

Sostenibilidad de la deuda pública: España en el contexto europeo

Joaquín Maudos*

La situación de endeudamiento del sector público de la economía española se inscribe en un contexto general en el que las economías avanzadas han experimentado en los últimos años un fuerte aumento de la deuda pública, algo que contrasta con la caída en los países emergentes.

En este trabajo se analiza la evolución reciente del endeudamiento público de la economía española en el contexto europeo, así como los determinantes de su sostenibilidad que depende de la capacidad de conseguir un crecimiento nominal del PIB superior al tipo de interés de la deuda pública y generar superávits primarios. Dado que el problema no es exclusivo de la economía española sino que es compartido con los llamados países vulnerables (distressed countries), tiene interés estudiar la dinámica de la deuda pública en estos países frente al resto de los países europeos.

Una de las secuelas más preocupantes del largo periodo de crisis en el que ha estado inmersa la economía española es el acelerado crecimiento del endeudamiento del sector público. La magnitud de la crisis impactó rápidamente en el déficit público como consecuencia tanto del hundimiento de los ingresos como del aumento del gasto asociado a la actuación de los estabilizadores automáticos y al propio aumento de los gastos financieros de la deuda. En concreto, de disfrutar España de un superávit en sus cuentas públicas del 1,9% en 2007 se pasó a un déficit del 4,5% solo un año después, para mantenerse en torno al 10%-11% en los años posteriores. En 2013, la previsión es que se cierre con un déficit que podría superar el 7%, por lo que serán ya seis años consecutivos de

fuertes desequilibrios en las cuentas públicas. En este contexto, ha sido necesario financiar esos déficits emitiendo deuda, de forma que la ratio deuda pública/PIB ha pasado de un valor mínimo del 36,3% en 2007 al 93,9% en 2013, lo que implica que se ha multiplicado por 2,6 en solo seis años.

En un reciente informe publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y cuyos autores son Carmen M. Reinhart y Kenneth S. Rogoff (2013) muestran como en la actualidad la ratio deuda pública/PIB de las economías avanzadas supera el 100%, un nivel solo alcanzado tras el final de la Segunda Guerra Mundial y máximo en los dos últimos siglos. De hecho, los últimos datos que

* Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia e Investigador del Ivie. Este artículo se enmarca en los proyectos de investigación ECO2010-17333 del Ministerio de Ciencia e Innovación y PROMETEO/2009/066 del Gobierno Valenciano.

aporta el FMI en su *Fiscal Monitor* de octubre de 2013, sitúa la ratio deuda pública/PIB de las economías avanzadas en el 108%, cifra que triplica a la del resto de economías (35,3%). Y la previsión del FMI es que esa enorme diferencia y el elevado endeudamiento de las economías avanzadas se mantenga en los próximos años, estimando un valor del 105% en 2018, frente a un 30,3% en las economías en desarrollo. Además, también se ha producido un fuerte crecimiento en la deuda externa (pública y privada) de las economías avanzadas, hasta llegar a superar el 250% del PIB.

Ante esta situación, han saltado todas las alarmas que hacen cuestionar la sostenibilidad de la deuda alcanzada y la necesidad de proponer alternativas para resolver el problema de excesivo endeudamiento. Entre ellas se barajan propuestas como el crecimiento económico, ajuste fiscal/austeridad, la suspensión de pagos/reestructuración de la deuda, generar inflación para reducir el valor real de la deuda, o la represión financiera con inflación, entendiéndose por represión medidas que supongan transferir riqueza desde los ahorradores a los acreedores (nacionalización de fondos de pensiones, nuevos impuestos, controles de capital, etcétera).

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la evolución reciente del endeudamiento público de la economía española en el contexto

europeo, así como los determinantes de su sostenibilidad que depende de la capacidad de conseguir un crecimiento nominal del PIB superior al tipo de interés de la deuda pública y generar superávits primarios. Dado que el problema no es exclusivo de la economía española sino que es compartido con los llamados países vulnerables (*distressed countries*), tiene interés analizar la dinámica de la deuda pública en estos países frente al resto de los países europeos.

