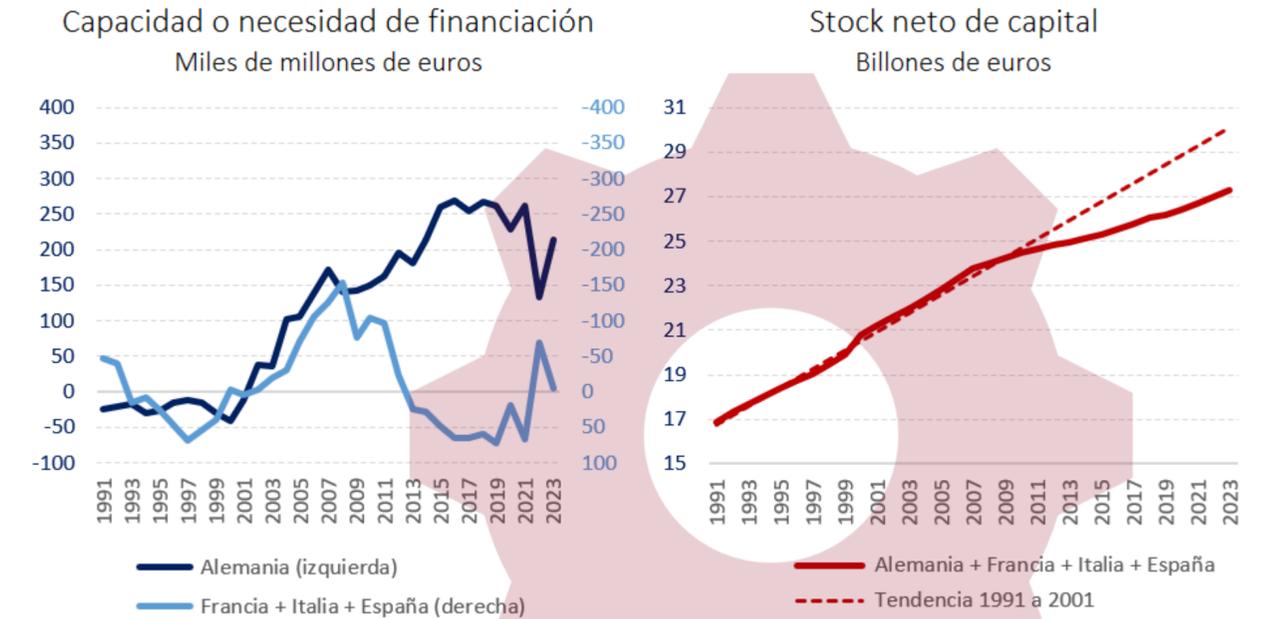


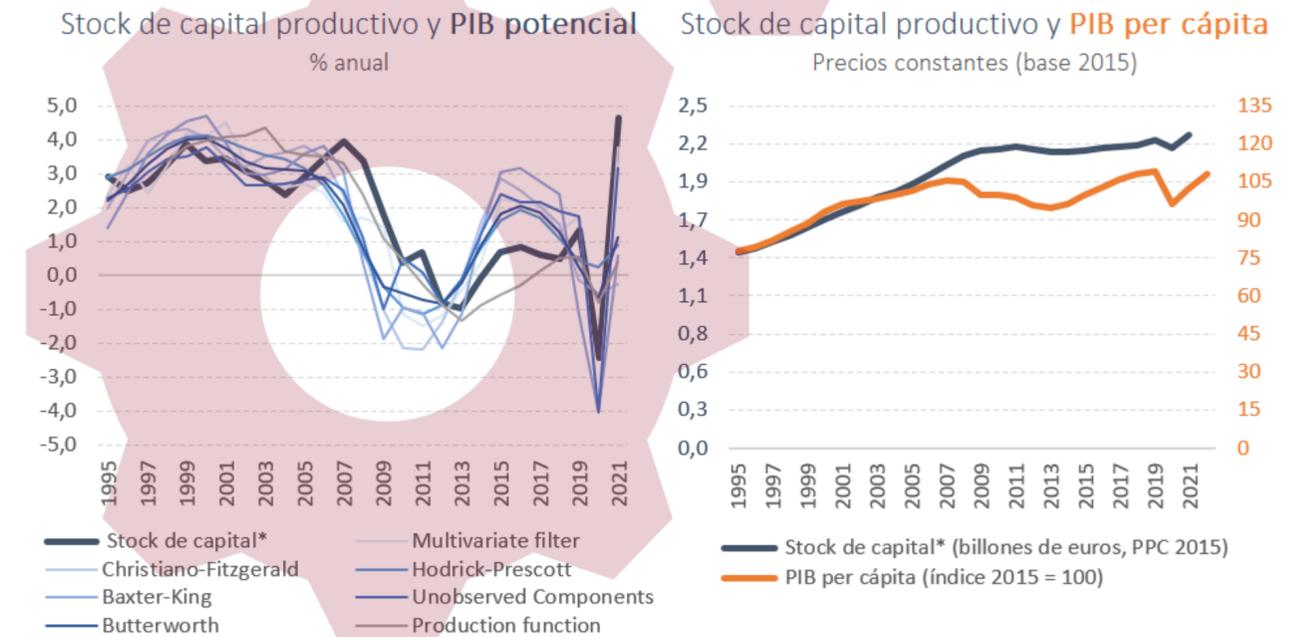
EL TRILEMA DE LAS CUENTAS PÚBLICAS EUROPEAS

Daniel Fuentes Castro
Universidad de Alcalá

Fundación Pablo Iglesias, 29/10/2024



Fuente: AMECO



*A partir del 'stock de capital productivo por ocupado en PPC de 2015' (BdE) y el empleo CNE

Fuente: Banco de España, Banco Mundial, AMECO @dfuentescaastro

TRILEMA

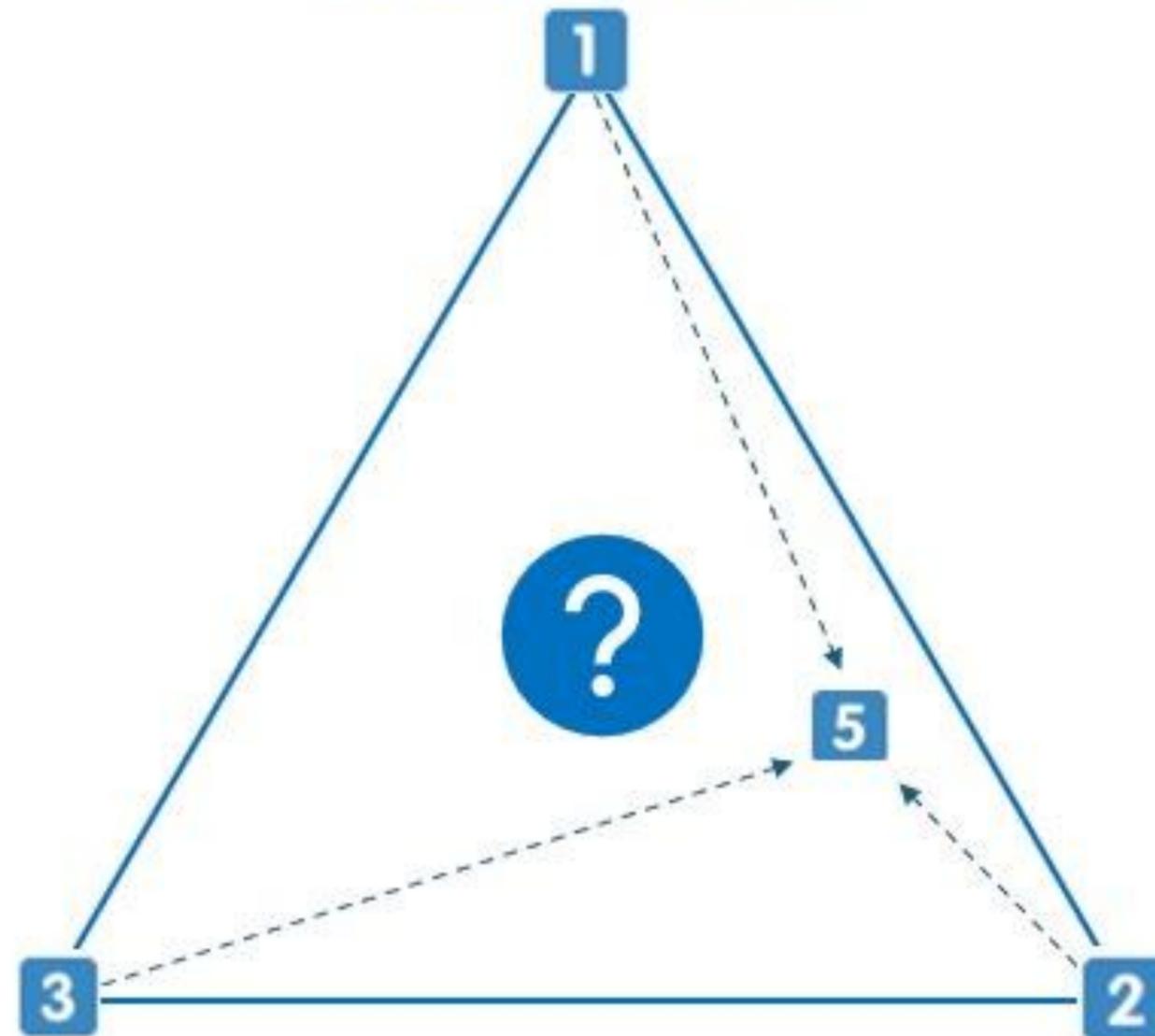
¿Es posible conciliar simultáneamente...

- 1 Sostenibilidad de la deuda pública
- 2 Necesidades de gasto e inversión
- 3 Arquitectura económica actual

... o no?

Arquitectura económica actual:
mercado de capitales, unión bancaria, presupuesto UE, impuestos europeos, eurobonos, etc.

Sostenibilidad y reducción de la deuda pública



Inversión productiva y gasto:
tecnología, defensa, energía, descarbonización, vivienda, envejecimiento (pensiones, dependencia).

AVANCES EN LAS NUEVAS NORMAS

1. Existencia de **acuerdo** (reglas anteriores en suspenso)

2. Cambio de **esquema**:

Se evalúa la *regla de gasto primario neto*

Observable, exento de medidas extraordinarias, intereses, fondos europeos y gasto cíclico en desempleo –a estimar éste último–

Se persigue reducir el *déficit estructural*

No observable y sujeto a debate metodológico

3. Senda de **ajuste 'a medida' de cada país**: 4 años (o 7 con reformas e inversiones productivas sostenibles)

LIMITACIONES DE LAS NUEVAS NORMAS

1. Salvaguardas que limitan la flexibilidad e introducen complejidad:

Se mantienen las ratios del 3% déficit (PDE) y 60% de deuda.

Reducción del déficit estructural 0,4% anual (ó 0,5% si PDE), hasta que se alcance un déficit estructural del 1,5% PIB (antes MTO 0,5%) para crear un colchón fiscal.

Desaparece la norma de reducción 1/20 anual de la ratio de deuda, pero se introduce una reducción de 0,5% anual si Estado fuera del PDE y ratio de deuda superior a 60% (1% si ratio superior a 90%).

