiguiente, la estabilidad presupuestaria y macroeconómica bajo unos niveles sostenibles, referida al déficit público y a la deuda pública respectivamente, se analizará durante todo el trabajo bajo el enfoque del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE adoptado en 1996. Este Pacto se basó en unos niveles de ambos indicadores que fueron considerados como garantes de la estabilidad económica y financiera del sistema, ya que se buscó garantizar que no se diera una inestabilidad en las cuentas públicas de algún Estado miembro que pudiera suponer un riesgo sistémico para la Unión. En dicho Pacto se estableció que el déficit público no podría ser superior al 3% del PIB y el nivel de deuda no podría ser mayor al 60% del PIB (Fernández, 2004). Se tomarán estos valores como fundamento del análisis ya que, como se ha mencionado anteriormente, “el contexto institucional en el que se encuentra [...] España obliga a mantener la deuda pública y el déficit por debajo de los límites marcados en el PEC” (Fernández, 2004)

3. Objetivos y preguntas

En el presente trabajo se tratará de dar luz sobre el problema que presenta el Estado español en materia de reducción de deuda soberana debido al déficit presupuestario estructural. Se analizará la distribución de partidas del presupuesto general del Estado para entender la importancia del gasto en pensiones en la reducción de la deuda, así como los riesgos demográficos que se presentan. Por último, se buscará dar un contexto monetario al incremento de la deuda pública europea con especial atención a la española.

4. Metodología

Respecto a la metodología del trabajo, se ha llevado a cabo un análisis descriptivo de los datos de España de su déficit presupuestario junto con el desglose de sus principales partidas, así como del componente del gasto más relevante, la partida de las pensiones. En segundo lugar, se ha realizado un análisis causal entre el déficit público y la deuda pública. El horizonte temporal de todos los datos recogidos ha dependido de los datos publicados por las bases consultadas, pudiendo ir desde 1975 hasta 2023; en el caso de las dos variables más relevantes en el estudio, deuda y déficit, se han cogido los datos desde 2004 hasta 2022. Los datos han sido extraídos del Banco de España, Eurostat y el Banco Central Europeo.

5. Déficit presupuestario

El déficit presupuestario se puede definir como “la diferencia negativa entre los ingresos y los gastos de las Administraciones públicas, en un determinado período de tiempo (normalmente el año natural)” (Moral, 2022). Para poder entender mejor este concepto, es preciso explicar antes la delimitación del sector público, el gasto y los ingresos públicos.

5.1. Delimitación del sector público

Cada estado tiene sus propias características en lo que a delimitación del sector público se refiere; es por ello por lo que se analizará aquella relativa al sector público español. Moral (2022, p.242) establece que la delimitación del sector público español viene dada por el Sistema Europeo de Cuentas (SEC) 2010 de la contabilidad Nacional, la cual lleva siendo utilizada en Europa desde 2014, y por la Revisión estadística de 2019. Estos dos marcos jurídicos clasifican todas las actividades encasilladas dentro de la actividad del sector público. Dicho esto, desde un sentido restringido, el sector público está delimitado por la actividad de las Administraciones públicas, definidas como "aquellas unidades institucionales productoras no de mercado que se financian mediante pagos obligatorios efectuados por unidades pertenecientes a otros sectores (hogares y empresas) y que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional" (Moral 2022, p.242). En definitiva, las unidades administrativas públicas incluirían la Administración General del Estado (AGE), las Administraciones de las Comunidades Autónomas y locales y los organismos públicos.

Por otro lado, ateniéndonos al sentido amplio de la definición, la Ley 40/2015 de 1 de octubre dispone la siguiente clasificación de las unidades administrativas del sector público. La AGE, las Administraciones de las comunidades autónomas, las Administraciones locales (municipios, provincias, mancomunidades entre otros) y el sector público institucional. Este último clasificado en organismos públicos y entidades públicas, autoridades administrativas independientes, sociedades mercantiles estatales, consorcios, fundaciones del sector público, fondos sin personalidad jurídica y las universidades públicas no transferidas (UNED y Universidad Menéndez y Pelayo) (Boletín Oficial del Estado, 2015). En resumen, Moral (2022) define el sector público de esta manera:

El concepto de sector público puede ser visto en sentido restringido, las Administraciones públicas (AA. PP.), y en sentido amplio cuando se les agregan las empresas públicas. Cada vez se están aumentando las posibilidades de implementar las políticas más allá de los ministerios

a través de organizaciones públicas, entidades públicas o consorcios, entre otras figuras administrativas (p. 253).

5.2. Gasto público

El gasto público “representa el costo de las actividades del sector público que comprenden la producción y el suministro de bienes y servicios y las transferencias de ingresos” (Hernández, 2008, p. 80). Los bienes y servicios que el sector público pone a disposición de los ciudadanos son de dos tipos. Por un lado, aquellos de uso individual o colectivo para los ciudadanos, véase el transporte público o los parques nacionales, y aquellos cuya naturaleza radica en la mejora de la productividad de los factores de producción; un ejemplo de ellos serían los puertos industriales. Por otro lado, existen aquellos que representan una combinación de estos, definidos como el gasto en infraestructuras; un ejemplo serían las carreteras. Por último, nos encontramos con los subsidios, partida mayoritaria en el último tipo, que representan las transferencias a los hogares y empresas (Hernández, 2022, p. 80).

5.2.1. Composición económica del gasto público en España

La estructura económica de los gastos se divide en operaciones corrientes, de capital y financieras. Las operaciones corrientes son los “gastos destinados por el estado para adquirir bienes y servicios necesarios para el desarrollo de las actividades operacionales de administración y transferir recursos sin contraprestación” (Ministerio de Economía y Finanzas, s.f., p. 3) e incluyen los “gastos de personal, los gastos corrientes en bienes y servicios, los gastos financieros y las transferencias corrientes” (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022, p. 35). Las operaciones de capital son los “gastos destinados a la adquisición de bienes de larga duración para uso institucional a nivel operativo y productivo” (Ministerio de Economía y Finanzas, s.f., p. 3) e incluyen las “inversiones reales en dichos bienes y las transferencias de capital” (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022, p. 35). Estas dos operaciones constituyen la partida de operaciones no financieras de los presupuestos. Las operaciones financieras son los “recursos destinados al pago de la deuda pública, así como al rescate de títulos y valores emitidos por entidades del sector público” (Ministerio de Economía y Finanzas, s.f., p. 3).

Tabla 1

Reparto del presupuesto consolidado del sector público español en 2023 en millones de euros

Capítulos	2014	2015	2016	2017	2018	2019-P	2021	2022	2023
Gastos de personal	21.304	21.598	22.434	22.080	22.505	22.500	25.016	25.859	27.482
Gastos corrientes en bienes y servicios	7.619	7.869	7.807	7.806	8.144	8.140	9.918	10.940	12.222
Gastos financieros	36.662	35.560	33.555	32.266	31.602	31.602	31.740	30.271	31.372
Transferencias corrientes	231.126	231.583	233.681	237.876	246.424	246.398	306.647	312.666	329.603
Operaciones corrientes	296.711	296.611	297.476	300.028	308.674	308.640	373.321	379.736	400.679
Fondo de Contingencia	2.666	2.595	2.468	2.368	2.277	2.277	3.889	3.923	3.964
Inversiones reales	4.728	4.959	5.178	6.650	7.577	7.572	10.166	11.167	14.496
Transferencias de capital	9.986	11.345	9.362	9.398	9.427	9.420	29.119	32.186	31.582
Operaciones de capital	14.714	16.304	14.540	16.048	17.004	16.992	39.285	43.353	46.078
OPERACIONES NO FINANCIERAS	314.091	315.510	314.484	318.444	327.955	327.909	416.496	427.012	450.722
Activos financieros	40.535	32.333	37.372	36.667	40.414	40.414	39.577	31.957	35.264
Pasivos financieros	68.605	92.233	84.514	88.022	81.416	81.416	94.411	68.138	97.557
Operaciones financieras	109.140	124.566	121.886	124.690	121.830	121.830	133.988	100.095	132.822
TOTAL PRESUPUESTO	423.231	440.076	436.370	443.133	449.785	449.739	550.484	527.108	583.543

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del Ministerio de Hacienda y Función Pública

Como se puede observar en la tabla, las operaciones no financieras representan un 64,3% del total del gasto. En cuanto a las transferencias, tanto de capital como corrientes, representan un 45,1% del total y un 70,1% de las operaciones no financieras, de las cuales el 67,1% están destinadas a familias e instituciones sin fines de lucro. Por otro lado, es interesante observar que los gastos financieros, que no operaciones financieras, representan un 5,5% del total del gasto, donde casi el 100% son intereses de deuda; mientras que el pago del principal de la deuda y amortizaciones de préstamos representa un 16,7%.

Dicho esto, y recalando el gran peso que tienen las transferencias de capital en el presupuesto español, podemos concluir con el hecho más relevante del sector público, esto es, el gasto en pensiones. Representa un 40% del total del gasto excluyendo los pasivos financieros. Este hecho será analizado posteriormente durante el trabajo, ya que es el factor más desequilibrante de las cuentas públicas. De esta forma, varias características del gasto público español salen a relucir. Por un lado, que los principales beneficiarios del gasto son las familias e instituciones sin ánimo de lucro; y, por otro lado, que la deuda pública tiene un peso nominalmente elevado, tanto por el pago de intereses como por la amortización del principal.

5.3. Ingresos públicos

Derecho UNED (s.f.) los define como “toda cantidad de dinero percibida por el estado y demás entes públicos, cuyo objetivo esencial es financiar los gastos públicos”. Estos deben cumplir tres características

- Ser una suma de dinero, por lo que no serán ingresos públicos “las prestaciones *in natura* de que también son acreedores los entes públicos y que no adoptan la forma de recursos monetarios, sino la de prestaciones en especie o prestaciones personales”. Asimismo, tampoco lo serán “los bienes adquiridos mediante expropiación forzosa o confiscación”.
- El titular del ingreso debe ser un ente público, sabiendo que “el calificativo de público hace referencia al titular del ingreso, no al régimen jurídico aplicable”.
- Por último, que el objetivo esencial sea financiar el gasto público. La razón de ser del ingreso público siempre es la de financiar al correspondiente estado, lo que lo distingue de otros ingresos dinerarios como las sanciones. Este tipo de ingresos, coadyuvan en dicha financiación una vez recaudados, mas tienen como razón de ser la represalia de comportamientos ilegales.

5.3.1. Composición económica de los ingresos públicos en España

Por el lado de los ingresos, la estructura económica sigue una división similar a la de los gastos. Las operaciones corrientes comprenden los impuestos directos e indirectos, las tasas, precios públicos y otros ingresos, las transferencias corrientes y los ingresos patrimoniales. Las operaciones de capital, la enajenación de inversiones reales y las transferencias de capital. Por último, las operaciones financieras comprenden los activos y pasivos financieros (Ministerio de Hacienda y Función Pública, 2022).