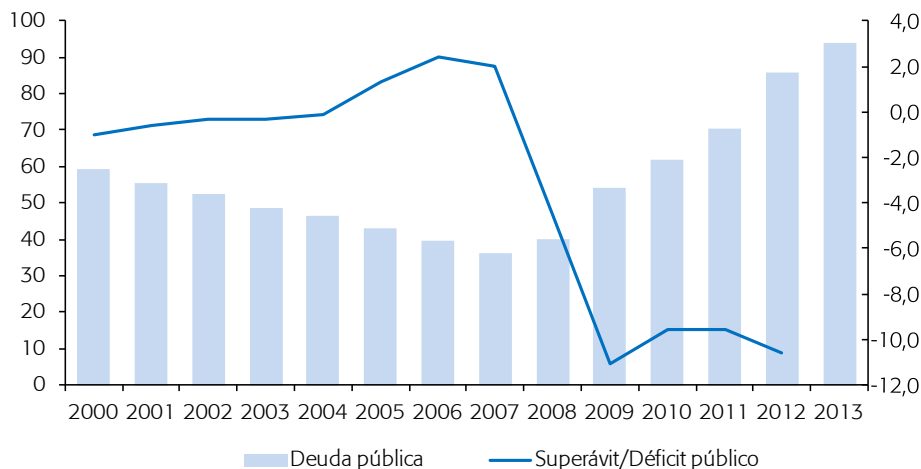
Finalmente, a la preocupación por el exceso de endeudamiento público se une la vulnerabilidad de algunos países como consecuencia de su también elevada deuda externa neta, que hasta la fecha se ha mostrado como un buen predictor de la probabilidad de un país de ser rescatado. Por este motivo, en el artículo también se analiza la evolución reciente de la posición de inversión internacional de España en el contexto de la eurozona, distinguiendo la posición de los países vulnerables de la del resto de países.

Evolución de la ratio deuda pública/PIB en España

Como muestra el gráfico 1, el periodo de expansión del que disfrutó la economía española hasta el estallido de la crisis a mediados de 2007

Gráfico 1

Deuda pública y déficit público en España Porcentaje del PIB



Fuente: Eurostat.

permitió reducir la ratio deuda pública/PIB en 23 puntos porcentuales (pp.) hasta alcanzar un valor mínimo del 36,3% en 2007. Pero desde entonces, la ratio se ha multiplicado por 2,6 hasta alcanzar en 2013 un máximo del 93,9%. Eso implica que por término medio, la ratio deuda/PIB ha crecido un 17% al año desde 2007, llegando a crecer en un solo año (2012) casi 16 pp. Detrás de esta dinámica de la deuda está la evolución del déficit público que como muestra el gráfico, ha pasado de una posición relativamente equilibrada de 2000 a 2004 e incluso de superávit de 2005 a 2007, a una situación completamente distinta ya que en 2008 se pasó de un superávit del 2% a un déficit del 4,5% del PIB, permaneciendo en un nivel en torno y superior al 10% hasta 2012. En 2013, la previsión es que se sitúe en torno al 7%, medio punto por encima del objetivo fijado por Bruselas.

La ecuación de sostenibilidad de la deuda pública

De acuerdo con la ecuación de sostenibilidad de la deuda, la evolución de la ratio deuda/PIB depende de varios factores: la tasa de crecimiento

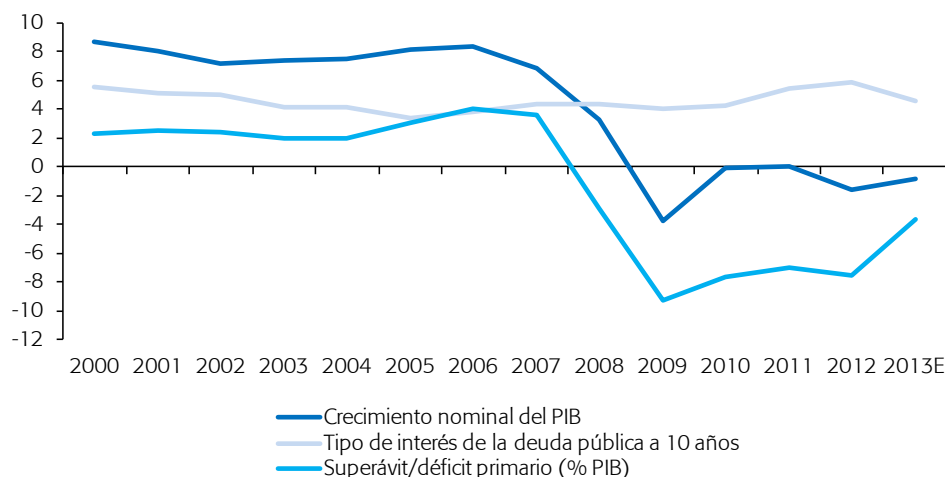
del PIB, el tipo de interés de la deuda, el nivel de deuda de partida y la magnitud del déficit/superávit primario, es decir, el que no tiene en cuenta los intereses de la deuda. Así, para que la ratio disminuya, es necesario no solo conseguir superávits primarios, sino que el PIB nominal crezca por encima del tipo de interés implícito de la deuda pública.