Desviaciones máximas (anuales y acumuladas) del gasto efectivo con respecto al objetivo)

LIMITACIONES DE LAS NUEVAS NORMAS

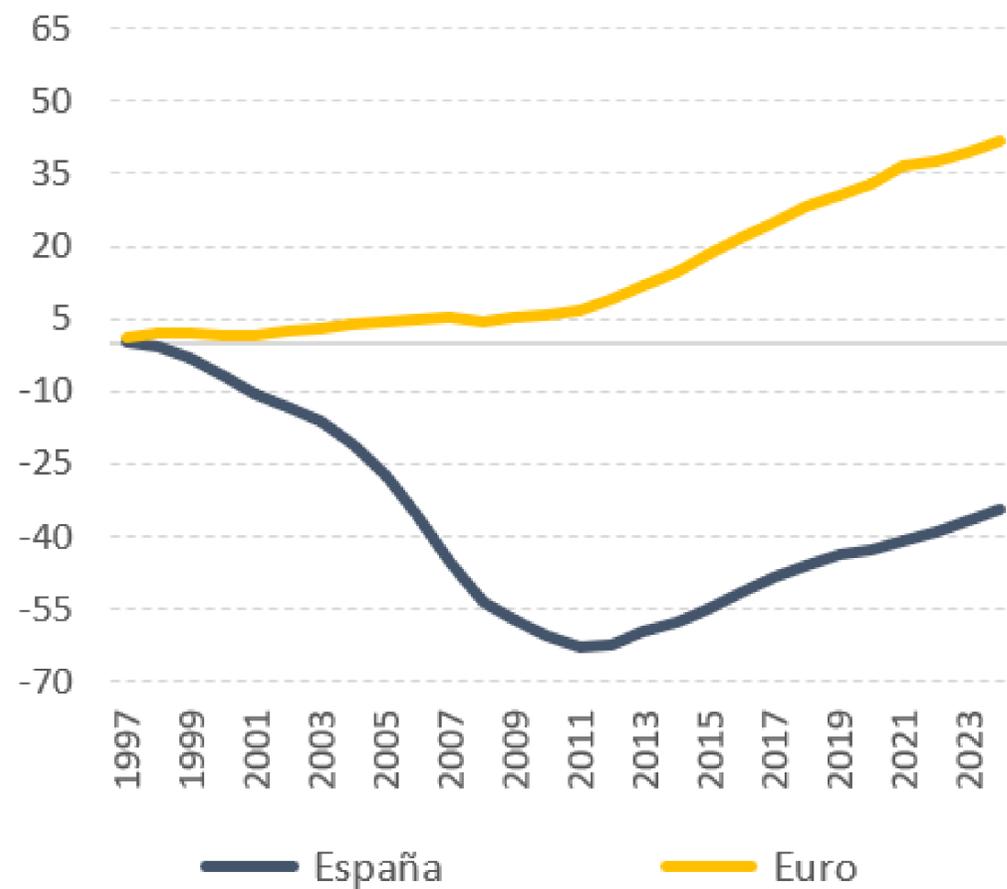
2. ¿Qué ocurre si un Estado miembro cumple la regla de gasto, pero no cumple algunos de los objetivos?
3. Complejidad versus credibilidad / enforcement (las sanciones por incumplimiento se reducen, pero ¿son creíbles?)
4. Las nuevas normas evita el debate medular:
 - Coyuntural:** necesidades crecientes de gasto (productividad, defensa, calentamiento global, energía, envejecimiento).
 - Estructural:** capacidad de financiación común + *'los ciclos han muerto'*

DÉFICIT INVERSOR Y STOCK DE CAPITAL

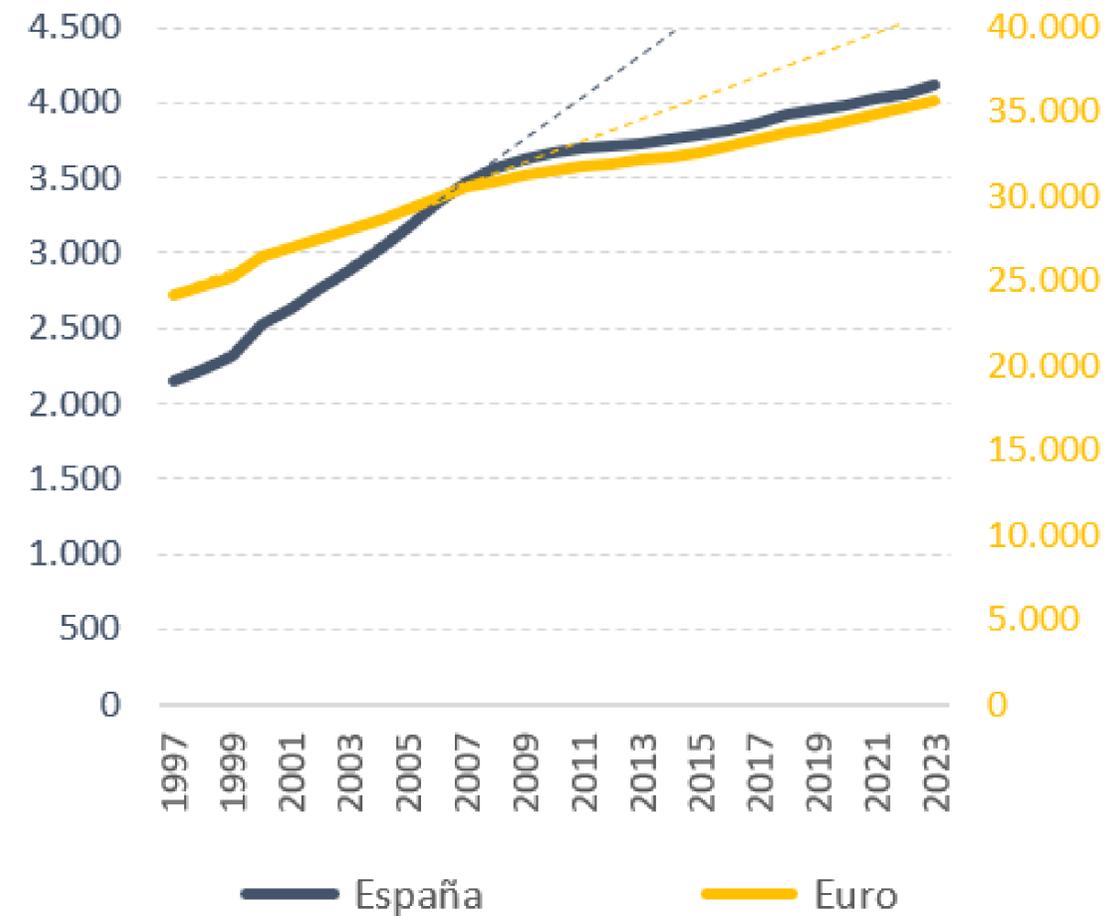
... ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DE 2008



Capacidad o necesidad de financiación
Suma de cuatro trimestres, % PIB



Stock neto de capital
Miles de millones de euros

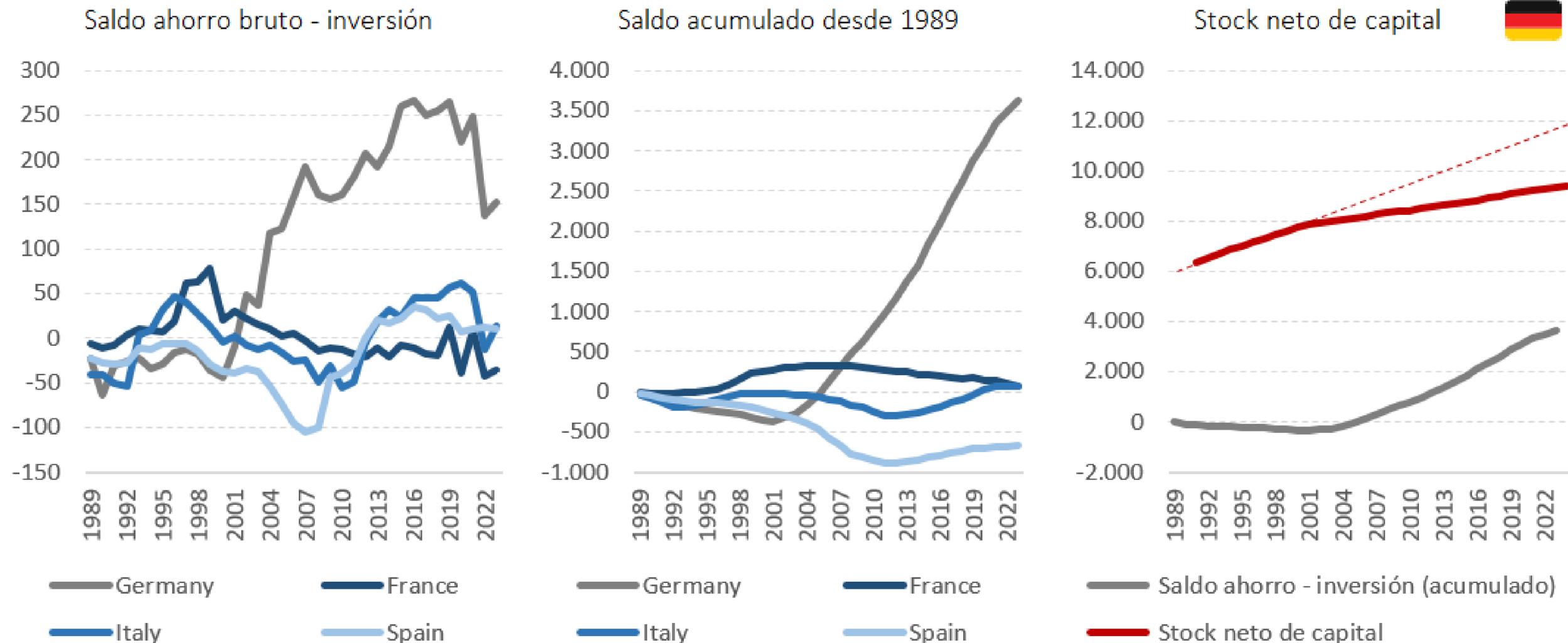


Fuente: AMECO @dfuentescaastro

DÉFICIT INVERSOR Y STOCK DE CAPITAL

... ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DE 2008

Ahorro e inversión en Alemania (1989-2023)



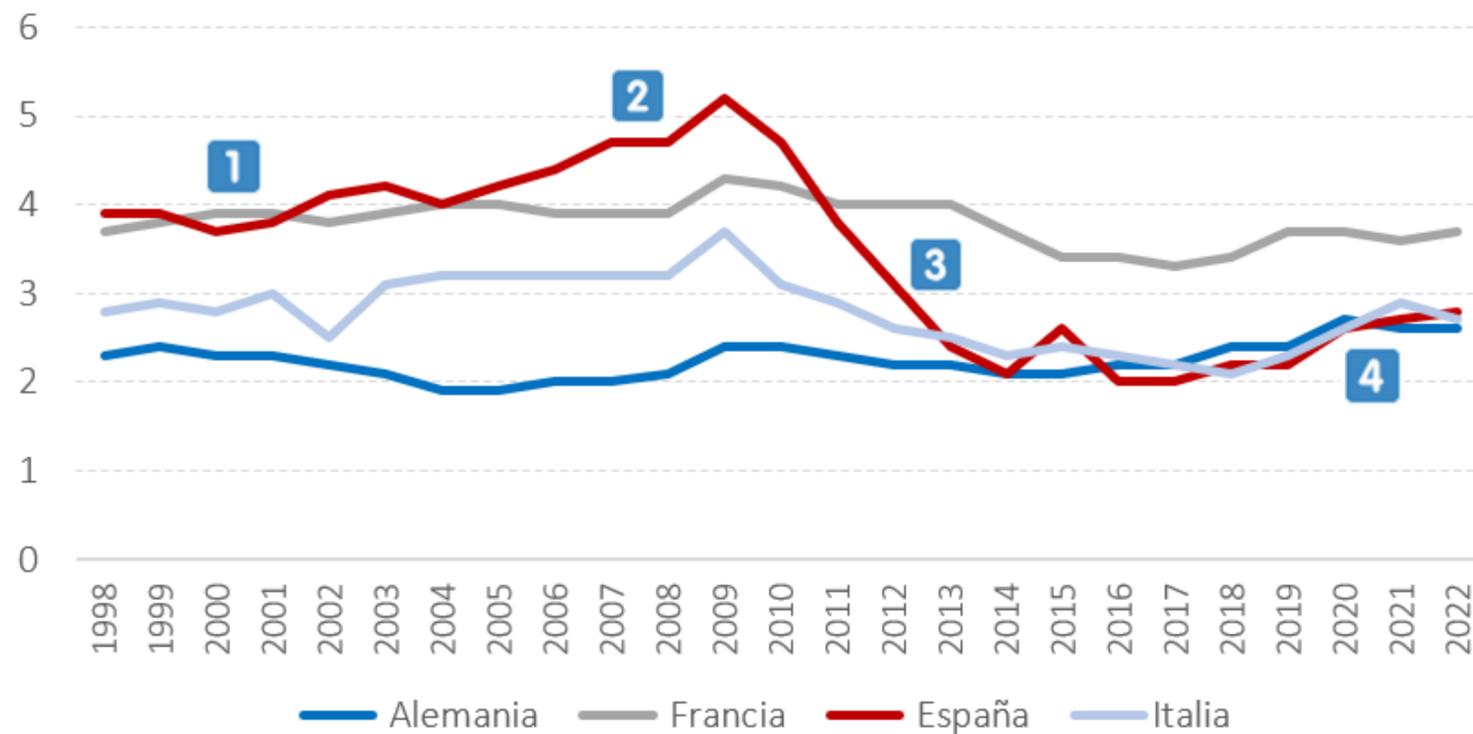
Unidad: Miles de millones de euros a precios constantes