En el caso de España, casi el 70% de los ingresos vienen de los impuestos directos y el 14% de impuestos indirectos, siendo estas dos las vías de financiación más importantes del Estado español, sumando un total del 84% sobre el total. Las transferencias corrientes y de capital y las tasas, precios y otros ingresos tienen las tres partidas un peso parecido en torno al 4,5%.

De esta forma, Moral (2022) concluye:

Los ingresos proceden en su mayor parte de impuestos. Un aspecto interesante del sistema tributario español es que, en comparación con otros países, recauda poco, pero presenta unos tipos impositivos medios entre los más altos de la UE, lo que se traduce en una relativa baja presión fiscal para los españoles. Esta situación da lugar a una insuficiencia recaudatoria cuyo efecto más directo es la existencia de fuertes déficits presupuestarios que se traducen en una deuda pública muy elevada (p. 253).

6. Deuda pública

Para poder entender qué es la deuda pública y sus implicaciones en el tema a tratar, es necesario definir ciertos términos. Daremos por definido el concepto de deuda pública, pues ya ha sido abordado en el marco teórico de este trabajo, mientras que se definirán otros dos conceptos fundamentales. En primer lugar, qué son los mercados financieros para poder entender dónde se mueve esta deuda y contra quién o qué compite en términos de rentabilidad y riesgo. En segundo lugar, qué es un activo financiero, para arrojar algo de detalle a las características de los activos que son objeto de compraventa en dichos mercados.

6.1. Los mercados financieros

“Un mercado es una institución que permite, a través del mecanismo del precio, igualar la cantidad demandada con la cantidad ofrecida de un bien o servicio” (Miller y Meiners en Cuamatzin, 2006, p. 237).

Entender este concepto es vital para el posterior análisis de la política monetaria europea, de su paso a la política monetaria expansiva y de la activación de sus programas de compras de activos, en consecuencia del aumento de los activos del balance del BCE, de la masa monetaria y, en última instancia, del aumento de la inflación. Esta cadena de consecuencias es comprendida desde el enfoque de un mismo mercado en el que el sector público compite con el privado. De esta forma, la rentabilidad de los activos de deuda pública compite con otro tipo de instrumentos por los recursos de los inversionistas, que como demandantes fijan las rentabilidades exigidas para cada nivel de riesgo, que llevan a que determinados países vean su deuda encarecerse por el factor de la prima de riesgo, como fue el caso de la crisis de la deuda europea en 2012. Esta prima de riesgo vendría a indicarnos la rentabilidad extra al denominado activo libre de riesgo que los inversores exigen a los estados por adquirir sus títulos (Santander, s.f.).

A pesar de que la deuda pública compite con otros tipos de activos, y está sujeta a las fluctuaciones de los mercados y las expectativas de los inversores, tiene una ventaja sobre cualquier otro tipo de activo. Este tipo de activo está respaldado por el gobierno, por lo que “gozan de una gran confianza entre los inversionistas, quienes los ven como instrumentos libres de riesgo”, por ello, continúa diciendo el autor, “son este tipo de instrumentos los que sirven de referencia para determinar las tasas de interés de los demás instrumentos financieros en una economía” (Cuamatzin, 2006, p.242)

La importancia de los mercados financieros radica en que cumplen un papel fundamental para la economía al hacer posible “la vinculación entre ahorradores y demandantes de recursos en una escala mayor y con menores costos; ello a través de la transformación de plazos, la transformación de riesgos y la reducción de costos de transacción e información” (p. 239) contribuyendo así al desarrollo de la producción y al crecimiento económico (Cuamatzin, 2006).

6.2. Los activos financieros

Un activo es cualquier posesión que tiene valor en un intercambio. Existen dos tipos de activos, tangibles e intangibles. Los tangibles son aquellos “cuyo valor depende de sus propiedades físicas y particulares, tales como edificios, terrenos, maquinaria, etc” (Cuamatzin, 2006, p. 239), mientras que los intangibles representan “obligaciones legales sobre algún beneficio en el futuro, por lo que su valor no depende de propiedades físicas, sino de los derechos que otorgan legalmente” (Cuamatzin, 2006, p.239). De esta forma, los activos financieros son activos intangibles cuyo precio está determinado por el valor de los flujos de efectivo esperados a futuro traídos a valor presente, el cual fluctuará en el mercado por las leyes de oferta y demanda.

Los activos financieros tienen que hacer frente a distintos tipos de riesgos, los cuales tienen que ser sopesados por los inversionistas (Fabozzi y Franco en Cuamatzin, 2006). Cuamatzin (2006, p.240) delimita una serie de riesgos principales:

- El riesgo de poder de compra o de inflación: consiste en el hecho de que el flujo de pagos considerado puede verse deteriorado en términos reales por una reactivación de la tasa de inflación, que no haya sido considerada en el momento de hacer el contrato.
- El riesgo de crédito o por incumplimiento: consiste en la posibilidad de que el emisor o prestatario no cumpla con sus obligaciones determinadas en el contrato.
- El riesgo de tipo de cambio o extranjero: resultante de que el contrato se establezca en moneda nacional y ocurra una devaluación o depreciación significativa de la moneda nacional con respecto a la divisa extranjera.

7. Relación entre ambos indicadores

El Ministerio de Hacienda y Función Pública en su Informe Económico y Financiero sobre los presupuestos generales del Estado establece que:

La variación de la deuda del estado vendrá determinada por la emisión de valores y contratación de préstamos que realiza el Tesoro Público para hacer frente a las necesidades de financiación y las amortizaciones que se producen en el ejercicio. Las necesidades de financiación del estado se derivan del déficit de caja del estado y de la variación neta de activos financieros. Estas necesidades se cubren con emisiones de deuda del estado y en su caso con financiación neta captada y no aplicada en ejercicios anteriores. Adicionalmente, el Tesoro debe refinanciar amortizaciones de deuda emitida en ejercicios anteriores. La suma de las necesidades de financiación y las amortizaciones del ejercicio determinará las emisiones brutas del Tesoro (2022, p. 546).

Esto que expone el Ministerio de Hacienda en su Estrategia de Financiación para 2023 se explica por un concepto macroeconómico básico; la relación entre deuda pública y déficit público. Como se ha mencionado anteriormente, las fuentes de financiación principales de los estados son los impuestos y la emisión de deuda. Por consiguiente, la deuda pública y el déficit público están relacionados directamente, ya que el déficit es la diferencia entre los ingresos y los gastos del gobierno en un año determinado, y la deuda pública un método de financiación alternativo a la carga impositiva. Si los gastos superan a los ingresos, el gobierno debe emitir deuda para cubrir la diferencia. Como resultado, el déficit público hace que la deuda pública aumente, ya que el gobierno debe solicitar financiación para dichos gastos. Si el déficit se mantiene a lo largo del tiempo, el importe de la deuda pública acumulada puede aumentar significativamente, suscitando preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda y pudiendo afectar a la calificación crediticia del país (García, 2013).

La relación entre ambos conceptos es muy estrecha, ya que un déficit público crónico puede llevar a un aumento en la deuda pública. Como explica el economista Paul Krugman (2012) "el déficit de hoy es la deuda de mañana". El gobierno debe pedir prestado para financiar su déficit, lo que aumenta la deuda pública. Si el déficit persiste a largo plazo, la deuda puede convertirse en una carga financiera cada vez mayor para el gobierno y, por lo tanto, para la economía en su conjunto.

Cuamatzin (2006) incide en el caso específico de la relación entre la deuda pública como vía de financiación presupuestaria. Explica que se puede establecer una relación entre dos estilos

de conducta antagónicos pero al mismo tiempo complementarios entre los particulares y el gobierno. Estos comportamientos están enfrentados porque, teóricamente, el gobierno emite deuda pública como medio de financiamiento para incentivar proyectos de inversión y para atender déficits presupuestarios y situaciones de emergencia, mientras que los particulares adquieren dichos títulos para beneficiarse específicamente de ellos.

Asimismo, son complementarios porque el gobierno puede usar el sistema de deuda pública para dirigir el ahorro privado hacia objetivos que promuevan el bien común. En otras palabras, cuando no hay suficientes recursos disponibles en el presente para financiar proyectos a largo plazo, el gobierno recurre al ahorro privado vía emisión de deuda pública. Esto crea un compromiso a largo plazo ya que las generaciones futuras contribuyen en cierta medida al financiamiento de iniciativas que los benefician directamente porque son ellos quienes serán responsables de usar sus contribuciones para pagar la deuda pública.

A pesar de esto, la consecuencia es lo que se conoce como la equivalencia ricardiana. El economista estadounidense Robert Barro, usando como base teórica de su fundamentación el planteamiento de David Ricardo, estableció este concepto, el cual argumenta que la consecuencia de que los estados incurran en déficits prolongados en el tiempo es que las familias e individuos aumenten el ahorro por la preocupación del bienestar de sus hijos; esto provoca, pues, que el ingreso nacional permanezca sin cambios (Balug, 2001). Esta equivalencia, en última instancia, consiste en plantear un límite temporal para la deuda pública; es decir, ésta debe liquidarse algún día, lo que implica recurrir finalmente a los impuestos sobre las generaciones presentes para enfrentar esos compromisos.

Sin embargo, Musgrave y Musgrave (1992) sostienen que la economía y el presupuesto operan como una empresa continua, por lo que no hay necesidad de pagar la deuda pública, es decir, de devolverla. Por lo tanto, si es necesario saldar una emisión de deuda en particular, los fondos pueden provenir de nuevas emisiones de deuda. Lo que importa es cómo el presupuesto público y el estado de la economía en su conjunto se ven afectados por el servicio de los intereses de la deuda. Por consiguiente, habría que fijarse en el peso de los intereses sobre el presupuesto público, ya que estos se pagan vía impuestos. Si es muy elevado, podría desplazar una parte significativa de la recaudación de impuestos de otras partidas necesarias a dicho pago, teniendo un efecto negativo sobre la calidad de vida de los ciudadanos y de la eficiencia presupuestaria.

Por lo tanto, es necesario tener en cuenta lo que se conoce como la “carga de la deuda”, que representa la cantidad de intereses que se devengan y de principal que se amortiza en un periodo

financiero determinado. Sin embargo, el problema de la "devolución de la deuda" solo se hace evidente en tiempos de crisis económica, cuando se deteriora la confianza pública en la capacidad del gobierno para cumplir con sus compromisos, lo que dificulta la emisión de nueva deuda pública y obliga al pago de la deuda anterior. Como resultado, la carga de la deuda y la necesidad de pagarla mediante aumentos en la imposición de nuevos impuestos puede contribuir significativamente a una crisis fiscal y una caída en la actividad económica.

