

**El coste de la inseguridad jurídica:
efectos de los impagos a las
energías renovables en España**

DOCUMENTO DE TRABAJO

Resumen

En este trabajo se han analizado las consecuencias económicas y financieras derivadas de la inseguridad jurídica generadas por las políticas energéticas españolas, especialmente en el ámbito de las energías renovables. El estudio se centra en el impacto de los cambios en la regulación y los impactos de la retirada retroactiva de las primas concedidas a los productores de energía renovable, escenario que ha llevado a múltiples litigios y un marcado deterioro en la reputación internacional de España. El *default* técnico invocado en abril de 2023 por los acreedores ha motivado un encarecimiento de 2.100 millones de euros en los intereses abonados por el Tesoro en las subastas de deuda pública, cifra que ascenderá a 4.943 millones si la situación continúa hasta finales de 2024. Por otro lado, el repunte de los costes de financiación afecta negativamente al PIB, reduciéndolo en 2.560 millones en 2023 y en 4.780 millones en 2024, de modo que el impacto macroeconómico sitúa el daño adicional provocado por esta circunstancia en el entorno de los 7.340 millones de euros.

Palabras clave: energía renovable, primas renovables, inseguridad jurídica, default técnico, Reino de España

1. España, país incumplidor.

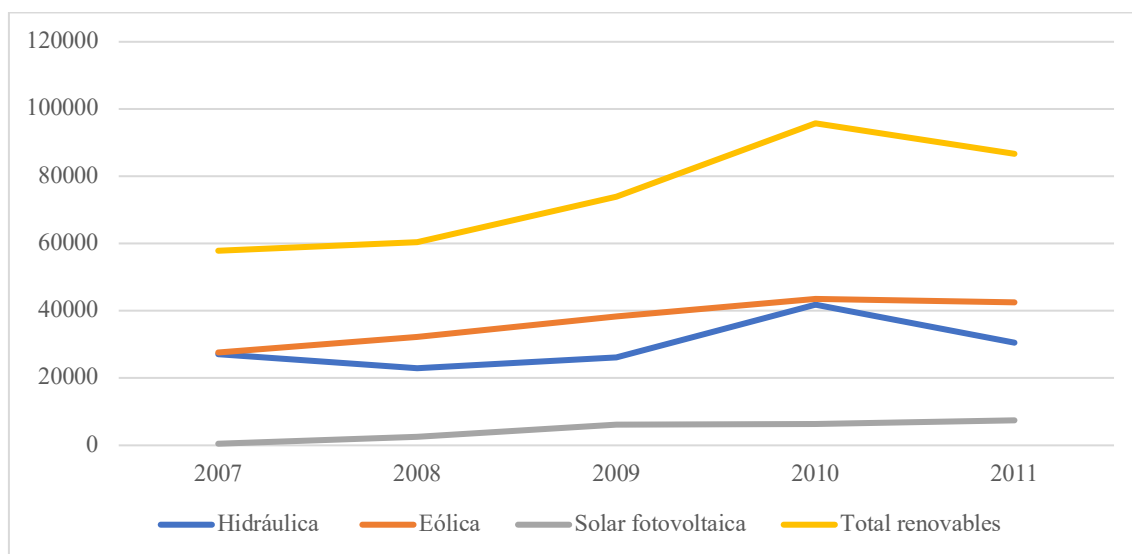
A lo largo de las últimas décadas, los sucesivos gobiernos españoles han promovido la generación de energía eléctrica a través de tecnologías renovables. Esta motivación compartida y transversal ha sido justificada en base a tres objetivos: asegurar un mayor suministro de energía, mejorar el desempeño medioambiental de la economía y generar más inversión y actividad productiva.

El apetito inversor por este tipo de proyectos se apoya en la seguridad jurídica que España ofrece a los operadores del mercado energético. Además de ser una economía de gran tamaño y una democracia avanzada vinculada a la Unión Europea, nuestro país se adhirió en 1994 al Tratado sobre la Carta de la Energía, un acuerdo multilateral en el que los socios firmantes se comprometen a garantizar la seguridad jurídica en los contratos y operaciones que se desarrollan en el sector. En paralelo, las autoridades europeas han animado todos los pasos que ha dado España para incentivar la producción y el consumo de energía procedente de fuentes renovables. (Duffield, 2021)

Durante la década de los años 90 se estableció un sistema de primas para incentivar a los productores. Sin embargo, dio el impulso definitivo a estas tecnologías llegó con el Real Decreto 661/2007, que fijaba una banda de incentivos ofrecidos a los inversores que desarrollasen instalaciones de estas características. El mecanismo fijaba límites máximos y mínimos para la cantidad de ayuda percibida por los productores de estas explotaciones. De esta forma, si la suma de las primas y el precio del mercado superaba el techo, los generadores recibían el límite máximo establecido. En cambio, si dicha suma era inferior al precio mínimo, se les blindaba el cobro del suelo predeterminado.