Fuente: elaboración propia a partir de 'WEO database' (FMI) y AMECO

DÉFICIT INVERSOR Y STOCK DE CAPITAL

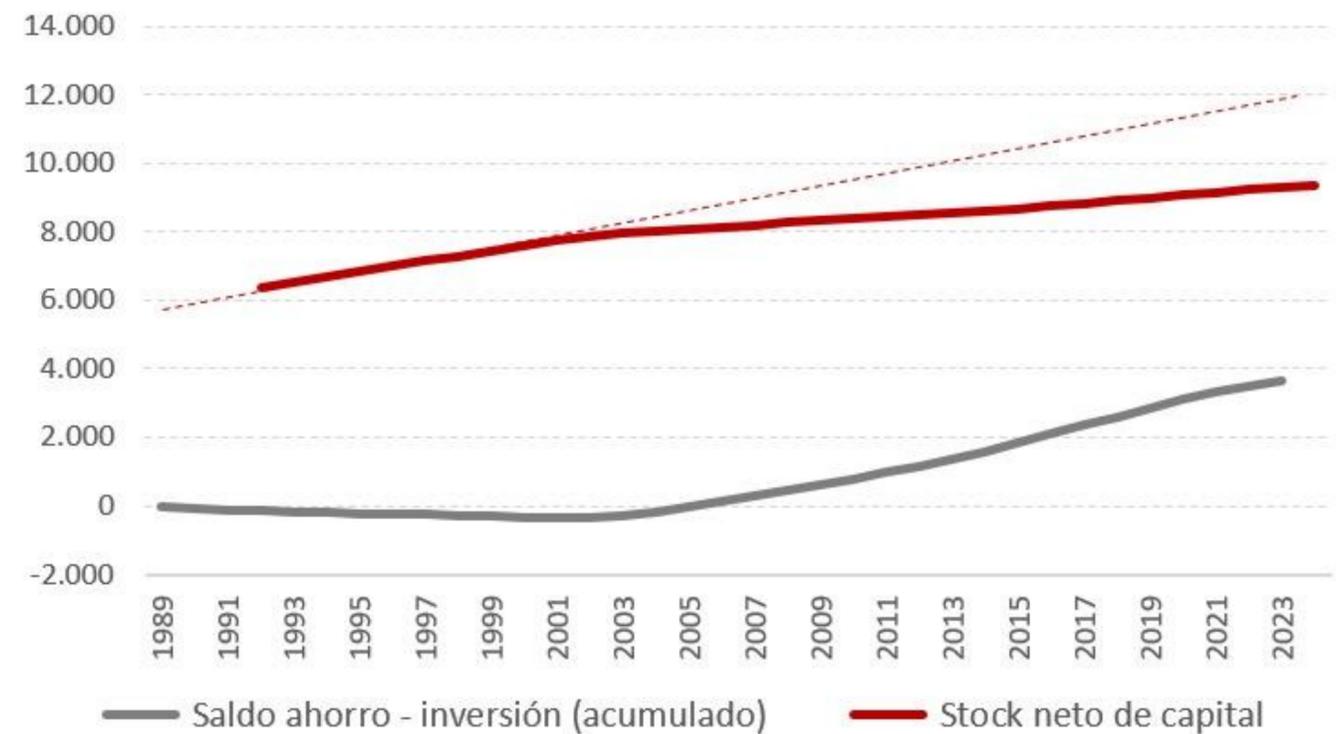
... ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DE 2008

Inversión pública en Alemania, Francia y España
%PIB



Fuente: Eurostat @dfuentescaastro

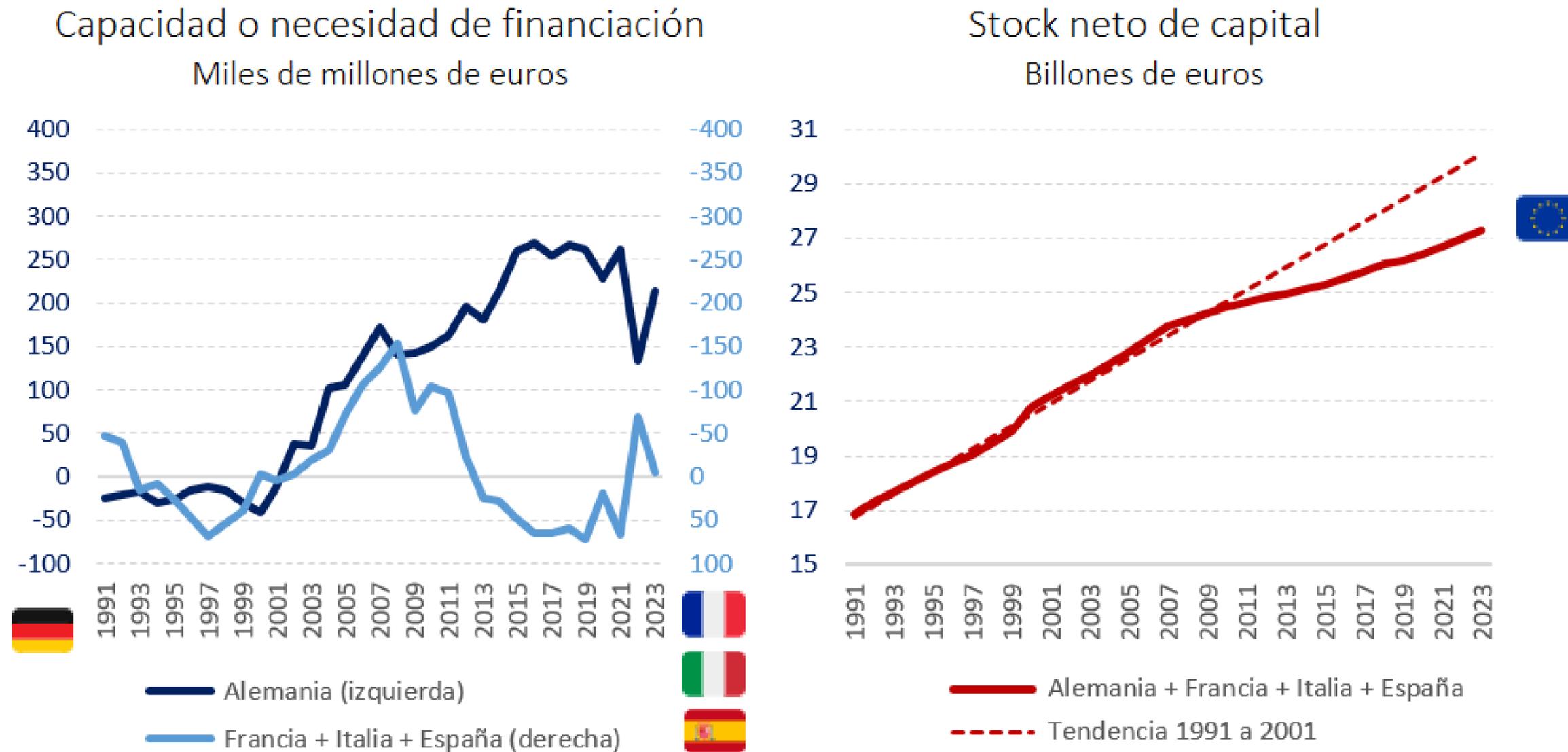
Stock neto de capital en Alemania
Miles de millones de euros constantes