En conclusión, la capacidad de financiar iniciativas a largo plazo que beneficiarán en gran medida a las generaciones futuras es posible gracias a la deuda pública, que crea la perspectiva de aumentar la productividad y mejorar el bienestar social. Este efecto se amplifica si el dinero de la inversión se utiliza para construir infraestructura, como carreteras, escuelas y otras instalaciones, que beneficia a las comunidades marginadas. Al convertir la deuda pública en un instrumento de redistribución del dinero a favor de los sectores de bajos ingresos, esta circunstancia avala su uso. Sin embargo, cuando el gobierno hace un uso negligente de este recurso y aumenta la carga de la deuda, este mecanismo pierde su capacidad de financiar proyectos de inversión y de servir hacia una redistribución del ingreso a favor de los sectores marginados, convirtiéndose en un instrumento financiero especulativo que solo beneficia a los sectores de altos ingresos haciendo que aumente la desigualdad social. Este problema se presenta cuando el gobierno debe emitir una cantidad importante de deuda pública para poder convertirla.

8. Contexto monetario en la eurozona 2008-2023

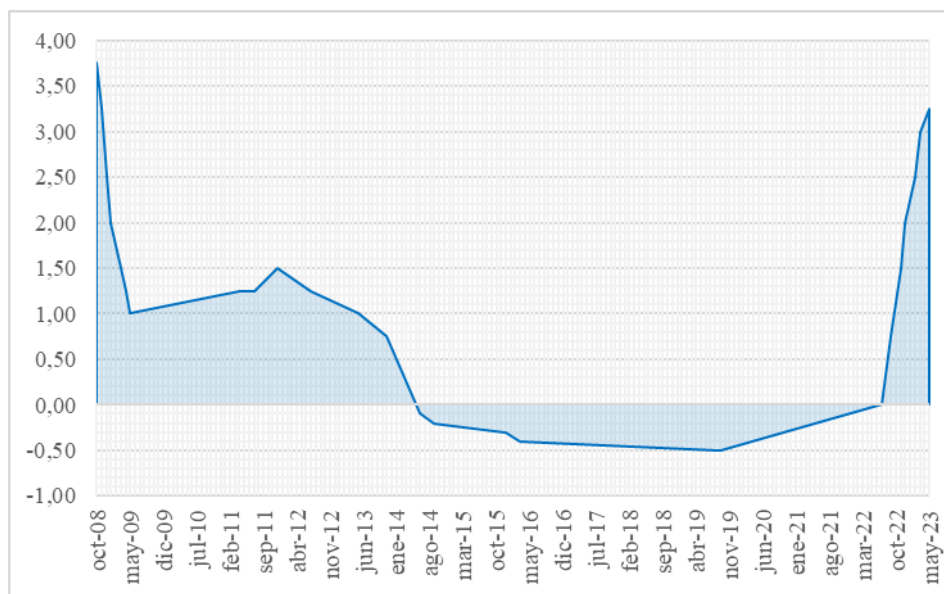
Desde 2008 hasta 2019, el BCE ha utilizado principalmente tres herramientas para estimular el crecimiento de la eurozona, inyectar liquidez y controlar la inflación: una herramienta convencional, el tipo de interés de depósito, y dos herramientas no convencionales, los programas tanto de compra de activos como de refinanciación.

Entre 2008 y 2022, el BCE ha reducido su tipo de interés de depósito de forma significativa para estimular el crecimiento económico y aumentar la liquidez en los mercados europeos. En septiembre de 2008, el tipo de interés de depósito se encontraba en el 4,25%, pero para enero de 2009, se había reducido a tan solo el 1%. En junio de 2014, el BCE comenzó una etapa que ha mantenido hasta julio de 2022, siendo la primera vez en la historia de la institución que situaba el tipo de interés de depósito, el cual responde a la facilidad marginal de depósito, en

valores negativos. Comenzó en -0,10% hasta situarse en -0,50% tanto pre-COVID-19 como post-COVID-19, como podemos observar en la figura 1.

Figura 1

Evolución del tipo de interés de depósito del BCE entre 2008 y 2023 en %



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos del BCE.

Además, el BCE implementó programas de compra de activos, mediante los cuales el banco central compraba bonos y otros activos financieros en el mercado secundario para inyectar liquidez y estimular el crecimiento económico. El primer programa de compra de activos del BCE comenzó en 2009 y se centró en la compra de bonos garantizados para proporcionar liquidez adicional a los bancos. El segundo programa, de la misma naturaleza que el APP (*Asset Purchase Programm*), aunque nunca activado gracias a la intervención dialéctica de Mario Draghi durante su mandato como presidente del BCE, se denominó OMT (*Outright Monetary Transactions*) que consistía en la compra ilimitada en el mercado secundario de bonos soberanos en el marco de la crisis de deuda de la eurozona de 2012 (BCE, 2023), cuando las primas de riesgo de países como España se encontraba a 600 puntos básicos de la alemana (Bankinter, 2022). En septiembre de 2014, el BCE anunció un programa de compra de activos más amplio, conocido como el Programa de Compra de Activos del Sector Público (PSPP), destinado a combatir la baja inflación y apoyar el crecimiento económico (BCE, 2023).

Este programa se extendió varias veces y en 2015, el BCE amplió aún más su programa de compra de activos, aumentando el monto mensual a 80.000 millones de euros y extendiendo el

programa hasta marzo de 2017. Posteriormente, el programa fue extendido varias veces más, y en marzo de 2019, el BCE anunció que suspendería las compras netas de activos al final de ese año (BCE, 2023).

En marzo de 2020, estalló la pandemia de COVID-19 (WHO, 2020) que provocó una recesión económica mundial y llevó al BCE a adoptar medidas extraordinarias de política monetaria (Jones, 2020). El BCE adoptó varias medidas extraordinarias para proporcionar liquidez a los bancos y apoyar el crédito a las empresas y hogares a través de la Expansión Cuantitativa, de la relajación de las garantías de cara a disponer de liquidez proveniente del BCE dando mejor acceso a sus programas (MRO, LTRO, TLTRO-III y PELTRO) y del apoyo directo al crédito mejorando las condiciones de este (Dávila, 2022).

En marzo de 2020, el BCE anunció un nuevo programa de compra de activos por valor de 750.000 millones de euros, destinado a estabilizar los mercados financieros y apoyar la economía de la zona euro en medio de la pandemia. Además, se anunció el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) para proporcionar liquidez a los bancos y apoyar el crédito a las empresas y hogares por un valor total de 1.850.000 millones de euros, y se ampliaron en 260.000 millones las compras de activos en el marco del APP hasta el fin de dicho programa en junio de 2022 (BCE, 2023).

Por último, llevó a cabo dos programas de refinanciación destinados principalmente a apoyar el crédito como respuesta a la pandemia, el TLTRO-III (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*) y el PELTRO (*Pandemic Emergency Long-Term Refinancing Operations*). Estos proporcionaron amplia liquidez a tipos de interés atractivos para hacer frente a las necesidades de liquidez de emergencia de los hogares y las empresas inducidas por la pandemia. Fueron préstamos a largo plazo que se concedieron a los bancos comerciales para que estos lo redirigiesen a las familias y hogares en forma de créditos altamente atractivos (BCE, 2021).

En resumen, el BCE utilizó principalmente el tipo de interés de depósito y los programas de compra de activos y refinanciamiento para implementar su política monetaria desde 2008 hasta 2019. Sin embargo, en 2020, la pandemia de COVID-19 llevó al BCE a adoptar medidas extraordinarias de política monetaria, como la implementación de programas de compra de activos y de financiamiento de emergencia.

Como acabamos de comentar, el BCE ha llevado a cabo una política monetaria expansiva desde la crisis financiera de 2008, con bajadas de tipos y compras de activos buscando dos objetivos, el impulso del crecimiento económico por un lado, y la inyección de liquidez por otro; siempre

teniendo presente su objetivo del 2% de inflación a medio plazo (Parlamento Europeo, 2023). Empero, con la entrada de 2020 y el inicio de la pandemia, el BCE desarrolló unos programas ultraexpansivos de emergencia como respuesta, que aumentaron desproporcionalmente el volumen de su balance y de la masa monetaria. La consecuencia más relevante de cara al estudio aquí realizado es el aumento de los niveles de deuda pública y de la inflación en la eurozona. El BCE creó un ecosistema de compra de bonos corporativos con sus programas de Expansión Cuantitativa donde los Estados miembros vieron unas alternativas de financiación de su déficit presupuestario a las de mercado con un coste igual o cercano al 0%. Este ecosistema incentivó el endeudamiento en la eurozona, que aumentó considerablemente de 2019 a 2020. En la siguiente tabla podemos observar dicho incremento de respuesta al COVID-19. Estados como Grecia, Italia y Portugal aumentaron en cuestión de un año su deuda en un 14%, otros como España en un 23%, Francia en un 17% y Alemania en un 15%.

Tabla 2

Deuda pública sobre % PIB en la Eurozona en 2019 y 2020

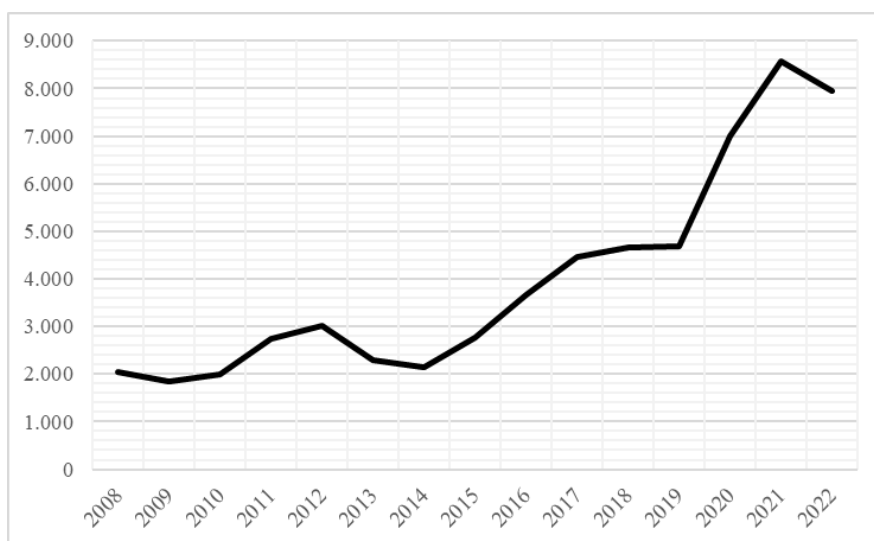
	2019				2020			
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
UE	80.1	79.9	79.3	77.7	79.4	87.5	89.4	90.0
Eurozona	86.5	86.3	85.9	84.0	86.1	94.7	96.9	97.2
Alemania	61.7	61.1	61.0	59.6	60.6	66.7	69.2	68.7
España	101.3	101.2	100.2	98.2	101.9	113.3	117.3	120.4
Francia	98.8	98.6	99.4	97.4	100.6	112.9	115.1	115.0
Italia	136.0	137.2	136.4	134.1	137.2	148.6	153.7	154.9
Portugal	122.6	119.7	119.0	116.6	119.1	126.3	131.5	134.9

Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Eurostat.