Mientras los costes de estas tecnologías empezaron a disminuir, las primas siguieron en pie sin modificaciones, motivando un *boom* en la capacidad de generación de nuestro país. Las primas habían sido diseñadas para asegurar una rentabilidad de entre el 5% y el 9%, aunque las rentabilidades reales se situaron entre el 10% y el 15%. (del Río y Mir-Artigues, 2014).

Figura 1. Evolución de la generación renovable por tecnología, GWh.



Fuente: Red Eléctrica.

Tabla 1. Evolución de las primas a la energía renovable en España (en millones de euros) y desviación según lo previsto (en %).

	Previsto	Real	Desviación
2008	2.353	4.097	74%
2009	4.009	6.521	63%
2010	5.888	7.067	22%
2011	6.019	6.985	16%
2012	9.050	8.586	22%

Fuente: Agustina (2017), a partir de CNMC.

Sin embargo, con la llegada de la crisis, y sobre todo a partir del año 2010, estos incentivos introducidos en las dos décadas anteriores se fueron suprimiendo. Por ejemplo, se recortaron las retribuciones para fijar un máximo de horas de producción al año. Este límite se situaba muy por debajo de las horas de producción real, de modo que el objetivo de tal intervención era propiciar una rebaja de las primas cercana al 30%. Posteriormente, entre 2012 y 2013, se desplegaron medidas más agresivas, con la creación de un impuesto del 7% sobre el valor de la producción, la no retribución de nuevas instalaciones desde el año 2012 o distintos recortes regulatorios de las primas que continuaban vigentes. Como muestra del impacto de estas decisiones, basta señalar que el sector contaba con 142.940 trabajadores en 2008, mientras que en 2015 había visto cómo esta cifra se había reducido prácticamente a la mitad, con apenas 75.475 trabajadores (Agustina, 2017).

La modificación con carácter retroactivo de las condiciones básicas que regulaban sus inversiones en España hizo que muchas empresas internacionales se sintiesen obligadas a invocar el Tratado de la Carta de la Energía de 1994 e iniciar decenas de litigios internacionales orientados a proteger sus inversiones de esta arbitrariedad. El grueso de los procedimientos se están dirimiendo en el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias relativas a Inversiones (CIADI), tribunal perteneciente al Banco Mundial que canaliza alrededor del 70% de estas disputas a nivel global.

En enero de 2024, los tribunales internacionales habían fallado contra España en 26 de estos procesos, imponiendo así el pago de indemnizaciones valoradas en 1.700 millones de euros. Puesto que el 80% de los litigios se han saldado de manera favorable a los intereses de las empresas afectadas, cabe esperar que la cifra final de condenas ascienda a 40 y que la compensación requerida a España se sitúe finalmente entre los 2.000 y los 2.500 millones de euros.

Sin embargo, el Gobierno de España se ha negado a resarcir a las empresas afectadas, alegando que el pago de los desembolsos podría entrar en conflicto con el derecho comunitario y negando la legitimidad de los laudos que ha dictado el CIADI. Al incurrir en este comportamiento, el Ejecutivo ha provocado que se disparen los sobrecostes legales y financieros asociados a esta problemática, generando obligaciones adicionales debido a las condenas en costas (60 millones de euros) y los intereses de demora (120 millones). A estas cifras hay que sumarle los 70 millones que habría desembolsado el gobierno para remunerar a los abogados, consultores y asesores que han auxiliado a la Abogacía del Estado durante todo este proceso.

Esta circunstancia ha generado un evidente problema de inseguridad jurídica, en la medida en que España se ha convertido en el país con mayor número de sentencias

internacionales pendientes de pago, superando incluso a Venezuela o Rusia (Lavranos, 2023). Ante semejante situación, empresas afectadas por tales incumplimientos han denunciado a España ante la justicia de países como Estados Unidos, Gran Bretaña o Australia.