Fuente: WEO FMI, AMECO @dfuentescaastro

DÉFICIT INVERSOR Y STOCK DE CAPITAL

... ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DE 2008



Fuente: AMECO

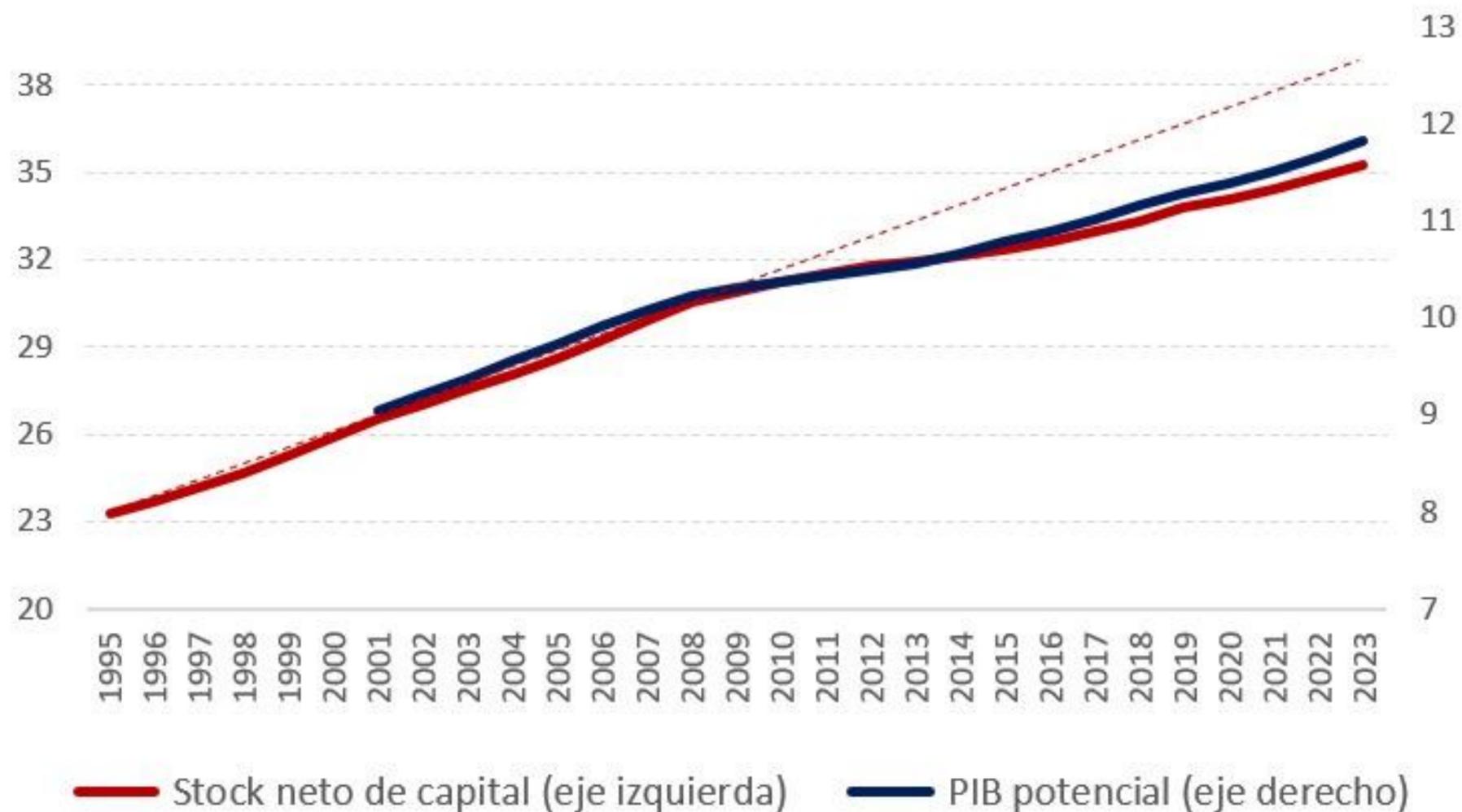
DÉFICIT INVERSOR Y STOCK DE CAPITAL

... ANTES Y DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL DE 2008



Stock neto de capital y PIB potencial en la eurozona

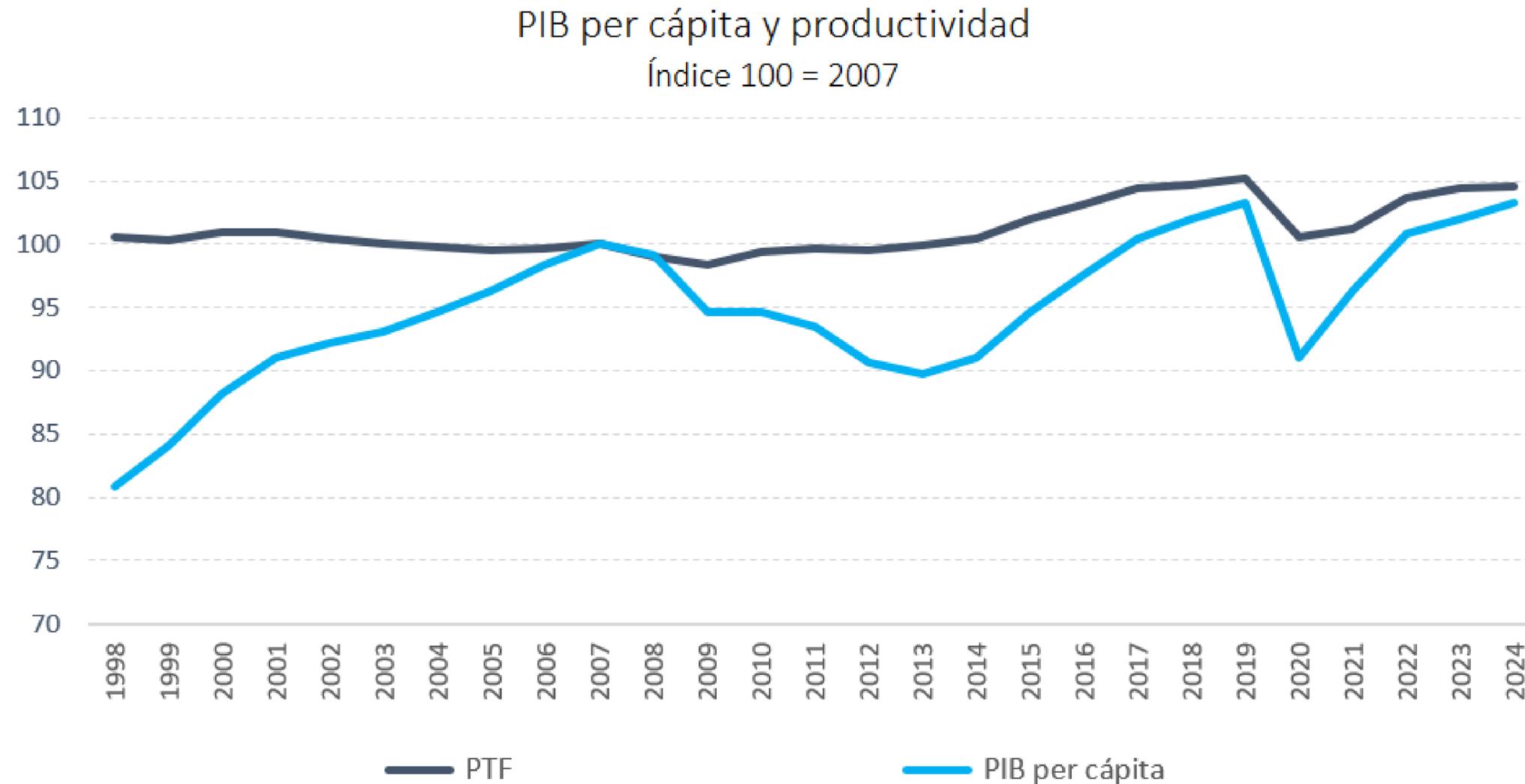
Billones de euros constantes



Fuente: AMECO @dfuentescastro

PRODUCTIVIDAD Y PIB PER CÁPITA

... DÉFICIT INVERSOR, ESTANCAMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD



Fuente: AMECO @dfuentescastro

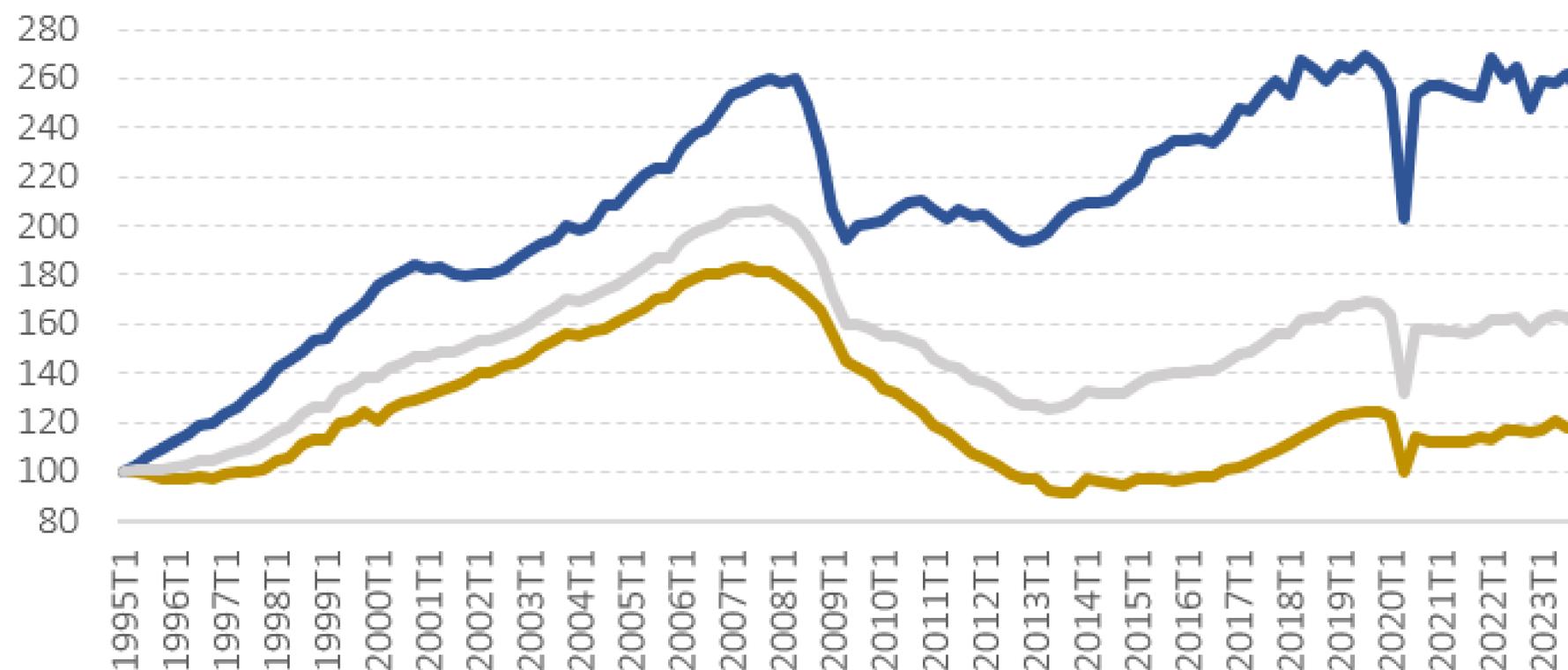
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN ESPAÑA



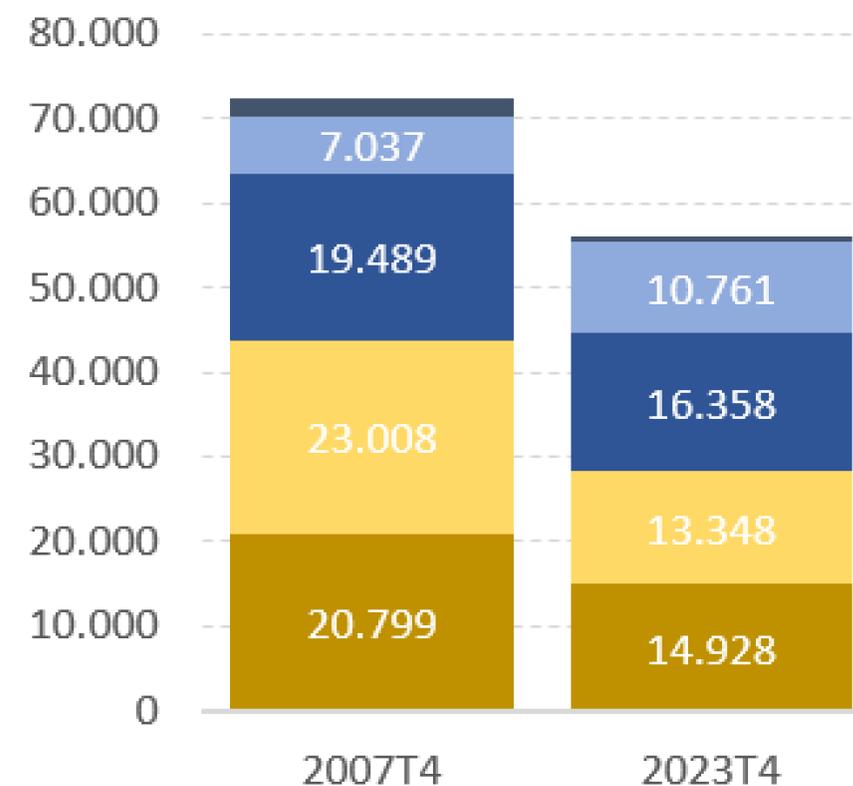
Evolución de la inversión real en España , 1995 - 2023

Índice 100 = 1995

Millones a precios constantes



- Vivienda y otra construcción
- Maquinaria y propiedad intelectual
- Inversión total