De esta forma, se consolidaba un proceso de ultraexpansión monetaria cuyo resultado ha sido que el balance del BCE haya aumentado un 600% desde 2008, como podemos observar en la figura 2.

Figura 2

Activos totales del balance general del BCE entre 2008 y 2022 en miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia con datos extraídos de Bloomberg.

Durante la crisis de deuda de 2012, y tras haber sufrido ya el azote durante un lustro de la crisis financiera, podemos observar cómo el balance del BCE creció a un ritmo muy acelerado. De 2012 a 2013 creció un 150% por la introducción de los primeros programas de compras de activos. A partir de la estabilización de las primas de riesgo en 2013, el BCE comenzó a reducir su balance hasta dejarlo en niveles de 2012, mas el programa APP fue activado de cara a estimular tanto el crecimiento económico como a frenar la bajada de la inflación de la zona euro, muy alejada del objetivo del 2%: 0,4% en 2014, 0,0% en 2015 y 0,2% en 2016 (Eurostat, 2023). Esto supuso que entre 2015 y 2020 el balance aumentara un 250%, y un 333% entre 2008 y 2020. Ese mismo año, el fatídico 2020 que provocó una parálisis comercial y económica a nivel global, supuso que el BCE implantara un paquete de medidas extraordinarias que aumentaron su balance en 180% entre 2020 y 2022; en total un 600% entre 2008 y 2022. Actualmente, en 2023 el programa de APP ha finalizado y el balance ha empezado a descender a un ritmo de 15.000 millones mensuales (BCE, 2023). Este hecho, que coincide con la introducción de la política monetaria restrictiva del BCE, se analizará más adelante en el punto 6, donde se dará un contexto sobre lo que está consistiendo este tipo de política y los riesgos para la reducción de la deuda pública española de cara a buscar el superávit presupuestario.

En definitiva, Ignacio de la Torre (2023) afirma que “los bancos centrales lucharon contra la gran recesión bajando los tipos prácticamente a cero e “imprimiendo” dos billones de dólares al año en forma de expansión cuantitativa, nivel que se triplicó durante el COVID-19”. Estas

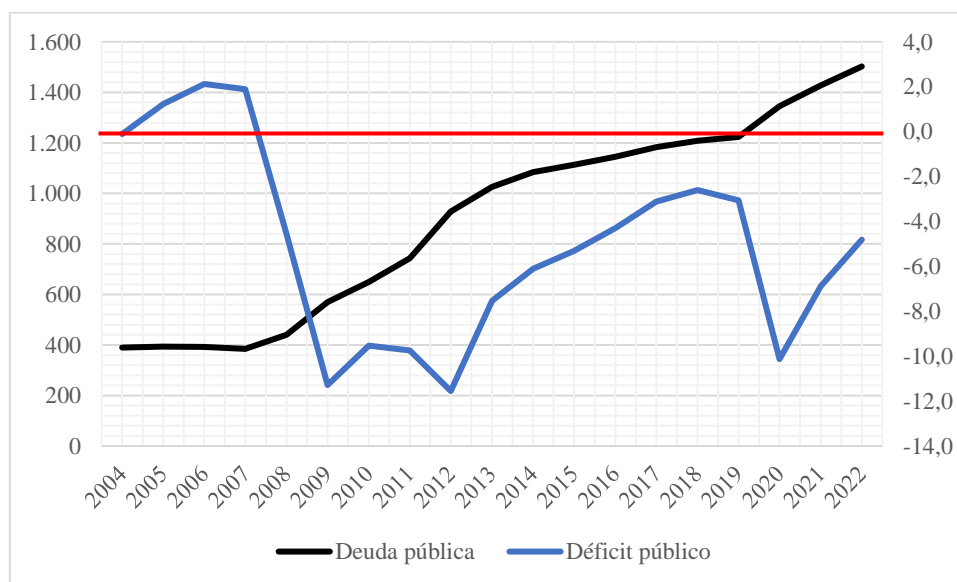
medidas tuvieron como sustento teórico que la teoría monetarista de Milton Friedman sobre que la inflación es un “fenómeno siempre y en todo lugar monetario” había perdido validez por “motivos estructurales (menor poder de los sindicatos, globalización, robotización del trabajo...)”.

Sin embargo, fue precisamente en el invierno de 2020 cuando se pudo percibir cómo el dinero en circulación se disparó a magnitudes no observadas desde la segunda guerra mundial. En EEUU, la masa monetaria crecía al 27%, y en Europa, al 12%, ambas dimensiones aproximadamente al triple de su nivel normal. El dinero disparado, especialmente como consecuencia de la financiación de déficit fiscales, explicaría inflación futura, según la teoría monetarista, pero este aviso fue ignorado (de la Torre, 2023).

9. Caso de España: evolución comparativa del déficit presupuestario y la deuda pública

Figura 3

Deuda pública en valor nominal y déficit público en % del PIB en España entre 2004 y 2022



Fuente: Las unidades de la deuda vienen expresadas en miles de millones de euros, y el déficit en % del PIB. Elaboración propia a partir de datos de Eurostat y el Banco de España.

Como podemos observar en la figura 3, la tendencia de las dos variables siguen el patrón macroeconómico que hemos analizado con anterioridad. Por un lado, nos encontramos con que el déficit presupuestario se ha mantenido a lo largo del siglo, con la excepción de los años 2005 a 2007, con una caída muy brusca en la crisis financiera de 2008 y en la pandemia de COVID-

19 en 2020, y con un máximo del 11,6% en la crisis de deuda europea de 2012. Como consecuencia, la deuda pública ha ido en aumento para financiar tanto las políticas fiscales expansivas como la conversión de la deuda, gracias a la política monetaria ultraexpansiva del BCE y el ecosistema de crédito barato, especialmente para los estados.

Hasta la fecha, contando desde la entrada en vigor del euro en 2002, donde los estados fueron sujetos a programas muy intensos de consolidación presupuestaria y revisión por parte de las autoridades europeas, el Estado español consiguió llegar a un superávit en 2005 que mantuvo hasta la crisis financiera, y supuso una reducción de su deuda. Con la llegada de dicha crisis, se aplicaron programas fiscales expansivos incrementando fuertemente el gasto público, que tuvieron que ser financiados con emisión de deuda por la caída de la actividad económica que mermó los ingresos públicos. A pesar de que en 2009 ya se comenzó el camino hacia el equilibrio presupuestario pre-crisis financiera, la crisis de deuda soberana azotó al Estado español, que todavía no se había recuperado de la crisis anterior, provocando que se tuviera que recurrir a aumentar las rentabilidades de su deuda pública para competir en los mercados financieros de cara a financiar su gasto, impidiendo en parte aumentar el volumen de emisión de deuda como sí se pudo hacer después de 2012.

El incremento de la deuda después de 2012 vino gracias a que Mario Draghi intervino con su célebre discurso “quisiera decirnos otra cosa, en el ámbito de nuestro mandato, el BCE está dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y créanme que será suficiente” (Randow y Speciale, 2021), donde activó el programa OMT, sin la necesidad de usarlo, pudiendo reducir la prima de riesgo y abaratar el coste de la deuda solo con las expectativas que generó en los inversores financieros.

Tras la intervención del BCE en la economía española por la crisis de deuda, el Estado español volvió a los caminos de la estabilidad reduciendo su déficit, como consecuencia del rescate económico y financiero por las autoridades europeas que obligaron a aplicar políticas de austeridad financiadas con deuda pública; deuda que era comprada en los mercados secundarios de renta fija por el propio BCE. Esto explica que la primera variable se redujera a la par que la segunda aumentara, de un -11,6% a un -3,1% entre 2012 y 2019 en el caso del déficit, y de 711.000 millones a 1.055.000 millones entre 2012 y 2019 en el caso de la deuda.

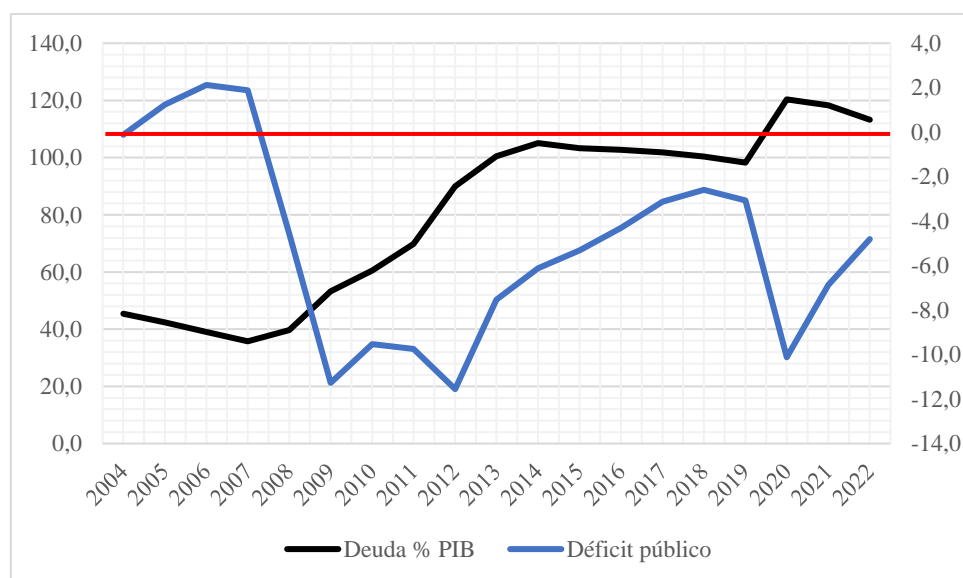
Sin embargo, cuando la economía mundial se paralizó por la cuarentena impuesta por numerosos estados, se volvió a aplicar una política fiscal contracíclica, es decir, en un período

de recesión propiciar un aumento de las políticas de gasto para reactivar la economía; en este caso, para mantenerla a flote. De acuerdo al INE (2023) el PIB español en 2020 había caído un 10,8%. Esta situación explica el aumento tan elevado de la deuda pública en 2020, donde el déficit público cayó del -3,1% al -10,1% y el volumen de deuda nominal aumentó un 10,5%, es decir, un aumento de 110.000 millones de euros.

En la Figura 4 podemos observar el porcentaje que representa sobre el PIB la deuda. Si bien es cierto que esta variable es de gran relevancia para el análisis, se ha creído conveniente primero analizar el volumen nominal. La razón se encuentra en que se buscaba eliminar el sesgo que pudiera haber por la variación tanto del volumen de deuda como del PIB, ya que, como podemos observar en 2020, el aumento de la deuda no viene correctamente reflejado en esta variable. En dicho año el denominador, el PIB, cayó en tal medida, recordemos un 10,8%, que un aumento de la deuda, aunque considerable, colocó esta variable en el 120% del PIB, y rápidamente se pudo reducir en 2021 y 2022, con estimaciones de colocarse en 111% en 2023 (Bankinter, 2023) gracias a la recuperación económica.