Para que la ratio deuda/PIB disminuya, es necesario no solo conseguir superávits primarios, sino que el PIB nominal crezca por encima del tipo de interés implícito de la deuda pública.

Si nos fijamos en lo acontecido en los últimos años, como señala el gráfico 2, durante el periodo de expansión hasta 2007, el tipo de interés de la deuda se mantuvo por debajo del crecimiento nominal del PIB, lo que unido a la existencia de un superávit primario, permitió reducir el peso la deuda pública en el PIB. En concreto, en el promedio del periodo 2000-2007 el PIB nominal creció el 7,75% al año, el tipo de interés implícito de la deuda fue del 4,4% y el superávit primario del 2,7%. En el mismo periodo, la ratio deuda/PIB

Gráfico 2

Tasa de crecimiento nominal del PIB, tipo de interés de la deuda pública a 10 años y déficit primario (% PIB): España
Porcentaje



Fuentes: FMI, Eurostat, Banco de España e INE.

cayó 23 puntos porcentuales. Pero en el periodo de crisis 2008-2013, el crecimiento promedio del PIB nominal ha sido del -0,5%, el tipo de interés de la deuda del 4,7% y el déficit primario del 6,4% del PIB, lo que ha tenido como consecuencia que la deuda haya aumentado 54 pp. su peso en el PIB.

Teniendo en cuenta las previsiones macroeconómicas más recientes, no es previsible que el PIB nominal crezca por encima del tipo de interés de la deuda. Así, las previsiones para 2014 y 2015 de la Comisión Europea de febrero de 2014 sitúan el crecimiento real del PIB en el 1% y 1,7%, respectivamente, por lo que con una tasa de inflación prevista inferior al 1% (utilizando el deflactor del PIB), supone un crecimiento nominal por debajo del 2% y 2,7%. En el caso del coste de la deuda, el tipo de interés implícito podría estar en torno al 4%, por lo que solo con un superávit primario de al menos el 1,3% del PIB se conseguiría estabilizar la deuda. A este respecto, las últimas previsiones del FMI en su *Fiscal Monitor* de octubre de 2013 dibujan un escenario en el que España seguirá teniendo un déficit primario hasta 2016 (-0,6% del PIB), para solo en 2017 (+0,4%) y 2018 (+1,4%) pasar a generar un superávit primario. En consecuencia, el peso de la deuda pública

en el PIB solo dejará de aumentar en 2018, tal y como anticipa el FMI. Por tanto, es necesario cumplir escrupulosamente con los objetivos de déficit, además de que la incipiente recuperación económica se afiance e intensifique en los próximos años, lo que a su vez permitirá seguir disfrutando de la confianza de los inversores para financiar la deuda a tipos razonables. Como afirma el último informe de la Comisión Europea (5 de marzo de 2014) sobre los desequilibrios macroeconómicos de los países europeos, asegurar una reducción de la deuda pública en España a medio plazo requiere un permanente esfuerzo fiscal.

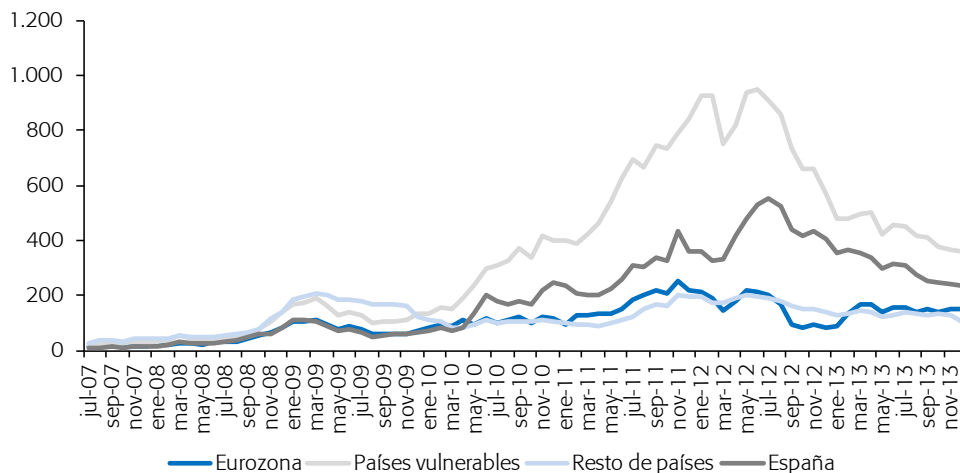
Deuda pública: España en el contexto europeo

Como hemos comentado al principio, el problema del excesivo endeudamiento de la economía española es compartido por otras economías europeas y está en el origen del estallido de la crisis de la deuda soberana en la eurozona a mediados de 2010.