Fuente: INE @dfuentescaastro

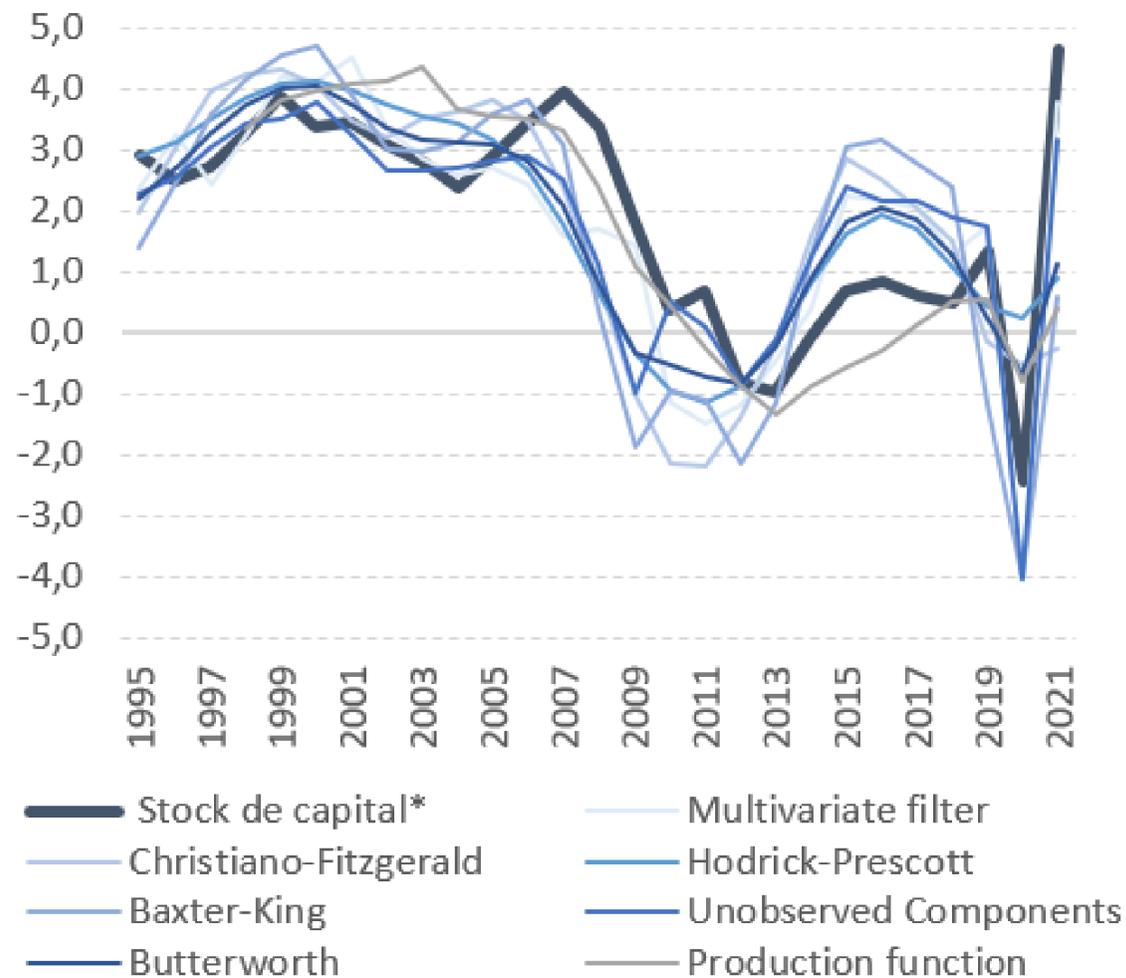
CAPITAL, PIB POTENCIAL Y PIB PER CÁPITA

... MENOS INVERSIÓN, 'MENOS' STOCK, MENOS PRODUCTIVIDAD, MENOS RENTA PC



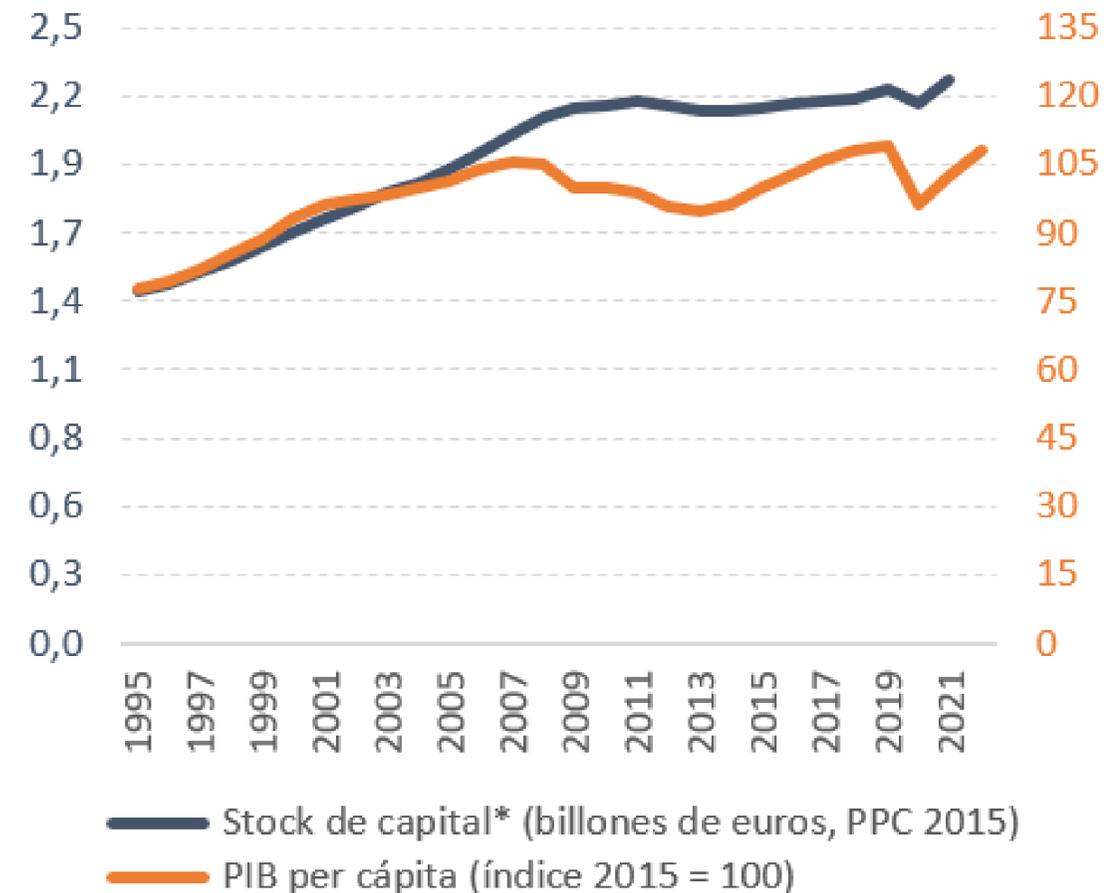
Stock de capital productivo y PIB potencial

% anual



Stock de capital productivo y PIB per cápita

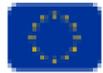
Precios constantes (base 2015)



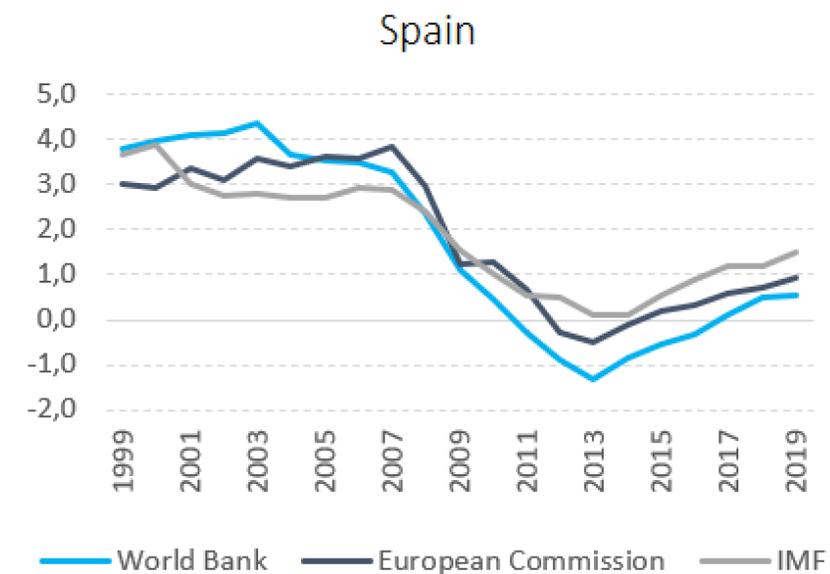
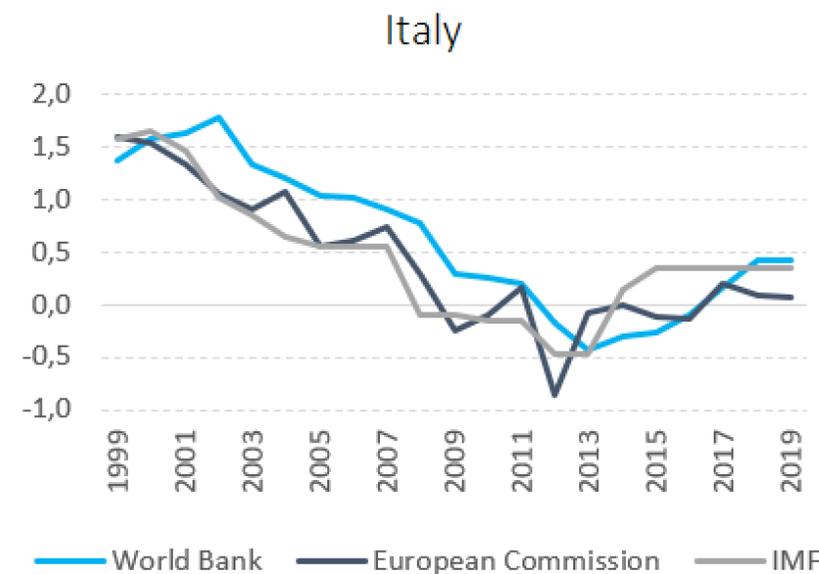
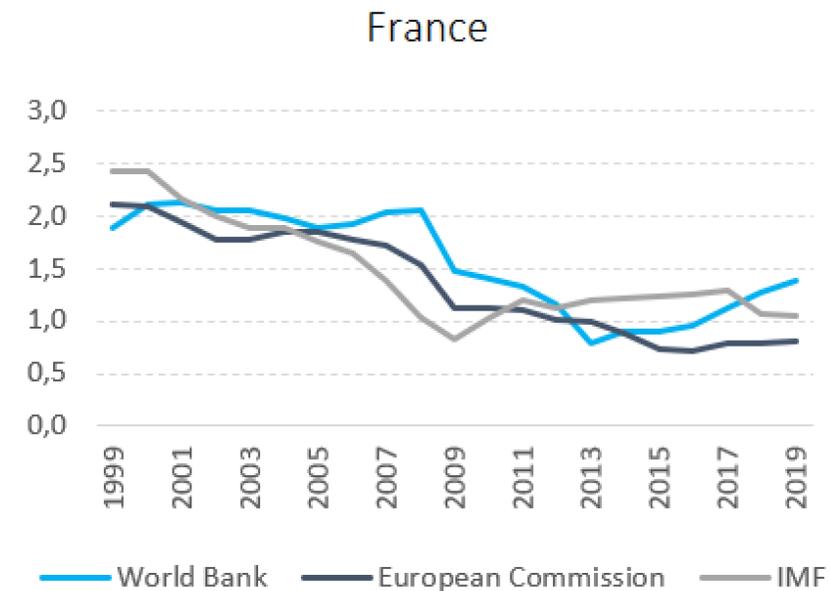
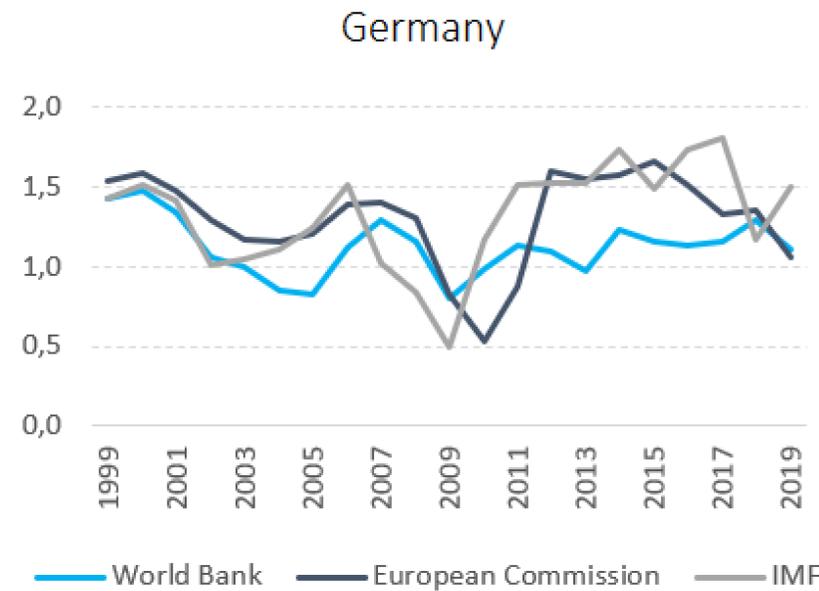
*A partir del 'stock de capital productivo por ocupado en PPC de 2015' (BdE) y el empleo CNE