Figura 4

Deuda pública y déficit público en % del PIB en España entre 2004 y 2022



Fuente: Tanto el déficit como la deuda vienen expresados en % del PIB. Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

Dicho esto, se puede observar que el nivel de deuda sobre el PIB superó en 2010 el máximo de 60% pactado en el PEC, rompiendo la barrera del 100% en 2013. En 2015, comenzó su descenso tras alcanzar un máximo histórico de 105,1%, tendencia que se mantuvo hasta 2019

donde se consiguió bajar del 100%. Con la pandemia de COVID-19, podemos observar un incremento muy notable de deuda de 20 p.p., que como se ha comentado anteriormente, coincide con la caída tan brusca del déficit por las mencionadas políticas de gasto contracíclicas.

De estas dos gráficas se pueden sacar dos conclusiones. En primer lugar, que el Estado español lleva incurriendo en déficit presupuestario 16 años desde la entrada del euro en los mercados, catalogándose como déficit estructural, y que el superávit solo se vio cuando la bonanza económica vino de la mano de la burbuja inmobiliaria, por lo que no supone un reflejo correcto de la realidad económica española, que lleva a pensar que la estructura económica del país no puede sustentar el estado del bienestar del que goza.

Estudios recientes muestran que el déficit estructural, es decir, aquel que prescinde de los aumentos o disminuciones de ingresos ocasionales derivados de las fases cíclicas a las que están sometidas las economías seguía existiendo incluso en momentos en que los ingresos cíclicos extraordinarios procedentes del boom inmobiliario lograban equilibrar el presupuesto. No deja de ser sorprendente que, con este panorama, gobiernos de diferente color político tomaran medidas para reducir la presión fiscal. Sin embargo, no eran conscientes del espejismo de la coyuntura cíclica excepcional de comienzos de siglo que daba lugar a unos ingresos elevados, pero transitorios. Como era de esperar, la crisis financiera de 2008 provocó un doble efecto: caída de los ingresos y aumento de los gastos con el consiguiente incremento del déficit público (Moral, 2022, p.251).

En segundo lugar, que hasta que no se cuadren las cuentas públicas y no se consoliden los presupuestos del estado, la deuda no podrá reducirse, llevando al país a incurrir en un endeudamiento por encima de lo pactado en el PEC, con las consecuencias macroeconómicas anteriormente mencionadas en este trabajo y las consecuencias legales dentro del marco legislativo de los tratados de la UE, que serán analizadas en el siguiente punto. Gran parte de esta preocupación sobre el déficit viene dada por el incesante aumento de la partida de las pensiones por la crisis demográfica española, anteriormente mencionada y del que se profundizará más adelante.

10. Riesgos

10.1. Crisis demográfica y sistema de pensiones

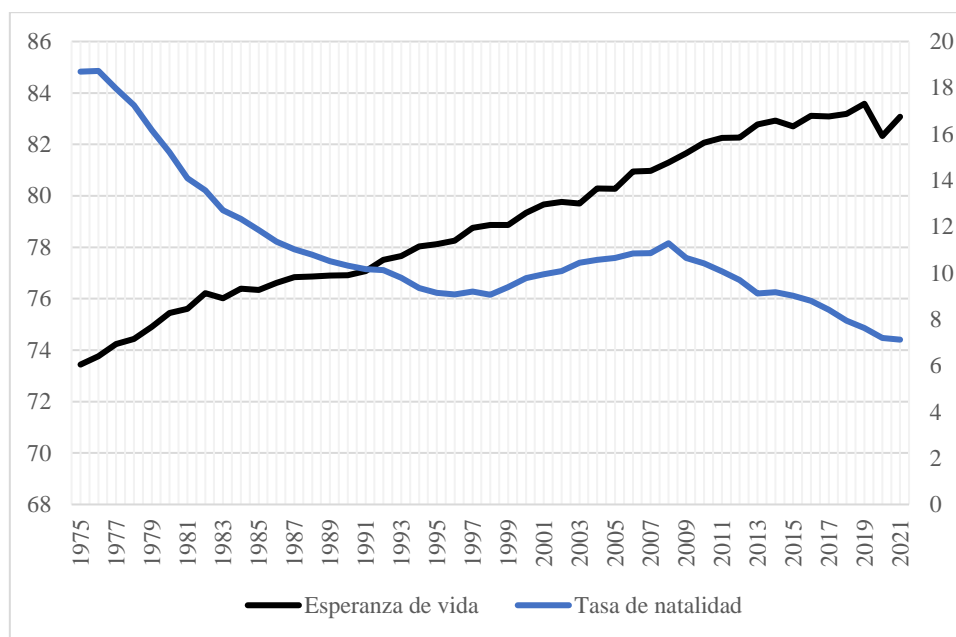
Retomando la importancia del gasto en pensiones en la composición del gasto público español, recordemos que el peso sobre el gasto total es del 40%. Este ha ido en aumento en términos nominales (ya que relativos se mantiene en el tiempo en ese porcentaje por el incremento sistemático anual del gasto público total) y presenta una serie de problemas de cara a la solvencia del estado del bienestar español; y es que el sistema de pensiones español ha sido objeto de preocupación durante varios años debido a su sostenibilidad financiera. A pesar de que ha habido reformas en el pasado, los expertos todavía temen que el sistema pueda estar en riesgo en el futuro.

Uno de los mayores riesgos que enfrenta el sistema de pensiones español es el envejecimiento de la población. Según el informe de la Comisión Europea sobre pensiones en Europa (2021), España tiene una de las mayores tasas de envejecimiento de la población de la UE. Esto significa que hay menos personas en edad de trabajar que puedan financiar las pensiones de aquellos que están jubilados. Según el informe, España tiene una tasa de dependencia de personas mayores de 65 años de 30.96%, que se espera que aumente a más del 50% en 2050.

Desde hace décadas el envejecimiento de la estructura demográfica se ha pronunciado como uno de los temas más relevantes en la política española por su efecto en la estabilidad económica nacional. El gasto en pensiones español aumenta cada año debido, principalmente, al invierno demográfico español, que provoca que las partidas en pensiones y en sanidad ocupen un mayor protagonismo en los presupuestos generales del Estado.

Figura 5

Evolución de la esperanza de vida y de la tasa de natalidad en España entre 1975 y 2021



Fuente: Se han cogido los valores más actualizados del INE. Elaboración propia con datos extraídos del INE.

Como se observa en la figura 5, el envejecimiento de la población se evidencia por las dos variables representadas. En primer lugar, la esperanza de vida ha aumentado de media 10 años entre 1975 y 2021, situándose en 83,07 años de vida desde el nacimiento para ambos sexos, siendo este el tercer valor más alto de la UE (INE, 2023). En segundo lugar, la natalidad ha sufrido una profunda caída entre 1975 y 2021, pasando de 18,7 a 7,12 nacimientos por cada 1.000 habitantes, la cual supone un 68% de caída.

Si bien es cierto que la población española no ha sufrido una variación muy grande desde el año 2002 hasta 2022 – según los datos del INE ha pasado de 41 a 47 millones de personas – cómo están estructurados los grupos de edades sí. En las dos últimas décadas ha aumentado un 35% el número de personas que cuentan con una edad superior a los 65 años, pasando de los 7 a los 9,4 millones, mientras que la población menor o igual de 19 años ha aumentado un 9,3%, de 8,4 a 9,2 millones (INE, 2023). Este hecho evidencia el cada vez más visible problema demográfico en España, donde la pirámide poblacional se está invirtiendo. De acuerdo al INE (2020) en su informe “Proyecciones de Población 2020-2070” la sociedad española alcanzará la inversión total para 2050.

Por otro lado, el sistema de pensiones español es uno de los más generosos de Europa en términos de beneficios y edad de jubilación. Según un informe de la OCDE (2020), la tasa de reemplazo de las pensiones españolas es del 82%, lo que significa que los pensionistas reciben el 82% de su salario promedio. Además, la edad de jubilación en España es de 65 años, aunque se permite la jubilación anticipada a los 63 años. Esto significa que las personas pueden estar recibiendo beneficios de pensión durante más tiempo, lo que aumenta la carga financiera del sistema.

Otro riesgo importante que presenta el sistema de pensiones español es la falta de ahorro para la jubilación por parte de los trabajadores. Según el informe de Inverco (2022) "Las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones", el 39% de los españoles no destina nada de su renta para su jubilación. Una de las principales razones que dan es el hecho de que muchos españoles no tienen acceso a planes de pensiones privados debido a la falta de información y educación financiera. Asimismo, el Financial Wellness Index (en Forbes, 2023), estudio elaborado por el *Advantere School of Management*, demostró que "el 65% de los españoles destinan menos del 16,6% de sus ahorros a su jubilación".

En su artículo "Elementos de una reforma sostenible de las pensiones", el profesor de economía de la Universidad Complutense de Madrid, Juan Francisco Jimeno (2019), argumenta que la falta de ahorro para la jubilación es uno de los mayores desafíos que enfrenta el sistema de pensiones español. Jimeno señala que el sistema actual está diseñado para proporcionar una pensión de jubilación básica, pero no tiene en cuenta las necesidades de aquellos que desean una pensión más alta o aquellos que tienen un nivel de ingresos más alto. Según Jimeno, es necesario fomentar la creación de planes de pensiones privados para complementar las pensiones públicas y reducir la carga financiera del sistema de pensiones.

Por último, otro riesgo que presenta el sistema de pensiones español es la falta de flexibilidad en las edades de jubilación. El profesor de economía de la Universidad de Barcelona, Joan Gil Trasfi (2012), argumenta que la rigidez del sistema de pensiones español dificulta la adaptación a los cambios en la vida laboral y personal. Defiende que el sistema actual desalienta a las personas mayores a trabajar más tiempo y a las personas jóvenes a comenzar a trabajar antes debido a la falta de incentivos financieros. Por otro lado, aboga por un sistema de pensiones más flexible que permita a las personas elegir cuándo quieren jubilarse en función de sus necesidades y preferencias.

Retomando las palabras de Jimeno (2019) en el informe previamente nombrado:

Hay varias razones por las que el diseño tradicional de los sistemas públicos de pensiones, que otorgan beneficios de prestación definida financiados por reparto (es decir, mediante transferencias intergeneracionales) parece poco compatible con el nuevo contexto socioeconómico marcado por profundos cambios demográficos y tecnológicos. La más obvia es la desaparición del llamado «dividendo demográfico», es decir, del crecimiento económico potencial derivado de una población en edad de trabajar creciente y, por tanto, del mantenimiento de una ratio reducida entre la población que recibe una pensión y dicha población en edad de trabajar (p. 42).