Como muestra el gráfico 3, desde el primer rescate de Grecia, se abrió una enorme brecha en

Gráfico 3

Prima de riesgo de la deuda soberana en los países de la eurozona. Diferencial con respecto al bono alemán a 10 años
Puntos básicos



Fuente: Eurostat.

el coste del acceso a la financiación de los países más endeudados frente al resto de países de la eurozona. En el caso de la financiación pública, la prima de riesgo de la deuda soberana alcanzó niveles insostenibles que llegaron a alcanzar cotas en media mensual de 2.700 puntos básicos en Grecia, 970 en Irlanda, 1.200 en Portugal, 555 en España y 520 en Italia. Como muestra el gráfico, la situación fue bien distinta en los países vulnerables que en el resto, con un valor medio de casi 1.000 pb. en los primeros frente a solo 200 pb. en los segundos. Tras la actuación del Banco Central Europeo (BCE) en el verano de 2012 con el anuncio de su programa OMT, las primas de riesgo se han reducido de forma considerable, de forma que a finales de 2013 es de 203 pb. en España, 211 en Italia, 163 en Irlanda, 345 en Portugal y 642 en Grecia. A este grupo se une Eslovenia con una prima de riesgo de 297 pb.

En el origen de la crisis, como tantas veces se ha repetido en la historia, está la acumulación de un excesivo nivel de deuda, en algunos casos por parte del sector público y en otros por parte del sector privado. Y un denominador común suele ser el excesivo endeudamiento externo neto (posición de inversión internacional), que es en el fondo lo que preocupa a los inversores que dudan de la capacidad de un país excesivamente endeudado para devolver la deuda.

En el caso del endeudamiento público, el cuadro 1 muestra la evolución de la ratio deuda/PIB de los países de la eurozona en distintos subperiodos: de 2000 hasta el final del periodo de expansión; desde el inicio de la crisis en 2007 y hasta 2013; y de 2013 a 2018 de acuerdo con las previsiones últimas del FMI de octubre de 2013. El análisis de la información permite destacar los siguientes mensajes:

- Mientras que en el anterior periodo de expansión la ratio deuda pública/PIB cayó 2,9 pp. en la eurozona, en el periodo de crisis hasta el tercer trimestre de 2013 ha aumentado 26,3 pp. No obstante, la evolución es muy desigual por países. Así, en Grecia el aumento es de 64 pp., en Irlanda 100 pp., en Portugal 60 pp.,

en España 57 pp. y en Italia 30 pp. Por el contrario, en Alemania el aumento es de 13 pp. y en Finlandia 19,6 pp., por poner algunos ejemplos. España es el cuarto país de la UE en el que más ha crecido el endeudamiento público desde el inicio de la crisis. Fuera de la eurozona, destaca el aumento de 45 pp. de la ratio deuda pública/PIB del Reino Unido.

- Las previsiones del FMI hasta 2018 muestran que el elevado endeudamiento público de algunos países va a persistir, siendo España el segundo país, tras Eslovenia, en el que la ratio deuda/PIB va a aumentar en mayor cuantía (11,7 pp.). En Alemania, en cambio, se estima que caiga en 10,7 pp.
- La situación más reciente referida al tercer trimestre de 2013 muestra un amplio rango de variación entre países, con un valor máximo de la ratio deuda/PIB del 171,8% en Grecia a uno mínimo del 10% en Estonia. De las grandes economías europeas, Italia es la más endeudada, con una deuda pública equivalente al 132,9% del PIB. El resto de países vulnerables también tienen elevadas ratios de endeudamiento: 124,8% en Irlanda y 128,7% en Portugal, situándose España (93,4%) muy por debajo de estos países, pero ya por encima de la media de la eurozona (92,7%). Alemania (78,4%) se sitúa 14 pp. por debajo de la eurozona y Francia justo en la media (92,7%).

Dada la situación actual de endeudamiento público en España, y teniendo en cuenta que el objetivo final es situar la ratio deuda/PIB por debajo del 60%, queda un largo camino por recorrer.