Fuente: Banco de España, Banco Mundial, AMECO @dfuentescaastro

CRECIMIENTO POTENCIAL EN EUROPA



Potential GDP growth (%): Production Function Approach



Source: @dfuentescaastro from WB Database, AMECO, IMF WEO

SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

... EL DILEMA DE SOPLAR Y SORBER

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

1. Contener el déficit primario estructural (G_t, T_t)
2. Y estimular g (o descolgarse de EEUU, China, India, etc.)
 - ... dado B_{t-1}/Y_{t-1} elevado y r 'incierto'
 - ... en un contexto de influencia geopolítica menguante.

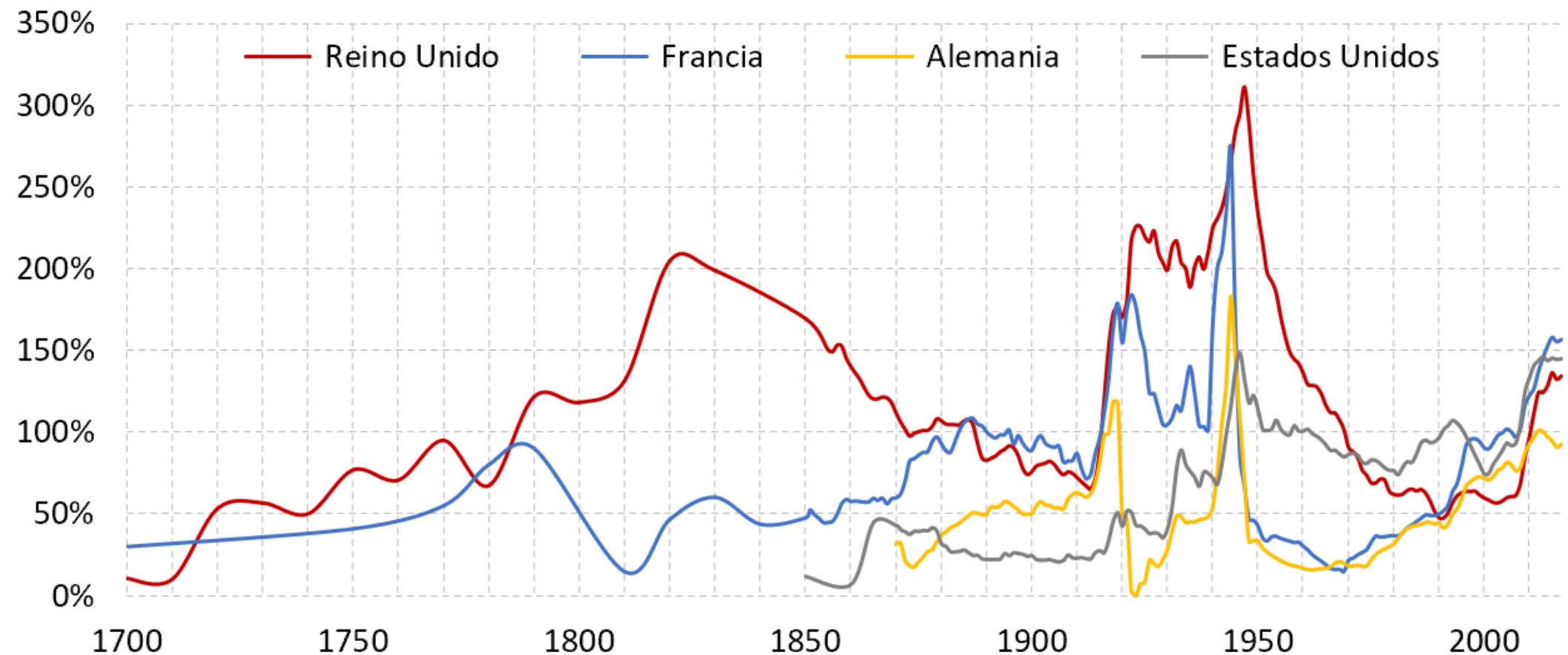
RESPUESTA A EPISODIOS HISTÓRICOS DE DEUDA

... ACUMULACIÓN DE SUPERAVITS, CRECIMIENTO, INFLACIÓN, IMPUESTOS (K), PERENNIZAR, QUITAS

Evolución histórica de la deuda pública, 1700-2017
(% RNB)

EPISODIOS HISTÓRICOS

- 1  Francia 1797: impago.
- 2  UK 1815-1914: acumulación de superávits primarios
- 3  Alemania 1919: anulación
- 4  Alemania, Francia y Reino Unido 1945: inflación, impuestos y anulación.



Fuente: Capital e ideología (Piketty, 2019)

CONTRIBUCIONES EN PRENSA

Hablemos de deuda

DANIEL FUENTES

Aunque no sea deseada, es posiblemente la menos dañina de las variables de ajuste ante eventos como los vividos en estos años. Imaginemos qué habría sido de la economía española sin esta válvula de escape

En algún momento, Europa deberá sentarse a hablar de la deuda pública acumulada en los últimos lustros, tras los estragos causados por la crisis financiera internacional de 2008, la crisis del euro de 2012, la pandemia de 2020 y el actual shock de precios energéticos y alimentarios.

A esa cita del día después deberíamos llegar con la cuestión de las reglas fiscales europeas resuelta. Dichas reglas, de las cuales conocemos ya una primera propuesta, deben contribuir a racionalizar los ejercicios presupuestarios y, en casos como el español, a contener la hemorragia que suponen los déficits primarios persistentes.

A pesar de que la propuesta de la Comisión mantiene los criterios del 3% de déficit y del 60% de deuda, las diferencias con el marco hasta ahora vigente, en suspenso desde 2020, son significativas.

En primer lugar, se propone simplificar las normas a favor de una regla de *gasto primario neto* (que excluye el pago de intereses de la deuda y el gasto en prestaciones por desempleo) y en detrimento del criterio de *deficit estructural*, cuya estimación ha sido objeto de controversia durante años.

En segundo lugar, se ganaría flexibilidad: la Comisión plantea sendas de ajuste a cuatro años, extensibles a siete, en función de la situación de cada país, con la finalidad de no penalizar la inversión y el crecimiento de la economía.

Y en tercer lugar, se pretende una mejora del control, por medio de sanciones más realistas y reforzando el papel supervisor de las autoridades fiscales independientes —Airef, en el caso de España—.

En esencia, es una propuesta posible y pragmática, que trata de conciliar crecimiento económico y sostenibilidad fiscal, pero poco ambiciosa. El punto débil de la propuesta es que, aunque estas normas pueden contribuir a corregir el presente (déficit presupuestario), difícilmente bastarán para corregir el pasado (deuda acumulada) y tampoco nos pondrán al abrigo de accidentes como los vividos en los últimos 15 años. Es poco probable que una senda de ajuste presupuestario, por benevolente y voluntario que sea, vaya a ser suficiente para conducir las actuales ratios de deuda hasta el 60% del PIB fijadas en el Tratado de Maastricht. De hecho, la propia propuesta de la Comisión suprime el criterio 1/20 para la senda de reducción de la ratio de deuda. Recordemos que la deuda de los países que hoy forman la eurozona nunca ha estado en ese nivel objetivo (su mínimo fue el 66% del PIB en 2007 y su máximo el 99% en 2020; actualmente se sitúa en el 97%).

Para lograr algo así harían falta al menos dos décadas consecutivas de vientos favorables: crecimiento elevado, inflación adecuada, tipos de interés reducidos y superávit primario significativo. Nadie sabe cómo va a ser el mundo en los próximos 20 años, pero es razonable pensar que los países de la eurozona van a tener que afrontar en ese tiempo reformas estructurales, recesiones y otros imprevistos (consciente de ello, la Comi-

sión propone mantener la cláusula de escape).

Aunque sea difícil de admitir en una cultura calvinista, la deuda pública no es el resultado de un ejercicio voluntarista de contabilidad nacional. ¡Ojalá bastase con presupuestar ingresos y gastos en la dirección adecuada! El entorno macroeconómico determina la evolución de la deuda tanto o más que el superávit o déficit primario; y en concreto, el crecimiento del PIB, la inflación, las condiciones financieras y el comportamiento cíclico de los ingresos y el gasto en protección social.

Todo lo anterior aconsejaría un acuerdo europeo sobre la deuda, complementario a la reforma de las normas fiscales. Puede que no se den ahora mismo las condiciones para abordar un acuerdo de ese tipo, pero, antes o después, la racionalidad conducirá a estudiar otras fórmulas que permitan reducir la deuda. Es probable que una parte se perennice en el balance del BCE. Soluciones técnicas de este tipo, y otras más osadas, se han adoptado en el pasado y esta vez no será diferente. La Historia económica está ahí para recordárnoslo.

Ojalá en el futuro se desarrolle una capacidad fiscal común que sirva de estabilizador a la economía de la eurozona. Sería deseable. Mientras eso ocurre, no está de más reflexionar sobre la racionalidad del endeudamiento público. ¿Qué es, concretamente, lo que la deuda de hoy supone a las generaciones futuras?

EL ROTO



Es aconsejable un acuerdo europeo sobre la deuda, complementario a la reforma de las normas fiscales

La respuesta inmediata es que la deuda supone una carga que legamos a las generaciones futuras al igual que ocurre con los intereses de la deuda que soportamos los contribuyentes de hoy y que tienen su origen en el pasado.

Sin duda, eso es cierto, pero no es todo. A diferencia de las personas físicas, los Estados tienen una longevidad permanente, lo cual les habilita para refinanciar su deuda de manera sistemática, a condición de ser solventes y creíbles. Así, satisfacen los intereses de la deuda pública en tiempo y forma, y cuando un préstamo llega a su vencimiento lo saldan con una nueva emisión de deuda. De esta manera, la carga resultante son los intereses, no el principal de la deuda. Esto significa, en el caso concreto de España, que una deuda del 118% del PIB le supone al contribuyente un coste del 2,2% del PIB anual.

Ese 2,2% son, actualmente, unos 26.000 millones de euros, un volumen más que considerable, si bien muy lejos de los 1,4 billones del total de deuda. Por eso, cuando se afirma que estamos dejando a nuestros hijos o nietos una carga insoportable, no es exactamente así. De hecho, está en mínimos.

En todo caso, esa carga debe ser asumible y, sobre todo, sostenible: porque esos 26.000 millones son recursos que no estamos destinando a otras necesidades de gasto —o a reducir ingresos—, y porque esa cantidad puede incrementarse en función del entorno económico, un riesgo que es mayor cuanto mayor es el volumen de deuda acumulada. De hecho, es muy probable que la carga de interés se aumente en los próximos años, aunque no de manera inmediata ni dramática, dada la normalización de los tipos de interés a la que estamos asistiendo tras una década de excepcionalidad. Nuevamente, son las condiciones macroeconómicas, los mercados financieros y los acreedores quienes tienen la última palabra.