Así, Jimeno continúa afirmando que actualmente estamos ante una versión tradicional de los sistemas públicos de pensiones, versión ni diseñada ni adaptada a “poblaciones envejecidas, con trabajadores con vidas laborales inestables y con creciente desigualdad en rentas laborales” (p. 43). Concluye alegando que no deben sorprender dos hechos: el primero que este sistema se encuentre bajo una presión financiera muy importante, y el segundo que las pensiones que se ofrecen no sean suficientes para los segmentos de la población más desfavorecidos (Jimeno, 2019).

10.2. Cambio de paradigma monetario

Durante 2022 hemos vivido en Europa la inflación más elevada en los últimos 40 años, llegando a alcanzar una media en la Unión Europea del 10,4% (Eurostat, 2023). Las causas de esta son ampliamente discutidas y analizadas por los economistas, donde se achaca a numerosos factores. Haciendo una evolución cronológica se destaca la política monetaria ultraexpansiva del BCE desde 2015 y con el foco puesto en 2020, las consecuencias económicas y en los flujos comerciales de la pandemia del COVID-19 y el confinamiento, y por último, la guerra en Ucrania.

En primer lugar, la Expansión Cuantitativa y las bajadas de tipos de interés del BCE, que inundaron de liquidez el mercado europeo, con especial foco en las medidas para contrarrestar la pandemia. En ella, como hemos comentado con anterioridad, la masa monetaria se incrementó a volúmenes muy superiores a los que la economía europea estaba acostumbrada, provocando un aumento del nivel de precios. Retomando las afirmaciones del economista de la Torre (2023):

Para comparar, durante la segunda guerra mundial EEUU generó déficits fiscales del 20% del PIB, y la FED financió dicho déficit expandiendo su balance hasta un nivel de un 20% de PIB. La consecuencia fue la generación de una inflación de un 6% al año entre 1945 y 1951. Durante el COVID-19, déficit fiscal de EEUU alcanzó el 18%, y el balance de la FED, un 34%. Como

sabemos, entre estos y otros factores (sobre todo shocks energéticos y problemas en las cadenas de suministros motivadas por una elevada demanda postpandémica de bienes), la inflación se disparó durante 2022 hasta un nivel de un 8%.

Es más, investigadores del Banco Internacional de Pagos recientemente demostraron que, efectivamente, había una alta correlación entre el aumento de la masa monetaria y la inflación, mas el efecto del aumento de la primera variable tiene un efecto tardío en la segunda (Plender, 2023).

En segundo lugar, los cuellos de botella y los shocks de oferta tras la parálisis comercial de gran parte de las economías del mundo, especialmente con la crisis de microchips. En diciembre de 2021, la inflación ya se encontraba en el 5% en la Eurozona, y en febrero de 2022, inicio de la invasión rusa, en 5,9% (Eurostat, 2023) con una tendencia claramente ascendente.

En tercer lugar, la guerra en Ucrania, que impulsó una inflación ya demasiado elevada para el objetivo del BCE a un máximo en octubre de 2022 del 10,6%, generando una crisis energética y alimenticia. En los mercados energéticos a través de recursos naturales como el petróleo, el gas natural o el carbón; y en los mercados alimenticios, por el grano y los aceites vegetales. Es importante tener presente que Rusia tiene un peso muy relevante en el mercado de petróleo ya que es el segundo mayor exportador de barriles de crudo diarios después de todo Oriente Medio junto, (8 millones frente a 14 respectivamente en 2021) (*Statista Research Department, 2022*), y en el mercado de gas, porque es el mayor exportador a nivel mundial tanto de gas como de GNL (TRESB, 2022). En el caso de la Unión Europea, el 37% de las importaciones de gas provenían de Rusia en el estallido de la crisis geopolítica. En cuanto al mercado alimenticio, de acuerdo al Banco Mundial (2020) Rusia obtuvo la cuarta producción de grano más grande del mundo y Ucrania la novena, que representan un 30% del total mundial. Asimismo, Rusia fue el mayor exportador de trigo del mundo y Ucrania el quinto. El segundo alimento, el aceite de vegetal, también supuso un varapalo para la economía mundial, pues ambos países juntos englobaban el 78% de la oferta mundial.

Ante esta situación de inflación desbocada, los bancos centrales de todo el mundo, a excepción del Banco de Japón, decidieron subir los tipos de interés. En el caso del BCE, como se ha mostrado en la figura 1, donde la subida comenzó más tarde que otros como la Fed, el Banco de Inglaterra o el Banco de Canadá, se comenzó la política de subida de tipos el 21 de julio de 2022, subiendo 50 puntos básicos el tipo de interés de depósito. Este hecho es un hito histórico

en la historia de la política monetaria, pues ha supuesto el final del dinero barato o "gratis" en uno de los precursores de dicha teoría monetaria, la eurozona.

El último *dot plot* de la Fed (2023), un diagrama de puntos que representa las proyecciones de los 19 miembros que lideran la Fed sobre cómo estarán los tipos en el futuro, muestra que en 2023 los tipos se podrán encontrar entre el 4,75% y el 5,75%, siendo el 5,25% el valor más pronosticado. Para 2024, hay mucha disparidad de opiniones entre los miembros, pero el valor más repetido es el 4,25% con un rango que va desde el 3,50% hasta el 5,75%. En 2025, la media se encuentra en torno al 3,00%, siendo el 2,35% el valor más bajo y, exceptuando un 5,75%, un 4,50% el valor más alto. Por último, a largo plazo proyectan los tipos en niveles de entre el 2,25% y el 3,75%, donde casi todos los miembros pronostican un 2,50%. Estos datos reflejan que el principal banco central del sistema económico y financiero mundial no tiene pensado en su "hoja de ruta" volver a niveles cercanos al 0%, como sí ha mantenido desde la gran recesión (Global Rates, 2023). No existe certeza de cuánto durarán los tipos en estos niveles, pues la inflación es un concepto del que conocemos ciertamente poco (Powell y Lagarde, 2022), mas que se mantendrán positivos y alejados del 0% de cara al largo plazo empieza a parecer el escenario más probable.

Esta vuelta a una política monetaria restrictiva pone en la cuerda floja el futuro de la dinámica de déficit estructural del Estado español. Con el encarecimiento de la deuda por las subidas de tipos de interés, el coste de financiación aumenta, provocando que aumente con ello la carga financiera y no resulte tan atractivo y sostenible acudir a los mercados financieros a pedir dinero prestado. Para evidenciar esto, el gasto en intereses de la deuda, es decir, la carga de la deuda, en 2022 aumentó tanto que superó a las partidas de los servicios públicos básicos: Justicia, Defensa, Seguridad Ciudadana e Instituciones Penitenciarias, y Política Exterior y de Cooperación para el Desarrollo.

10.3. Reactivación del PEC 1996

Citando al Comisario Europeo de Asunto Económicos y Monetarios de la UE Paolo Gentolini (2023):

Activar la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2020 fue lo correcto, ya que permitió a los Gobiernos de la UE gastar lo necesario para amortiguar los choques causados primero por el COVID-19 y luego por la guerra de Rusia contra Ucrania. Tras haber ayudado a nuestras economías a capear estas tormentas sin precedentes, ahora podemos confirmar la desactivación de la cláusula a finales de este año. También ofrecemos

hoy una orientación clara a nuestros Estados miembros en la perspectiva de sus presupuestos de 2024, mientras se mantienen debates constructivos sobre la reforma del Pacto. Los Gobiernos deben aplicar políticas fiscales prudentes, proteger la inversión pública y eliminar gradualmente las medidas de apoyo a la energía, empezando por las menos específicas. Por último, teniendo en cuenta que la incertidumbre económica sigue siendo alta, hemos decidido no iniciar ningún procedimiento de déficit excesivo hasta la primavera de 2024 (En Comisión Europea).

Como menciona Gentolini, en 2020 a raíz de la pandemia se aplicó la cláusula general de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que “prevé una desviación temporal de los requisitos presupuestarios que normalmente se aplican” por haber sido un “caso de grave recesión económica”. La gravedad de la recesión fue de tal magnitud, que hasta el Estado de Alemania rebasó los niveles del 60% de deuda sobre el PIB e incurrió en un déficit del 4,30% (Eurostat, 2023), y en el caso de España, aumentó su deuda a niveles dos veces superiores. Fue una situación de emergencia en la que, como venimos analizando en este trabajo, se implementaron medidas extraordinarias por la gravedad socioeconómica que se vivió, y que se mantuvieron por la crisis energética y alimenticia como consecuencia de la guerra en Ucrania (BCE, 2023). Citando a la presidenta del BCE Christine Lagarde (2020) “tiempos extraordinarios requieren medidas extraordinarias. Nuestro compromiso con el euro es ilimitado”.

Sin embargo, pasado el tiempo de excepción, la Comisión Europea en noviembre de 2022 volvió a presentar la reactivación del PEC, instando a los gobiernos a empezar a elaborar estrategias en pos de la estabilidad presupuestaria, elaborando estrategias de ajuste fiscal ambiciosas que contribuyan a la sostenibilidad fiscal del sistema y a su crecimiento sostenible e inclusivo, en consonancia con lo pactado en 1996 (Comisión Europea, 2023).

De acuerdo con la Comisión (2023), no se encuentra oportuno reactivar el PEC esta primavera por el componente de gran incertidumbre que azota la esfera internacional y europea, por lo que ha propuesto al Consejo que el plazo de la cláusula esté vigente hasta la primavera de 2024. En dicha fecha, se volverán a abrir los “procedimientos de déficit excesivo basados en el déficit sobre la base de los datos de ejecución de 2023, con arreglo a la legislación vigente”. Por consiguiente, los Estados miembros “deberán tenerlo en cuenta en la ejecución de sus presupuestos de 2023 y en la elaboración de sus programas de estabilidad y convergencia esta primavera y de los proyectos de planes presupuestarios para 2024 este otoño”.

La trayectoria de ajuste fiscal tendrá que estar basada en una serie de recomendaciones técnicas que la propia Comisión Europea trasladará a los estados, tal y como se hizo durante las políticas de austeridad fiscal tras la crisis de 2012, y abarcará un período de 4 años. Sin embargo, este podría ser ampliado a siete años si dicho estado se comprometiera a realizar inversiones en transformación digital y descarbonización de su economía. España deberá reducir su deuda de “forma plausible” o bajarla a niveles “prudentes” durante el tiempo que dure las condiciones a las que esté sujeto, así como llevar a cabo un ajuste del 0,5% del PIB en sus niveles de déficit. Por otro lado, se llevará a cabo una “aplicación realista” del ajuste de deuda pues se entiende que cada país tiene su propio contexto y exposición a los mercados internacionales.

Las consecuencias del incumplimiento de este ajuste son sanciones cada 6 meses de 0,05% del PIB que se acumularán hasta un máximo del 0,5% del PIB hasta que el estado correspondiente pruebe que ha puesto en práctica medidas efectivas para ajustar sus cuentas públicas.