Dada la situación actual de endeudamiento público en España, y teniendo en cuenta que el objetivo final es situar la ratio deuda//PIB por debajo del 60%, queda un largo camino por recorrer, máxime teniendo en cuenta que seguirá aumentando en los próximos años. Así, según las previsiones del FMI de octubre de 2013, la ratio

alcanzará el 99% en 2014 y un máximo del 105,5% en 2017 y caerá, pero solo medio punto en 2018. En este último año (gráfico 4), la previsión del FMI es que España sea la sexta economía

de la UE con mayor ratio deuda pública/PIB, solo por detrás del resto de países que forman el grupo denominado *distressed countries* (Irlanda, Chipre, Portugal, Italia y Grecia).

Cuadro 1

Evolución de la ratio deuda pública /PIB en la UE Porcentaje

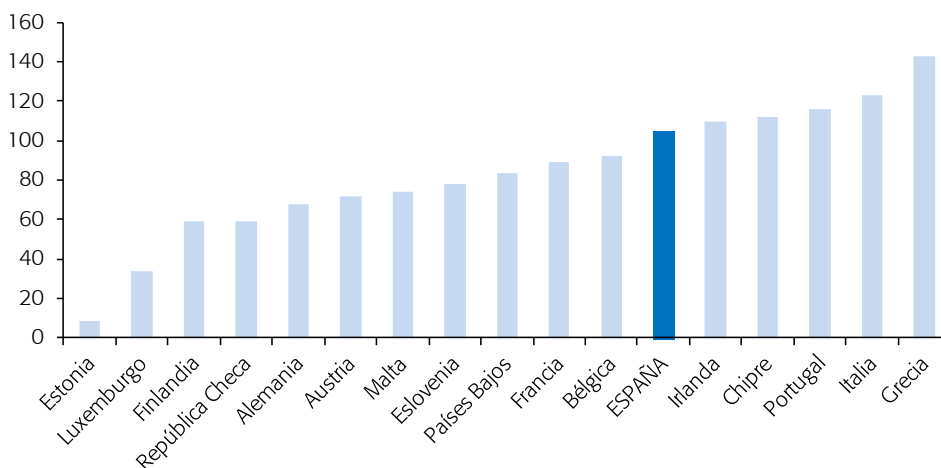
	2000	2007	2013T3	2018	Variación 2000-2007 (pp.)	Variación 2007-2013 (pp.)	Variación 2013-2018 (pp.)
Eurozona	69,3	66,4	92,7	89,9	-2,9	26,3	-2,8
Bélgica	107,8	84,0	103,7	92,1	-23,8	19,7	-11,6
Bulgaria	72,5	17,2	17,3		-55,3	0,1	
República Checa	17,8	27,9	46,0	50,4	10,1	18,1	4,4
Dinamarca	52,4	27,1	46,3	48,0	-25,3	19,2	1,7
Alemania	60,2	65,2	78,4	67,7	5,0	13,2	-10,7
Estonia	5,1	3,7	10,0	8,1	-1,4	6,3	-1,9
Irlanda	37,0	24,9	124,8	109,8	-12,1	99,9	-15,0
Grecia	103,4	107,3	171,8	142,6	3,9	64,5	-29,2
ESPAÑA	59,4	36,3	93,4	105,1	-23,1	57,1	11,7
Francia	57,5	64,2	92,7	88,8	6,7	28,5	-3,9
Italia	108,6	103,3	132,9	123,0	-5,3	29,6	-9,9
Chipre	59,6	58,8	109,6		-0,8	50,8	
Latvia	12,4	9,0	38,0	26,4	-3,4	29,0	-11,6
Lituania	23,6	16,8	39,6	41,6	-6,8	22,8	2,0
Luxemburgo	6,2	6,7	27,7		0,5	21,0	
Hungría	56,1	67,0	80,2	78,8	10,9	13,2	-1,4
Malta	53,9	60,7	76,6		6,8	15,9	
Países Bajos	53,8	45,3	73,6	83,2	-8,5	28,3	9,6
Austria	66,2	60,2	77,1	71,8	-6,0	16,9	-5,3
Polonia	36,8	45,0	58,0	49,9	8,2	13,0	-8,1
Portugal	50,7	68,4	128,7	116,0	17,7	60,3	-12,7
Rumanía	22,5	12,8	38,9	36,2	-9,7	26,1	-2,7
Eslovenia	26,3	23,1	62,6	77,8	-3,2	39,5	15,2
Eslovaquia	50,3	29,6	57,2	59,1	-20,7	27,6	1,9
Finlandia	43,8	35,2	54,8	58,9	-8,6	19,6	4,1
Suecia	53,9	40,2	40,7	34,2	-13,7	0,5	-6,5
Reino Unido	40,5	43,7	89,1	96,7	3,2	45,4	7,6
Noruega	28,5	50,7	31,1	34,1	22,2	-19,6	3,0

Fuentes: Eurostat y FMI.