Asimismo, conviene no olvidar que, aunque no sea deseada, la deuda pública es posiblemente la menos dañina de las variables de ajuste ante eventos como los vividos en los últimos años. Si nos parece que la economía española todavía está convaleciente de las últimas crisis, imaginemos qué habría sucedido sin esta válvula de escape que ha permitido, aun con todas sus deficiencias, mantener la cohesión social y sostener el tejido productivo en momentos singularmente adversos.

En cierto modo, el coste de los intereses de la deuda se asemeja al pago de un seguro de riesgo ante eventos sistémicos. Por otra parte, ¿no es razonable que el coste de determinadas inversiones e infraestructuras físicas y sociales que van a beneficiar a más de una generación de contribuyentes se reparta en el tiempo? ¿Qué país dejaríamos en herencia si no fuera por la deuda pública? ¿Es un coste excesivo en comparación con el beneficio que aporta? Sin duda, es necesario reducirla, pero a menudo se nos olvida que la deuda pública, como la privada, tiene su razón de ser.

Daniel Fuentes Castro es profesor de Economía en la Universidad de Alcalá (Madrid) y director de KREAB Research.

Mirar hacia atrás, vivir hacia delante

DANIEL FUENTES

Ni España ni Europa están condenadas a padecer “el fin de la abundancia”, pero sí se necesita poner en marcha un proyecto común que reduzca el temor de las sociedades europeas a nuevas crisis

La renta per cápita en la España de 1992, la de los Juegos Olímpicos de Barcelona, la Exposición Universal de Sevilla y la conmemoración del V Centenario, era de 17.201 euros por habitante (cifras del Banco de España a precios constantes de 2010, corregido el efecto de la inflación). Las personas nacidas ese año no conservan, obviamente, ningún recuerdo de la breve recesión de 1993. Su infancia se desarrolló, en promedio, en un entorno de progreso económico. Cuando cumplieron la edad de 15 años, en 2007, la renta per cápita se había incrementado casi un 40%, alcanzando un máximo histórico de 23.953 euros, el 96,8% de la media europea.

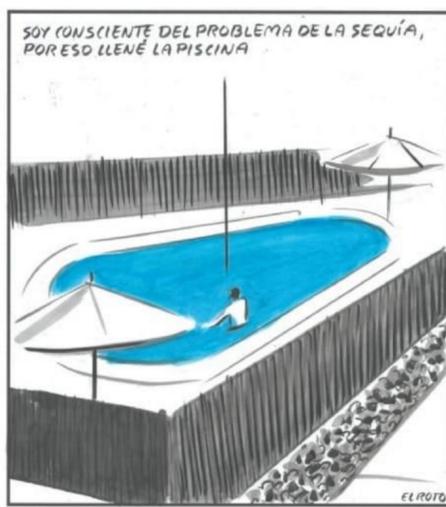
En 2008, año en que cumplieron la edad mínima legal para trabajar, estalló la mayor crisis financiera registrada desde 1929, que en España adoptó la forma de una enorme burbuja inmobiliaria. Luego vino la crisis del euro, la austeridad, una costosa recuperación y, en 2020, una pandemia que retrotrajo la memoria colectiva a 1918, seguida en 2022 de la invasión rusa de Ucrania y a un shock de precios energéticos (momento comparable a los de 1973 y 1979). Como resultado, cuando esa generación cumplió 30 años, en 2022, la renta per cápita española, tras haberse hundido un 10% entre 2007 y 2013, seguía siendo prácticamente la misma que cuando tenían 15 años, y ya solo representaba el 79,2% de la media europea.

Entre los 16 y los 30 años, la etapa de la vida en la que se toman decisiones determinantes sobre estudios, emancipación, vivienda y familia, la experiencia vital de toda una generación (la cohorte de 1992 se toma aquí a título ilustrativo) ha sido de adaptación continua a situaciones de crisis. Desde este punto de vista, no es exagerado afirmar que el malestar latente desde 2008 tiene una dimensión histórica.

Es cierto que los niveles de renta per cápita al nacer no admiten comparación con generaciones precedentes: 4.112 euros en 1932, 6.137 euros en 1962 y 17.201 euros en 1992. El problema es que nadie evalúa sus circunstancias de acuerdo con un pasado abstracto, sino en relación con su experiencia vital, quizás comparándose con la generación inmediatamente anterior pero, sobre todo, con sus expectativas de futuro. Christine Lagarde aludía a esta idea en su reciente intervención en el simposio de Jackson Hole, citando al filósofo Søren Kierkegaard: “La vida sólo puede ser entendida mirando hacia atrás, pero tiene que ser vivida hacia delante”. Y la comparación es elocuente: para la generación nacida en 1992, el aumento de la renta per cápita experimentado entre los 15 y los 30 años de edad apenas ha sido el 2%, mientras que para los nacidos en 1962 fue del 50% y del 73% para los nacidos en 1932. Guerra Civil mediante.

Sobre el papel, la evolución de la renta per cápita en el largo plazo no se explica sin el comportamiento de la productividad. Caben aquí dos aproximaciones complementarias a la cuestión. En primer lugar, la que señala a las sucesivas crisis como la causa del dete-

EL ROTO



Daniel Fuentes es profesor de Economía en la Universidad de Alcalá (Madrid) y director de KREAB Research.



Aunque Europa fue avanzada de la educación, la ciencia y la innovación, hace lustros que ese liderazgo está disputado

rioro de la productividad, que habría arrastrado consigo a la renta per cápita (esto explicaría el impacto diferencial en economías como la española). Desde 2008, una multitud de actores económicos ha tenido que priorizar las urgencias de corto plazo frente a decisiones de naturaleza estructural, lo cual necesariamente ha alterado la asignación de recursos que habría resultado de un escenario de normalidad económica. La pérdida de crecimiento potencial en la eurozona, precisamente a partir de ese año, así lo sugiere.

Sin embargo, una segunda explicación apunta a causas más de fondo, que afectarían a los determinantes teóricos de la productividad agregada: sin ser exhaustivos, a los recursos naturales disponibles (el medio ambiente, en sentido amplio), a la acumulación de capital físico (infraestructuras e inversión productiva), al estado de la tecnología, a la cualificación de los trabajadores y, en general, a la propia eficiencia del tejido empresarial.

En este sentido, la invasión rusa de Ucrania no ha hecho sino poner de manifiesto la vulnerabilidad europea en la geopolítica de los hidrocarburos y la energía. Si a eso se añade la escasez de las llamadas tierras raras, que nos hacen dependientes del resto del mundo, junto a la necesidad imperiosa de prevenir y mitigar los efectos del calentamiento global, parece claro que (en el estado actual de las cosas) el factor natural no

supone para Europa una ventaja competitiva.

En cuanto a la acumulación de capital físico, con una herencia secular que tiene sus raíces en la revolución industrial, es evidente que ha perdido tracción en países como España e Italia, pero también en la propia Alemania, cuyo stock neto de capital productivo muestra un acusado cambio de tendencia desde comienzos de siglo. No es objeto de este artículo, pero el déficit inversor alemán (o exceso de ahorro) es uno de los desequilibrios macroeconómicos en el origen de la burbuja inmobiliaria española.

Aunque Europa fue durante mucho tiempo avanzada de la educación, la ciencia y la innovación, hace lustros que ese liderazgo está disputado. Es un hecho que hemos perdido el paso en el mundo digital y en la inteligencia artificial, cuyas normas se dictan en Estados Unidos y en China. Sigue habiendo en Europa ciencia de excelencia, universidades y escuelas de negocios de primer nivel y gigantes empresariales de talla mundial, pero el epicentro de la ciencia y de la innovación tecnológica y empresarial hay que buscarlo en China, la India y el sudeste asiático, y en unos EE.UU. que miran cada vez más al Pacífico y menos al Atlántico.

A todo lo anterior se suma la explosión de la deuda pública en los últimos 15 años, gracias a la cual (conviene recordarlo) se han evitado males mayores. El dilema es que Europa necesita, por una parte, reducir sus ratios de endeudamiento y eliminar cualquier sombra de duda sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas y, por otra, poner los medios y movilizar los recursos necesarios para dinamizar una productividad exangüe.

Ahora mismo, una vuelta a las políticas fiscales de 2010-2013 estrangularía la productividad, restaría peso a la posición de la UE en el mundo, sería explosiva para la cohesión social y probablemente no conseguiría reducir la deuda, como no lo hizo en su momento.

La respuesta al dilema pasa por dotarse de soluciones financieras propias (una capacidad de financiación común permanente, a partir de la experiencia mejorada de los Fondos Next Generation, una reforma de la gobernanza económica de la Unión (eliminación de la regla de unanimidad), un sector público dinamizador (capaz de asumir riesgos), y una colaboración público-privada eficiente, competitiva y justa. Y todo ello en tres frentes: energía, descarbonización y medio ambiente; ciencia, tecnología y digitalización; y educación y formación.

Ni España ni Europa están condenadas a vivir “el fin de la abundancia”, en expresión acuñada por el presidente francés Emmanuel Macron. Pero sí se necesita poner en marcha un proyecto común que reduzca el temor de las sociedades europeas a nuevas crisis financieras, sanitarias, climáticas, tecnológicas, geopolíticas, identitarias, etcétera. Empezando por fortalecer las bases del progreso económico que, esta vez sí, se exige que sea sostenible y justo.

Daniel Fuentes es profesor de Economía en la Universidad de Alcalá (Madrid) y director de KREAB Research.

El freno alemán

DANIEL FUENTES CASTRO

La inversión en la eurozona no ha crecido lo suficiente en estos años, al menos no como en otras áreas económicas, y desde luego no en sectores estratégicos como las energías verdes o la transformación digital

Si hubiera que elaborar un estado de la cuestión de los desequilibrios macroeconómicos de la eurozona, dejando de lado por un momento las urgencias de corto plazo, es bastante probable que todas las miradas apuntasen al débil endeudamiento público y al débil crecimiento potencial, como se denomina al crecimiento teórico del PIB que mantiene la inflación y la tasa de desempleo en sus respectivos niveles de equilibrio.

El endeudamiento público es preocupante porque está en máximos históricos, en un contexto de tipos de interés elevados, con las normas fiscales europeas todavía en suspenso desde la pandemia y en un momento en el que es necesario financiar inversiones estratégicas que no admiten más demora: energía, descarbonización, digitalización, defensa, etcétera.

La otra gran preocupación de la eurozona es su débil crecimiento potencial: 1,2% en el promedio de los últimos 20 años frente al 2% en Estados Unidos, según el Banco Mundial. La diferencia puede parecer pequeña, pero 0,8 puntos de crecimiento potencial durante 20 años suponen una brecha de renta de unos 17 puntos entre un área y otra (de hecho, el PIB real al otro lado del Atlántico ha crecido en este tiempo casi un 23% más que en Europa, por encima incluso de su PIB potencial).

Ambas cuestiones, elevado endeudamiento público y débil crecimiento potencial, son en gran medida cicatrices de las crisis vividas en los últimos 15 años. La cuestión es por qué esas cicatrices son más visibles en Europa que, por ejemplo, en Estados Unidos.