Ante esta situación el Estado español se encontrará con la inevitable aplicación de medidas socialmente poco aceptadas y que ya generaron tanta crispación a mediados de la década de los 2010, cuando el presidente del gobierno Mariano Rajoy implantó las medidas de austeridad, sufriendo recortes el gasto público, especialmente de carácter social, y que originaron movimientos sociales de protesta como el 15M (Romero, 2015).

11. Conclusión

La coyuntura internacional, marcada por el azote todavía vigente de la pandemia de COVID-19, el exceso de liquidez en la economía global y la guerra en Ucrania, ha llevado al Estado español a necesitar implementar medidas fiscales muy expansivas, rompiendo la tendencia de reducción del déficit estructural que tanto le había costado mantener durante la segunda década del siglo, y a tener que recurrir a los mercados internacionales para poder financiar dichas políticas vía emisión de deuda. Estas medidas, aunque en cierto modo necesarias por la gravedad vivida, han colisionado frontalmente con un problema que las sociedades occidentales han empezado a arrastrar este nuevo siglo con el desarrollo tecnológico y los cambios socioculturales que han vivido, esto es, el sistema de pensiones, la inversión de la pirámide poblacional y su efecto en el estado del bienestar.

España cuenta con un sistema de pensiones que, si mantuviera su metodología de cálculo, va a poner en jaque la estabilidad económica y financiera del país, con la posibilidad de llevar a la

quiebra a uno de los países más desarrollados del sistema internacional. La salida de la crisis sufrida, no solo del COVID-19, pero financiera de 2008, se vuelve cada más difícil de augurar por el invierno demográfico al que se enfrenta el país. Actualmente, el estado español cuenta con un déficit estructural del que su salida no saldrá de soluciones fáciles y, sin un atisbo de duda, socialmente aceptables. Durante los 3 últimos lustros, España, alimentada por las políticas ultraexpansivas del BCE, ha visto engordar la deuda del estado para financiar un déficit que no parece que vaya a remediarse siguiendo una dialéctica de políticas fiscales expansivas. La irresponsabilidad de la clase política española, aparentemente más centrada en el voto que en presentar un proyecto de reforma presupuestaria, se hace cada vez más visible, mientras que el problema demográfico solo va en aumento.

Del despertar aburguesado de la sociedad, pendiente de las transferencias cada vez mayores del estado a sus familias y hogares y de la estabilidad cortoplacista, y de la prudencia y rectitud ética de los dirigentes políticos depende que un estado, tan irresponsable en la medición de riesgos presupuestarios en los últimos años, vuelva a garantizar a la sociedad española un futuro próspero y sostenible de cara a las generaciones venideras. El ajuste fiscal, teniendo presente el invierno demográfico al que se enfrenta el país, hará de este un reto en el que se hará mucho ruido socialmente, donde la clase política, en última instancia obligada por las autoridades económico y monetarias europeas de acuerdo al marco legislativo de la UE, tendrá que poner freno a un estado del bienestar español que parece insostenible. El Estado español se encuentra ante una tesitura de la que su futuro depende, un debate que girará en torno a lo que es fácil y lo que es correcto.

12. Bibliografía

- Arcand, J.-L.; Berkes, E., & Panizza, U. (2012). *Too much finance?* International Monetary Fund. Working Paper n° 12/161. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf>
- Banco de España (s.f.). Estadísticas de Administraciones Públicas. <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/temas/Administraciones-publicas.html>
- Bankinter. (2022) ¿Cómo se encuentra la prima de riesgo de España? Evolución. *Blog de Economía y Finanzas* Bankinter. <https://www.bankinter.com/blog/mercados/prima-riesgo-espanola-evolucion>
- BCE. (s.f.). Estadísticas. <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.es.html>
- Blaug, M. (2001). Teoría económica en retrospectiva, Biblioteca Universal Miracle.
- Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff. (2011). *Esta vez es diferente: ocho siglos de locura financiera*. Antoni Bosch Editor.
- Cecchetti, S. G.; Mohanty, M. S., & Zampolli, F. (2011). *The real effects of debt*. Bank for International Settlements. Working papers n° 352. <https://www.bis.org/publ/othp16.pdf>
- Comisión Europea. (s.f.). Orientaciones de la política fiscal para 2024: Promover la sostenibilidad de la deuda y un crecimiento sostenible e inclusivo. *Zona de prensa*. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_23_1410
- Datosmacro. (s.f.). Datos. *Expansión*. <https://datosmacro.expansion.com/>
- Dávila, R. (2021). Análisis de la evolución de la política monetaria del BCE y el impacto del COVID-19. *Universidad Pontificia de Comillas*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/bitstream/handle/11531/47338/TFG-Davila%20Matos%2c%20Rocio.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- De la Torre, I. (2023) ¡Es el dinero estúpido! *Expansión*. <https://www.expansion.com/opinion/2023/03/02/63ffdfef468aeb84398b4595.html>
- Departamento de análisis Bankinter. (2023). Previsión Deuda / PIB de España para 2023 y 2024. *Bankinter*. <https://www.bankinter.com/blog/economia/prevision-deuda-pib-espana>

- Domínguez, J. M. (2013). Deuda pública y crecimiento económico: una relación llena de dudas. *eXtoikos*, 11, 43-50. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5581989>
- Égert, B. (2013). *The 90% Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylised Fact*. OECD Economics Department Working Papers, 1055. <https://doi.org/10.1787/5k452kln1s61-en>.
- Eurostat. (s.f.) Data Browser. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/SDG_17_40/default/table?lang=en
- Fernández Castro, B. (2004). El equilibrio presupuestario: las restricciones sobre el déficit. *Working papers*, 30-04. https://www.ief.es/docs/destacados/publicaciones/papeles_trabajo/2004_30.pdf
- Forbes/EP. (2023). El 65% de los españoles destina menos del 16,6% de sus ahorros a la jubilación, según N26. *Financial Wellness Index en Forbes*. <https://forbes.es/ultima-hora/267473/el-65-de-los-espanoles-destina-menos-del-166-de-sus-ahorros-a-la-jubilacion-segun-n26/>
- Fuentes, Q. & Barea, J. (1996). El déficit público de la democracia española. *Papeles de economía española. Funcas*, 68, 86-191. <https://www.funcas.es/articulos/el-deficit-publico-de-la-democracia-espanola/>
- García Aranda, J. F. (2013). La relación entre el déficit público y la deuda pública en España. *eXtoikos*, 12, 49-50.
- Global Rates. (2023). *FED Federal Funds Rate*. <https://www.global-rates.com/es/tipos-de-interes/bancos-centrales/banco-central-estados-unidos/interes-fed.aspx>
- Gobierno de España. (2023). *Presupuestos Generales del Estado 2023. Informe Económico y Financiero*. https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/Presup/PGE2023Proyecto/MaestroTomos/PGE-ROM/doc/L_23_A_A1.PDF
- Harding, R. (2013). *Economists' case for austerity attacked*. Financial Times en CNN Business. <https://edition.cnn.com/2013/04/16/business/economist-austerity-fight/index.html>

- Hernández Mota, J.L. (2008). *Composition of Public Spending and Economic Growth*, 24(55), 77-102. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/68941/1/MPRA_paper_68941.pdf
- Herndon, T.; Ash, M., & Pollin, R. (2013). *Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff*. Political Economic Research Institute, University of Massachusetts Amherst, 38(2), 257-279. <http://hdl.handle.net/10.1093/cje/bet075>
- INE. (s.f.). Estadísticas. <https://www.ine.es/dyngs/INEbase/listaoperaciones.htm>
- Jimeno, J. F. (2019). Elementos de una reforma sostenible de las pensiones. *Presente y futuro de la Seguridad Social*, 161, 42-54, https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/161art05.pdf
- Krugman, P. (2012). *End This Depression Now!*. W.W. Norton & Company.
- Krugman, P. (2013). La depresión del Excel. *El País*. https://elpais.com/economia/2013/04/19/actualidad/1366398440_370422.html
- Ley 40/2015, de 1 de octubre de 2015, relativo a la delimitación del sector público español. *Boletín Oficial del Estado*. <https://www.boe.es/eli/es/l/2015/10/01/40>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (s.f.). *Glosario de términos. Informes de seguimiento y evaluación presupuestaria*. <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2020/01/Glosario-seguimiento.pdf>
- Ministerio de Hacienda y Función Pública. (2023). *Estadísticas 2014-2023. Presupuestos Generales del Estado Consolidados 2023*. <https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/DocumentacionEstadisticas/Estadisticas/Documents/2023/01%20Presupuestos%20Generales%20del%20Estado%20Consolidados.pdf>
- Ministerio de Hacienda y Función Pública. (2023). *Introducción a la lectura de los presupuestos generales del estado*. <https://www.sepg.pap.hacienda.gob.es/sitios/sepg/es-ES/Presupuestos/PGE/ProyectoPGE2022/Documents/LIBROSALMON2022.pdf>
- Moral, R. (2022). Manual de Economía Española. *Funcas*. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/10/Manual-de-Economia-Espanola.pdf>

- Musgrave, R. & Musgrave, P. (1992). *Hacienda Pública: Teórica y aplicada*. McGraw-Hill
- OCDE. (s.f.) OCDE Data. <https://data.oecd.org/pension/net-pension-replacement-rates.htm>
- Parlamento Europeo. (s.f.). Fichas temáticas sobre la Unión Europea. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/es/home>
- Paunovic, I. (2006). Sostenibilidad de la deuda pública en los países norteros de América Latina. *Revista de la CEPAL* 87. <https://hdl.handle.net/11362/11082>
- Piketty, T. (2014). *El capital en el siglo XXI*. Fondo de Cultura Económica.
- Plender, J. (2023) *After the easy money: a giant stress test for the financial system*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/7b5143e0-7e11-4e42-9f37-a9f1d1a0b6d8>
- Randow, J. & Speciale, A. (2021). Y Draghi dijo "*whatever it takes*": la verdad tras las tres palabras mágicas que salvaron Europa. *El Confidencial*. https://www.elconfidencial.com/cultura/2021-11-08/draghi-el-artifice-ana-randow-adelanto_3319402/
- Reglamento (UE) 549/2013, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea. *Diario Oficial de la Unión Europea*. <https://www.boe.es/doue/2013/174/L00001-00727.pdf>
- Rehn, O. (2011). Debt, governance, and growth: a Eurozone perspective. *Council on Foreign Relations*. Youtube https://www.youtube.com/watch?v=JT_5b17h0Eg
- Reinhart, C. & Rogoff, K. (2010). *Growth in a time of debt*. *American Economic Review*, 100(2), 573-578. DOI: 10.1257/aer.100.2.573
- Romero Peña A. (2015). Historia de un Movimiento: El 15-M como expresión del malestar social. *Nómadas. Critical Journal of Social and Juridical Sciences*, 46(2), 61-84. https://doi.org/10.5209/rev_NOMA.2015.v46.n2.51418
- Ryan, P. (2012). *The path to prosperity: a blueprint for American renewal. Fiscal Year 2013 Budget Resolution*. House Budget Committee.
- Santander. (s.f.). ¿Qué es la prima de riesgo? <https://www.bancosantander.es/glosario/prima-riesgo>