Gráfico 4

Predicciones del FMI de octubre de 2013 sobre la ratio deuda pública/PIB en la UE en 2018

Porcentaje



Fuente: FMI.

Deuda externa neta

El mencionado informe del FMI de Reinhart y Rogoff (2013) también advierte de los problemas asociados al excesivo endeudamiento externo de las economías avanzadas y la vulnerabilidad que de ello se deriva. Su análisis muestra que mientras que desde el inicio del ciclo expansivo de mediados de los noventa la deuda externa de las economías avanzadas se ha multiplicado por cuatro hasta alcanzar niveles por encima del 250%, la de los países en desarrollo no ha dejado de caer y se sitúa en la actualidad en torno al 30%. La intensa expansión del crédito en algunas economías está detrás de la explicación del aumento de su deuda externa.

Ahora bien, la situación de mayor vulnerabilidad tiene lugar cuando una economía alcanza un elevado nivel de deuda externa en términos netos, es decir, descontando sus activos en el exterior. Por ello, el análisis que se hace a continuación toma como referencia la deuda externa neta (que incluye la pública y la privada), también denominada posición de inversión internacional. En el fondo, la solvencia financiera de un país no solo depende del endeudamiento del sector público,

sino de la capacidad neta del país (sector público y privado) para devolver su deuda externa. Y es esa posición neta la que determina el riesgo de prestar a un país y que se materializa en las diferencias de tipos de interés (prima de riesgo) entre países.

En el caso de Europa, la intensidad de la crisis de la deuda soberana ha obligado a rescatar a los países más endeudados, ya sea por el excesivo endeudamiento de sus sectores públicos como por la necesidad de rescatar a sus bancos. El denominador común a todos los países rescatados y a los que han sufrido con mayor intensidad el impacto de la crisis (con fuertes subidas de sus primas de riesgo) es la elevada deuda externa neta de sus economías, con una posición de inversión internacional fuertemente deficitaria como porcentaje de su PIB. Así, como muestra el cuadro 2, en el periodo de expansión hasta 2007, la deuda externa neta aumentó más entre 46 y 56 pp. en Grecia, Portugal y España (además de en Latvia y Bulgaria), siendo España el tercer país de la eurozona en donde más se deterioró la posición de inversión internacional tras varios años de elevadas necesidades de financiación externa tal y como reflejan los abultados déficits en su balanza por cuenta corriente. En cambio, en esos mismos años, en países como Alemania,

Francia, Austria, Suecia y Finlandia, la deuda externa neta disminuyó.

Ya en el periodo de crisis, la deuda externa neta ha seguido creciendo en los mismos países periféricos, destacando el aumento de 107,7 pp. en Chipre, 87,1 pp. en Irlanda, 29,2 pp. en Portugal,

20,9 pp. en Grecia y 19,9 pp. en España. También es de destacar el aumento de la deuda externa neta de Francia, que ha aumentado 19,7 pp. de 2007 a 2013. Por el contrario, en países como Alemania, Dinamarca, Países Bajos, Austria, Reino Unido y Finlandia, ha mejorado la posición de inversión internacional.