Estos procesos ya han resultado en el embargo cautelar de activos soberanos del Reino de España ubicados en Reino Unido, caso de la sede londinense del Instituto Cervantes, el edificio de la Escuela Internacional Vicente Cañadas, una oficina de la UNED, una sede de promoción económica ligada a la comunidad autónoma de Cataluña o una cuenta bancaria. Asimismo, se ha intervenido de forma parcial el derecho de cobro de la indemnización por la catástrofe del barco petrolero Prestige, valorado en más de 900 millones de euros. Por otro lado, en Australia ya se ha emitido una sentencia de la Corte Suprema que avanza procesos similares orientados a resarcir a las empresas denunciadas, mientras que en Estados Unidos hay casi una decena de denuncias en vías de tramitación y se esperan novedades a lo largo del primer semestre de 2024.

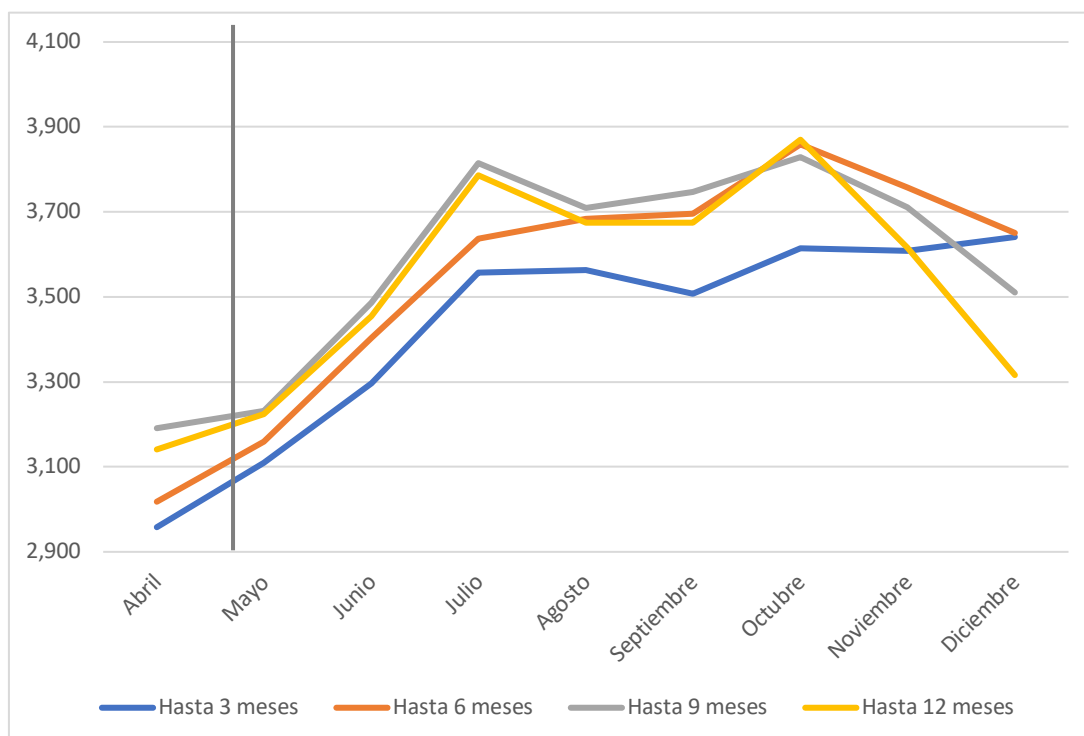
2. Proceso de *default* técnico de la deuda española.

Los procedimientos legales que se están dirimiendo en el extranjero pueden resultar en el embargo de hasta 400 propiedades del Reino de España, según información facilitada por las empresas afectadas. Si no se produce un acuerdo que ponga fin a estas disputas, la reputación internacional de nuestro país seguirá viéndose directamente golpeada por la morosidad que están sufriendo las compañías que sufrieron la retirada retroactiva de las primas renovables.

En este sentido, cabe señalar que el pasado mes de abril de 2023 se produjo una nueva escalada en esta problemática, cuando el fondo Blasket Renewable Investments tomó el control de cuatro títulos de deuda soberana española y activó su cláusula de *default* técnico como medida de protección ante los impagos del gobierno. Con esta maniobra se exige el reembolso a los acreedores del importe del principal y de los intereses devengados por estos títulos de deuda, cuya valoración ronda los 1.000 millones de euros.