Statista. (2023). Industry Overview. <https://www.statista.com/markets/>

Tesoro Público. (2023). Estrategia de Financiación 2023. *Ministerio de Asunto Económicos y Transformación Digital*.
https://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/230111_02_estrategia_sp.pdf

UNED. (s.f.). Los ingresos públicos: concepto y caracteres. *Derecho UNED*.
<https://derechoned.com/libro/tributario-1/2983-los>

13. Anexos

Índice de tablas

- *Tabla 1:* Reparto del presupuesto consolidado del sector público español en 2023 en millones de euros

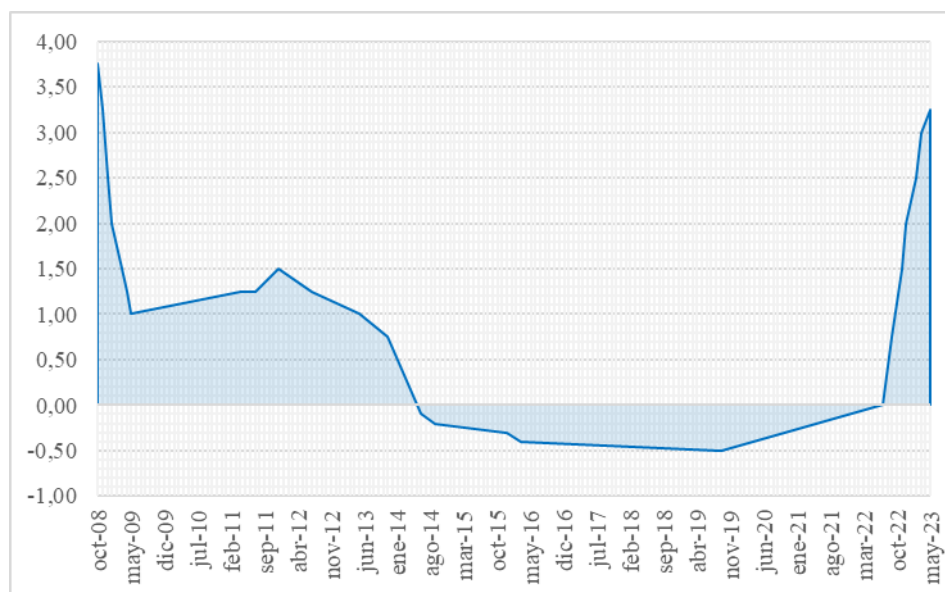
Capítulos	2014	2015	2016	2017	2018	2019-P	2021	2022	2023
Gastos de personal	21.304	21.598	22.434	22.080	22.505	22.500	25.016	25.859	27.482
Gastos corrientes en bienes y servicios	7.619	7.869	7.807	7.806	8.144	8.140	9.918	10.940	12.222
Gastos financieros	36.662	35.560	33.555	32.266	31.602	31.602	31.740	30.271	31.372
Transferencias corrientes	231.126	231.583	233.681	237.876	246.424	246.398	306.647	312.666	329.603
Operaciones corrientes	296.711	296.611	297.476	300.028	308.674	308.640	373.321	379.736	400.679
Fondo de Contingencia	2.666	2.595	2.468	2.368	2.277	2.277	3.889	3.923	3.964
Inversiones reales	4.728	4.959	5.178	6.650	7.577	7.572	10.166	11.167	14.496
Transferencias de capital	9.986	11.345	9.362	9.398	9.427	9.420	29.119	32.186	31.582
Operaciones de capital	14.714	16.304	14.540	16.048	17.004	16.992	39.285	43.353	46.078
OPERACIONES NO FINANCIERAS	314.091	315.510	314.484	318.444	327.955	327.909	416.496	427.012	450.722
Activos financieros	40.535	32.333	37.372	36.667	40.414	40.414	39.577	31.957	35.264
Pasivos financieros	68.605	92.233	84.514	88.022	81.416	81.416	94.411	68.138	97.557
Operaciones financieras	109.140	124.566	121.886	124.690	121.830	121.830	133.988	100.095	132.822
TOTAL PRESUPUESTO	423.231	440.076	436.370	443.133	449.785	449.739	550.484	527.108	583.543

- *Tabla 2:* Deuda pública sobre % PIB en la Eurozona en 2019 y 2020

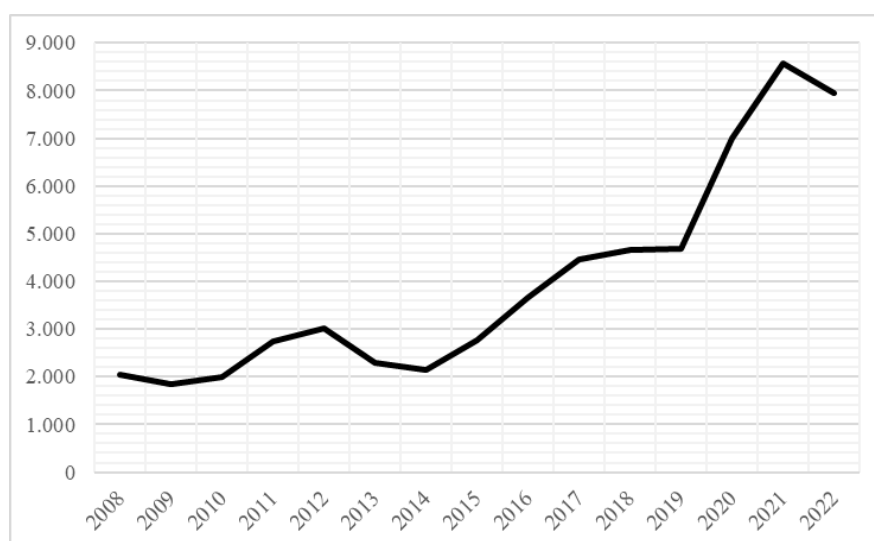
	2019				2020			
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
UE	80.1	79.9	79.3	77.7	79.4	87.5	89.4	90.0
Eurozona	86.5	86.3	85.9	84.0	86.1	94.7	96.9	97.2
Alemania	61.7	61.1	61.0	59.6	60.6	66.7	69.2	68.7
España	101.3	101.2	100.2	98.2	101.9	113.3	117.3	120.4
Francia	98.8	98.6	99.4	97.4	100.6	112.9	115.1	115.0
Italia	136.0	137.2	136.4	134.1	137.2	148.6	153.7	154.9
Portugal	122.6	119.7	119.0	116.6	119.1	126.3	131.5	134.9

Índice de figuras

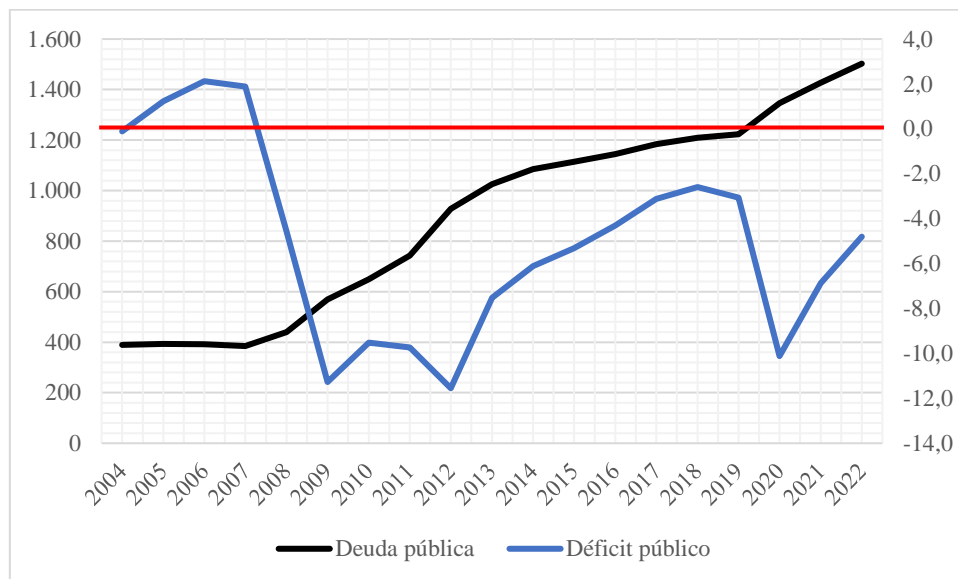
- *Figura 1:* Evolución del tipo de interés de depósito del BCE entre 2008 y 2023 en %



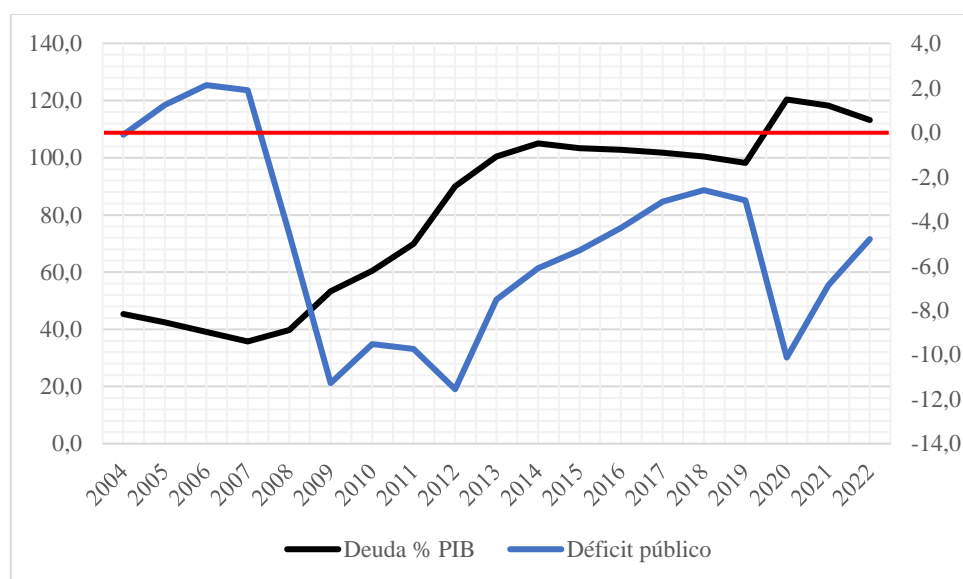
- *Figura 2:* Activos totales del Balance General del BCE entre 2008 y 2022 en miles de millones de euros



- *Figura 3: Deuda pública en valor nominal y déficit público en % del PIB en España entre 2004 y 2022*



- *Figura 4: Deuda pública y déficit público en % del PIB en España entre 2004 y 2022*



- *Figura 5: Evolución de la esperanza de vida y de la tasa de natalidad en España entre 1975 y 2021*