Cuadro 2

Posición neta de inversión internacional Porcentaje del PIB

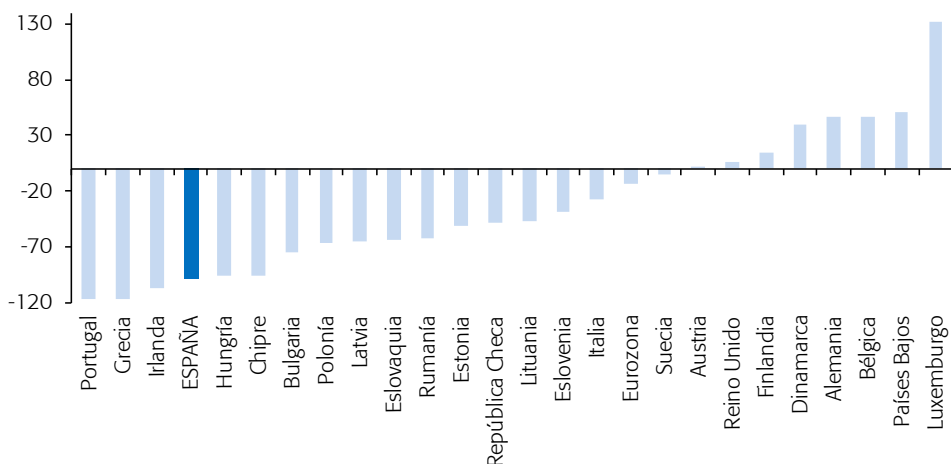
	2000	2007	2013T3	Variación 2000-2007 (pp.)	Variación 2007-2013 (pp.)
Eurozona	-7,3	-14,1	-13,3	-6,8	0,8
Bélgica		28,9	46,6		17,6
Bulgaria	-33,5	-81,1	-75,5	-47,6	5,6
República Checa	-8,6	-40,4	-49,1	-31,8	-8,7
Dinamarca	-14,3	-5,8	39,8	8,5	45,5
Alemania	3,3	26,5	46,1	23,2	19,6
Estonia	-48,2	-72,0	-50,6	-23,9	21,5
Irlanda	-7,9	-19,5	-106,5	-11,5	-87,1
Grecia	-39,6	-96,1	-117,0	-56,5	-20,9
ESPAÑA	-32,0	-78,1	-98,0	-46,1	-19,9
Francia*	-7,6	-1,5	-21,1	6,1	-19,7
Italia*	-7,2	-24,5	-27,8	-17,3	-3,3
Chipre		11,7	-96,0		-107,7
Latvia	-29,3	-75,1	-65,6	-45,8	9,5
Lituania	-34,7	-55,8	-46,7	-21,1	9,1
Luxemburgo		95,5	132,5		37,0
Hungría	-71,2	-104,1	-96,1	-32,8	8,0
Malta*	5,4	17,7	24,8	12,3	7,0
Países Bajos	-15,2	-6,0	50,6	9,2	56,6
Austria	-24,5	-18,2	2,3	6,3	20,5
Polonia	-32,0	-52,8	-67,2	-20,8	-14,4
Portugal	-41,2	-87,9	-117,1	-46,7	-29,2
Rumanía	-22,2	-43,5	-62,8	-21,3	-19,3
Eslovenia	-11,8	-21,8	-37,9	-10,0	-16,1
Eslovaquia	-23,1	-51,8	-64,1	-28,7	-12,3
Finlandia	-147,8	-27,9	14,5	119,9	42,4
Suecia	-33,4	-1,4	-4,5	31,9	-3,1
Reino Unido	-9,5	-21,1	6,2	-11,6	27,3

Notas: * El dato de Italia es de junio de 2013 y el de Malta y Francia de diciembre de 2012.

Fuente: Eurostat.

Gráfico 5

Posición neta de inversión internacional como porcentaje del PIB. Tercer trimestre 2013*



Nota: * El dato de Italia es de junio de 2013 y el de Malta y Francia es de diciembre de 2012.

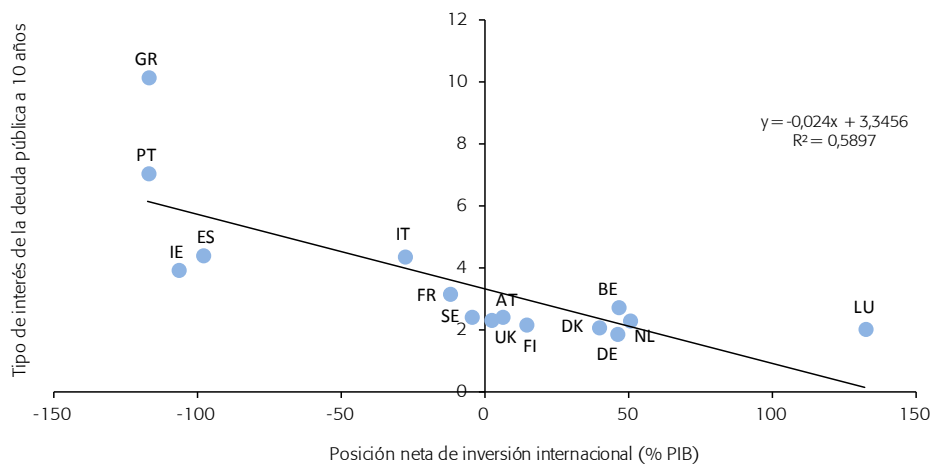
Fuente: Eurostat.