Desde que se anunció esta decisión, el tipo de interés medio de las nuevas emisiones de Letras del Tesoro se ha incrementado notablemente, como vemos en la Figura 2. En los títulos a 3 meses, el salto observado de abril a diciembre de 2023 ha sido del 2,96% al 3,64%; en los bonos a seis meses, el incremento fue del 3,02% al 3,65%; en las Letras a nueve meses, el tipo se movió del 3,19% al 3,51%; por último, en la deuda a un año, los intereses han pasado del 3,14% al 3,31%.

Figura 2. Evolución del tipo de interés medio de las nuevas emisiones de letras del Tesoro, desde declaración de *default*.



Fuente: Tesoro Público.

Además del encarecimiento que ya se aprecia en las condiciones de financiación de la deuda pública, también se está produciendo un daño reputacional cada vez más grande. Por ejemplo, en el informe-país elaborado sobre España que elabora el gobierno de Estados Unidos se menciona explícitamente la incertidumbre que han generado los cambios en la normativa de las energías renovables .¹

La Cámara de Comercio de los Estados Unidos también ha alertado de las “consecuencias catastróficas para la inversión internacional” de esta situación en un escrito remitido a la justicia de su país. La preocupación de la patronal es tal que se ha personado en algunos de los procedimientos abiertos, participando como *amicus curiae* para ofrecer contexto e información de interés a los magistrados que están revisando las denuncias interpuestas contra nuestro país.²

Los datos avalan las advertencias que llegan del país norteamericano, puesto que la Inversión Extranjera Directa ha caído en un 27% en la primera mitad del año de 2023 con respecto al mismo período de 2022. De hecho, el descenso apreciado en el segundo trimestre (abril-junio) se situó en el 74% y coincidió con los distintos embargos cautelares autorizados por la justicia británica, así como con la declaración de *default* técnico. La caída ha sido especialmente intensa en el caso de los tres países en los que se están canalizando los litigios internacionales, con caídas del 99,3% en el caso de Australia, del 74% en el de Gran Bretaña y del 93% en el de Estados Unidos.

Los últimos datos de inversión extranjera que se extienden hasta el tercer trimestre apuntan que esta rúbrica la misma línea observada desde que se produjo la declaración de *default* técnico. En concreto, la inversión procedente del extranjero ha descendido un 31% de enero a septiembre. En los países en donde se están dirimiendo los litigios internacionales, las últimas caídas informadas por el Ministerio de Economía en su base de datos de inversiones internacionales *DataInvex* alcanzan el 98,5% en el caso de Australia, el 68,6% en el de Reino Unido y el 88,2% para Estados Unidos. El descenso, pues, es muy abultado.

De hecho, en la encuesta realizada en enero 2024 por Bank of America entre 256 gestores de vehículos de inversión cuyos activos bajo gestión superan los 615.000 millones de euros situó a España como el segundo destino de inversión menos atractivo de Europa. La inestabilidad política y la inseguridad jurídica fueron los factores explicativos de este pobre desempeño.

Además, algunas de las últimas subastas de energía renovable han quedado prácticamente desiertas. Por ejemplo, en la que tuvo lugar hace ahora un año se adjudicaron apenas 45 de los 3.300 megavatios de potencia eólica y fotovoltaica previstos por el Ministerio de