La explicación no tiene una única respuesta. Pero hay, entre otros, dos elementos idiosincráticos que deben tenerse en cuenta. El primero son los errores de política económica cometidos en Europa en los años inmediatamente posteriores a la crisis de 2008, sobre los cuales he escrito en otras ocasiones y que aquí me limitaré a recordar: una respuesta monetaria tardía y una política fiscal procíclica que, restringiendo el papel corrector del sector público, empeoró la situación. El segundo elemento, sobre el que si me extenderé, es el déficit de inversión en el que ha incurrido la eurozona a instancias de la economía alemana, un fenómeno que no es en absoluto ajeno a la burbuja inmobiliaria de principios de siglo, a la crisis financiera, a los años de austeridad y a la debilidad de las proyecciones económicas actuales.

Pensemos en una economía que exporta bienes y servicios al resto del mundo por un valor muy superior a sus importaciones. ¿Qué debe hacer con el superávit exterior? Puede financiar inversión privada (reversión empresarial), o gasto público (a través de la recaudación que genera la actividad económica en el sector), o estimular el consumo de los hogares (a través de mayores sueldos y salarios). También puede, complementariamente a todo lo anterior, acumular parte del superávit exterior en forma de ahorro. Es en este último punto donde las cosas pueden torcerse, si el ahorro excede con mucho al resto de alternativas y lo hace de manera

EL ROTO



Daniel Fuentes Castro es profesor de Economía en la Universidad de Alcalá (Madrid) y director de KREAB Research.



El elevado endeudamiento público y el débil crecimiento potencial son cicatrices de las crisis de los últimos 15 años

magnitud, parte de ese enorme saldo exterior se transformó en flujos de ahorro circulando por las venas del sistema financiero europeo en busca de rentabilidad. Entre 2002 y 2008, ese flujo contribuyó a alimentar una colosal burbuja inmobiliaria en distintas economías, entre las cuales la española (donde encontré condiciones sistémicas: liberalización del suelo, regulación laxa, supervisión deficiente, diferencial de inflación, aumento de la renta de los hogares, demanda de segunda residencia, etcétera). Si esos años se caracterizaron por el furor especulativo, los que siguieron al estallido de la burbuja lo fueron por la insuficiente inversión productiva, tanto en el sector empresarial europeo (lastrado a consecuencia de la crisis financiera) como en el propio sector público alemán (se trata del Estado miembro de la UE que menos ha invertido en lo que llevamos de siglo: el 2,2% del PIB frente a una media anual del 3,2% en el resto de la Unión).

Como resultado de todo lo anterior, la inversión en la eurozona no ha crecido lo suficiente en estos años; al menos no como en otras áreas económicas, y desde luego no en sectores estratégicos como las energías verdes o la transformación digital. Actualmente, el valor del capital productivo de Alemania, Francia, Italia y España, conjuntamente, es entre dos y tres billones de euros inferior al que sería esperable de acuerdo con la tendencia inversora previa a la crisis financiera de principios de siglo. No es de extrañar, pues, el declive del crecimiento potencial de la economía europea.

El elefante en la habitación de la eurozona ha sido el exceso de ahorro alemán. No es algo intuitivo, pero un fundamento básico de la economía internacional dice que el ahorro privado neto (lo que queda a las empresas y los hogares después de consumir e invertir) es igual al déficit público más el superávit exterior. Una variación de cualquiera de estas tres magnitudes se transmite de manera mecánica a las otras dos, como vasos comunicantes. Prueba de ello es que el propio Ejecutivo alemán, ante el deterioro del contexto internacional, ha vuelto a verse obligado a suspender el límite de endeudamiento que impone su propia Constitución. Y no será por falta de voluntad política, en la tradición hacendatista germana y con un ministro liberal al frente de las finanzas públicas.

En definitiva, en cuanto se refiere a las normas fiscales europeas y al crecimiento potencial de la eurozona, es fundamental tener en cuenta que mientras no existan mecanismos estabilizadores que puedan prevenir o amortiguar desequilibrios entre el ahorro y la inversión a escala europea, cualquier objetivo de déficit o deuda pública nacional quedará al arbitrio de lo que ocurra en ámbitos ajenos al estrictamente presupuestario, con el agravante político de que cualquier desviación sea interpretada en términos de riesgo moral, y sin opción alguna de separar lo verdaderamente estructural de lo meramente hacendístico. Es la gran reforma pendiente de la Unión.

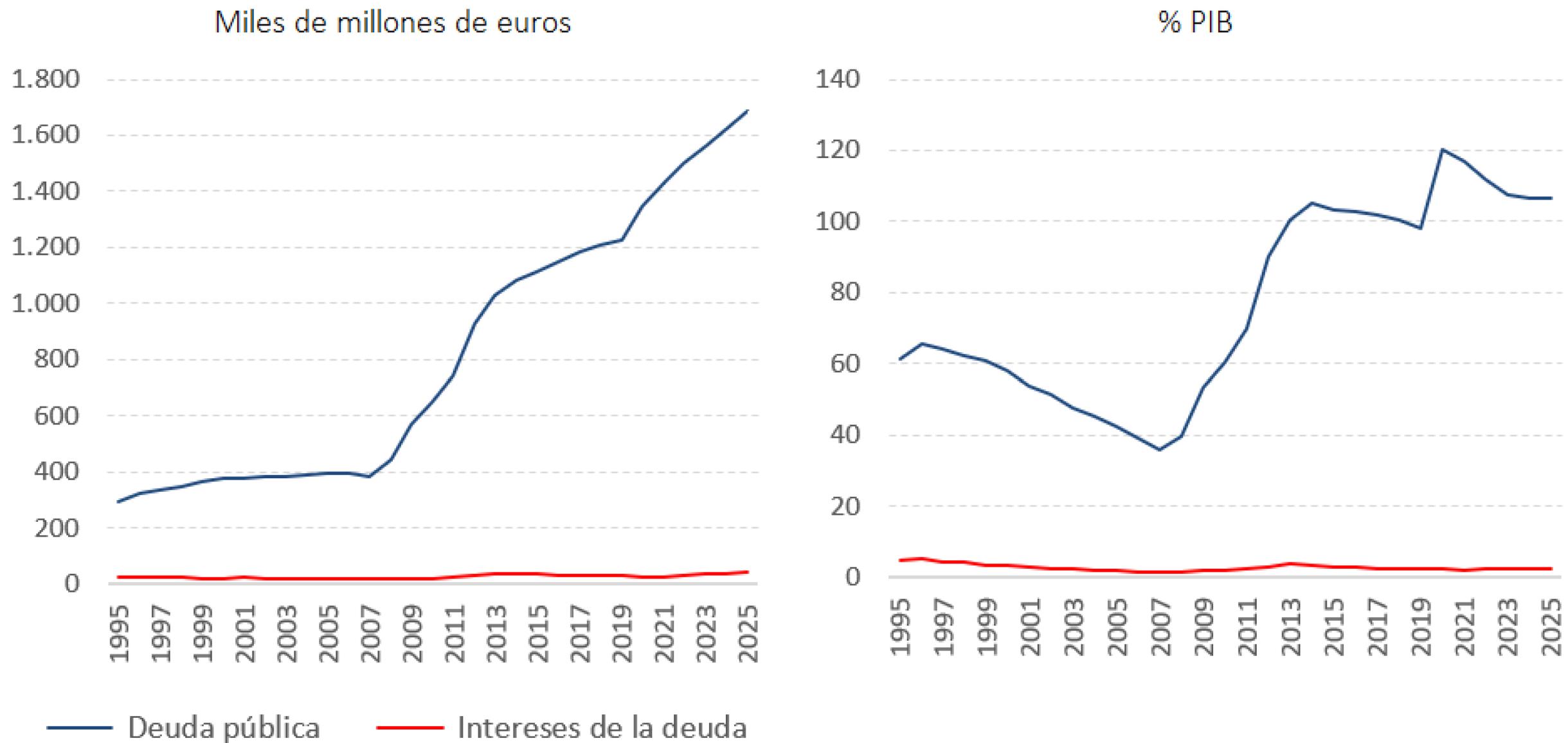
Daniel Fuentes Castro es profesor de Economía en la Universidad de Alcalá (Madrid) y director de KREAB Research.

**GRACIAS por
su atención**

ANEXOS

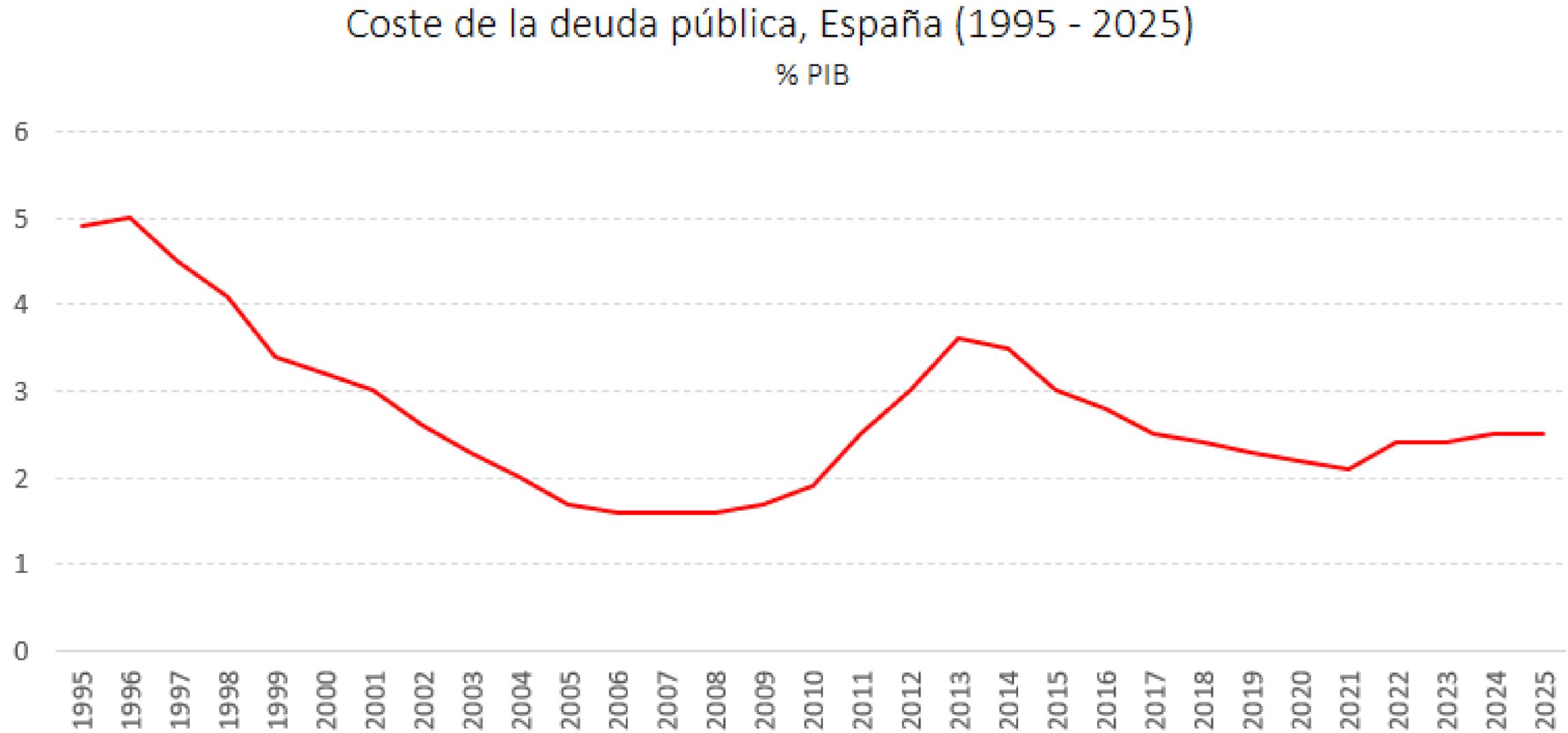
DEUDA PÚBLICA

Coste de la deuda pública, España (1995 - 2025)



Fuente: AMECO

COSTE DE LA DEUDA



Fuente: AMECO