La información más reciente disponible referida al tercer trimestre de 2013 (con la excepción de Italia que está referida a junio de 2013 y Francia y Malta a diciembre de 2012) que mues-

tra el gráfico 5 refleja claramente la existencia de dos grupos de países, siendo nuevamente los vulnerables los más endeudados con el exterior en términos netos. Así, en la parte izquierda del

Gráfico 6

Posición neta de inversión internacional (% PIB) y tipo de interés de la deuda pública a 10 años en los países de la UE. Septiembre 2013*



Nota: * El dato de Italia es de junio de 2013 y el de Malta y Francia de diciembre de 2012.

Fuente: Eurostat.

gráfico se ubican los países que hasta ahora han sido rescatados, ya sea el país en su conjunto o el sector bancario. España, con una posición de inversión internacional negativa equivalente al 98% del PIB, es el cuarto país de la UE más endeudado con el exterior en términos netos, solo superado por los países rescatados por los fondos europeos. Por el contrario, en la parte derecha del gráfico están países con una posición neta acreedora frente al exterior, destacando, además de Luxemburgo, los Países Bajos, Alemania, Dinamarca y Bélgica. Para la media de la eurozona, la posición de inversión internacional es negativa y representa el 13% del PIB.

Como muestra el gráfico 6, la deuda externa neta es un claro determinante del nivel de los tipos de interés al que se financia un país. Así, con los datos más recientes disponibles, la correlación entre la posición de inversión internacional (como porcentaje del PIB) y el tipo de interés del bono a diez años es del 77%. Y dada la elevada correlación entre la prima de riesgo de la deuda soberana y el nivel de los tipos de interés de los préstamos bancarios (dada la actual fragmentación del mercado financiero europeo), en última instancia la elevada deuda externa de los países vulnerables es lo que penaliza su acceso a la financiación internacional a un coste elevado, por lo que es fundamental que estos países generen ahorro nacional para financiar su inversión (es decir, logren superávits en sus balanzas por cuenta corriente), a lo que debe contribuir el sector público reduciendo el déficit público.

Crecimiento, deuda externa neta y ajuste fiscal: un difícil equilibrio

Alcanzar el deseado objetivo de situar la ratio deuda pública/PIB por debajo del 60% exige implementar medidas de consolidación fiscal con carácter permanente a largo plazo, dado que las pobres perspectivas de crecimiento del PIB por debajo de los tipos de interés de la deuda en los próximos años exigen conseguir déficits primarios difícilmente alcanzables a medio plazo.

Pero no solo el sector público debe hacer reformas encaminadas a conseguir ese superávit primario, sino que el sector privado también debe contribuir aportando capacidad de financiación que permita reducir el elevado endeudamiento externo de la economía. De hecho, el último informe de la Comisión Europea sobre los desequilibrios macroeconómicos de los países europeos reconoce el avance que ha hecho España corrigiendo algunos de esos desequilibrios, pero advierte que persisten riesgos que pueden afectar al crecimiento y a la estabilidad financiera como consecuencia, además del alarmante nivel de desempleo, de la elevada deuda pública y privada, tanto doméstica como externa.

No solo el sector público debe hacer reformas encaminadas a conseguir el superávit primario, sino que el sector privado también debe contribuir aportando capacidad de financiación que permita reducir el elevado endeudamiento externo de la economía.

Si España mejora su elevada posición de la inversión internacional deficitaria consolidando en el tiempo el superávit en balanza en cuenta corriente que ha conseguido en 2013 tras décadas de déficit, en ese caso mejorará aún más la confianza de los inversores internacionales que aportarán financiación a tipos más reducidos. Esa rebaja del coste de la financiación es fundamental, no solo para contribuir a la sostenibilidad de la deuda pública (que como hemos visto es uno de sus determinantes), sino también para reactivar la inversión tan necesaria para generar empleo.

En resumen, la disciplina presupuestaria es necesaria para asegurar la sostenibilidad de la deuda, pero también que la economía retorne a la senda del crecimiento. Y en este difícil equilibrio de crecer en un contexto de restricciones presupuestarias, es necesario que se avance más deprisa en la construcción de la unión bancaria, ya que en la actualidad sigue existiendo una brecha excesiva entre el coste de la financiación de los países vulnerables y el resto en un mercado finan-

ciero fragmentado. Afortunadamente, la brecha se ha reducido en los últimos meses con las caídas de la prima de riesgo de la deuda soberana, algo que también contribuye a reducir la carga de la deuda pública (y por tanto el déficit público) y el coste de la financiación de familias y empresas.

Referencias

REINHART, C., y K. ROGOFF (2013), "Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten", WP/13/266, IMF *Working Paper*, diciembre.