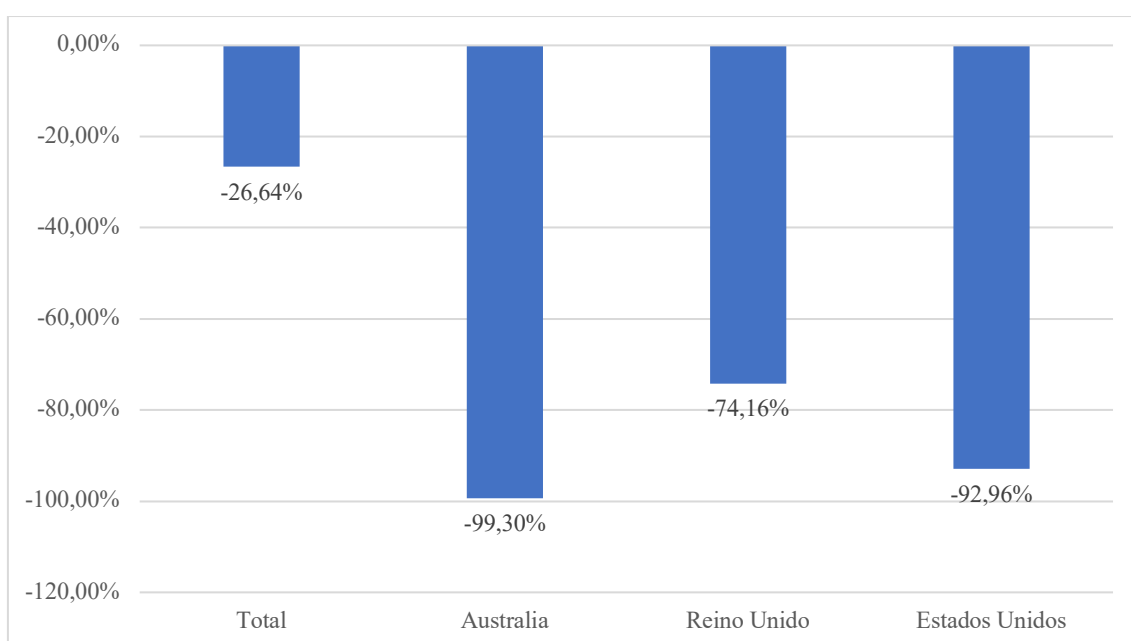
¹ Ver el informe-país dedicado a España por el Departamento del Estado puede consultarse al completo en el siguiente enlace: <<https://www.state.gov/reports/2023-investment-climate-statements/spain/>>. La estimación de casi 8.000 millones se basa en las cantidades reclamadas originalmente por las compañías afectadas pero, como se indicó en páginas anteriores, la jurisprudencia derivada de los laudos del CIADI que ya son definitivos invita a pensar que la cifra final será de 2.000-2.500 millones de euros, monto que puede verse aumentado si continúan los impagos y, con ello, los sobrecostes legales y financieros.

² El escrito, remitido por la Cámara de Comercio de Estados Unidos a la Corte del Distrito de Columbia el 6 de julio de 2023, lleva aparejados los códigos de registro 23-7031 y 23-7032. Ver: “*Amicus Curiae* of the Chamber of Commerce of the United States of America in Support of Appellees and Affirmance”, *NextEra Energy Global Holdings vs Kingdom of Spain* y *9REN Holding vs Kingdom of Spain*.

Transición Ecológica.³ De acuerdo con las informaciones del sector, las empresas operadoras desconfían de las garantías ofrecidas por el Ejecutivo, puesto que temen que sus eventuales inversiones puedan verse afectadas por nuevos cambios regulatorios retroactivos como los que han motivado esta problemática.⁴

El objetivo del presente documento de trabajo es evaluar el impacto económico-financiero de la incertidumbre y la inestabilidad generada por esta situación. La sección 3 acomete una revisión de la literatura económica sobre escenarios como el que se está desarrollando en España, mientras que la sección 4 detalla los datos y metodología empleados y la sección 5 presenta los resultados obtenidos, quedando consagrada la sección 6 a la discusión de conclusiones y recomendaciones.

Figura 3. Evolución de la Inversión Extranjera Directa Bruta entre la primera mitad del año 2023 y la primera mitad del año de 2022.



Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

³ Ver el resultado de la subasta en el siguiente enlace: <<https://www.boe.es/boe/dias/2022/12/05/pdfs/BOE-A-2022-20540.pdf>>.

⁴ Para más contexto, consultar el siguiente enlace: <<https://www.newtral.es/cuarta-subasta-renovables/20221205/>>.

3. La economía ante la incertidumbre.

Este trabajo se relaciona con la rama de la literatura económica que estudia el efecto de la seguridad jurídica y la estabilidad política sobre las decisiones que influyen en el desempeño de la producción. Leonardo Martínez, Francisco Roch, Francisco Roldán y Jeromin Zettelmeyer repasan en un estudio elaborado por el Fondo Monetario Internacional los problemas de cumplimiento asociados a las emisiones de deuda soberana que terminan en manos de inversores extranjeros (Martínez et al., 2022).

Obviamente, la compra de deuda pública por parte de particulares o entidades foráneas es esencial para reducir los costes de financiación y aumentar la liquidez de las subastas del Tesoro. En el caso particular de España, el 38% de nuestras obligaciones soberanas están en manos de inversores locales, mientras que los compradores extranjeros amasan el 62% del total. Por comparación, este segundo porcentaje es del 76,1% en Italia, del 70,8% en Reino Unido, del 62,6% en Países Bajos, del 58,8% en Alemania o del 58,3% en Francia.⁵

De acuerdo con el documento de trabajo publicado por el FMI, los problemas de cumplimiento más frecuentes están asociados a la dificultad que tienen los tribunales internacionales a la hora de ejercer influencia sobre países soberanos para entregar activos, ya que el grueso de sus bienes soberanos están dentro de las fronteras del país incumplidor.

Partiendo de esa base, la investigación del FMI recuerda cuáles son las implicaciones propias de los escenarios de impago:

1. Los *defaults* de deuda pública pueden suponer la exclusión temporal o permanente de los mercados de capital internacionales y conllevan un aumento de los costes de endeudamiento para el Tesoro y para los operadores privados.
2. Los gobiernos extranjeros pueden imponer sanciones directas, lo que reduce y encarece los términos en los que se regulan los intercambios comerciales del país incumplidor con otros mercados.
3. El riesgo de *default* se interpreta asimismo como una señal del debilitamiento de las garantías que debería ofrecer el país a la hora de proteger los derechos de propiedad, así como de una posible muestra de debilidad en la economía. De esta percepción se pueden derivar muchas consecuencias negativas, como por ejemplo la pérdida de valor relativo de las empresas nacionales o la caída de la inversión extranjera.
4. Por último, la inseguridad jurídica puede inducir una mayor inestabilidad política dentro del propio país.

El presente documento de trabajo se centra en los puntos 1 y 3 identificados por el FMI. Por un lado, se analiza el coste financiero de los escenarios de *default* descritos en el primer apartado; por otro lado, se estudia hasta qué punto las noticias sobre la retirada

⁵ Pictet Asset Management a partir de CEC y Datastream. Para más información, ver: <<https://cincodias.elpais.com/mercados-financieros/2023-08-25/espana-es-la-gran-economia-del-euro-donde-mas-crece-la-tenencia-local-de-deuda.html>>. A lo largo del último año (2022/2023), el porcentaje de deuda pública española en manos de inversores locales ha subido un 1,9% en España, mientras que la tenencia por parte de operadores foráneos se ha reducido en el mismo porcentaje.

retroactiva de las primas renovables y el impago de los laudos que condenan a España afectan a la reputación de nuestro país en clave económica.

Coste financiero y de acceso a los mercados

En un estudio académico de referencia estrechamente relacionado con el caso analizado en este estudio y publicado por el *Journal of International Economics*, los investigadores Julian Schumacher, Christoph Trebesch y Henrik Enderlein se centran en estudiar el alcance y las implicaciones de las demandas por impago de deuda pública. Según estos autores, los riesgos legales deben ser tenidos en cuenta tanto por los inversores como por los gobiernos, ya que son un componente importante de los costes asociados al default de la deuda soberana. Para acometer su investigación, estos tres economistas analizan los casos de demandas contra países incumplidores registrados entre 1976 y 2010. Su base de datos cubre más de 10.000 páginas de información y documentación judicial extraídas de los tribunales de Estados Unidos y Reino Unido, que han sido tradicionalmente las dos jurisdicciones en las que se ha resuelto la mayoría de estas disputas legales (Schumacher et al., 2021).

En su muestra, los autores encuentran un total de 158 casos de disputas referidas a 34 incumplimientos de deuda. La tendencia observada es la de un fuerte aumento de los casos desde la década de los 80 hasta el presente, al pasar de 6 casos anuales hasta los 50 en los años más recientes. Además, las cantidades reclamadas también han ido en aumento, hasta llegar a los 3.000 millones de dólares reclamados en 2010 (la cifra excluye los intereses de demora o las multas devengadas). Además, Schumacher, Trebesch y Enderlein cruzan los datos de los litigios con los procesos de reestructuración de deuda y encuentran que, entre el 30 y el 50% de tales dinámicas conducen en la actualidad a demandas legales, frente al porcentaje de apenas un 5% observado en los años 80.

Midiendo el peso sobre el PIB de estas reclamaciones, la base de datos encuentra que las reclamaciones asciende, de media, al 0,4% de la producción económica del país deudor en un año dado. Argentina figura como el país que más obligaciones ha acumulado durante el periodo analizado, hasta llegar a los 3.000 millones de dólares. Por otro lado, los autores encuentran cada vez más común que los litigios tengan como desenlace el embargo de activos del gobierno deudor. En el caso de España, el coste de las reclamaciones registradas a finales de 2023 asciende al 0,1% del PIB (cuatro veces menos de lo habitual en el periodo 1976-2010), mientras que las obligaciones totales se sitúan en torno a los 1.500 millones de euros (la mitad de la cifra observada en Argentina). Asimismo, la situación que vive el país ibérico está desembocando en embargos de bienes, al igual que sucede de forma cada vez más habitual a nivel internacional.

Julian Schumacher, Christoph Trebesch y Henrik Enderlein analizan el coste de este tipo de procesos en términos de acceso a los mercados de capitales. En términos teóricos, la relación entre dicha variable y tales disputas legales es simple: si los acreedores que litigan pueden embargar activos soberanos o interrumpir flujos financieros como la emisión de bonos o reembolsos, entonces tendrán también derecho a reclamar cualquier dinero que se preste al gobierno incumplidor en nuevas emisiones. En ese caso, la justicia del tercer país interviniente toma cualquier nuevo préstamo ofrecido al país deudor y lo transfiere directamente a los prestamistas afectados por los impagos, satisfaciendo así las demandas de pago de los acreedores.

De acuerdo con los autores, este tipo de disputas legales se pueden entender como una especie de impuesto sobre las emisiones de deuda. En este sentido, formulan la siguiente hipótesis:

“Los intentos de los acreedores por hacer cumplir las sentencias sobre activos soberanos o flujos financieros, reducen la probabilidad de préstamos soberanos en los mercados internacionales de capitales.”

Como variable dependiente utilizan la emisión de bonos emitidas por los bancos centrales, observando si en cada año existe o no venta de bonos en mercados internacionales. La variable que utilizan para medir la litigiosidad es una variable dicotómica que indica si existen o no intentos de embargo de bienes soberanos. Los resultados indican que la probabilidad de acceder a los mercados internacionales desciende en 23 puntos porcentuales si los inversores tratan de asegurar el cumplimiento de una sentencia a través de la incautación de bienes soberanos. Es decir, se ve comprometida la capacidad para colocar los títulos de deuda pública en los mercados de capitales extranjeros. Para España, los inversores foráneos ostentan el 62% de la deuda soberana, de modo que el impacto sería equivalente a perder el 14% de la liquidez total de las subastas, con el consecuente incremento en los costes financieros.

Por otro lado, Juan J. Cruces y Christoph Trebesch basan su investigación en el efecto de los procesos de *default* de deuda soberana sobre las condiciones de financiación de los gobiernos incumplidores. Los investigadores cubren el periodo 1978-2010. consideran un total de 180 acuerdos de reestructuración de deuda soberana, para después calcular la reducción del valor de los títulos de deuda para los acreedores. La pérdida de valor registrada en estos títulos es del 37%. Esto implica que, en promedio, los inversores recuperan dos tercios del valor de sus activos a través de los procesos de reestructuración (Cruces y Trebesch, 2013). En el caso de España, esto supondría desembolsar al menos 1.000 de los 1.500 millones pendientes de pago a finales de 2023.

Partiendo de este indicador, los autores prueban empíricamente la siguiente hipótesis:

“Cuánto más grande sea la pérdida de valor de los inversores, mayores serán el diferencial de rendimiento de los títulos de deuda pública y el periodo de exclusión de los mercados de capital”.

Así, Cruces y Trebesch utilizan como variable dependiente la media mensual del diferencial de vencimientos de los bonos en el mercado secundario del Índice EMBGI Global (EMBIG) de J.P. Morgan para cada país. Estos diferenciales aproximan los costes de endeudamiento en divisas tanto de los gobiernos como del sector privado, con resultados para las economías de mercados emergentes incluidas en el trabajo de ambos investigadores. Cruces y Trebesch encuentran que las rentabilidades analizadas se aproximan al coste marginal de financiación, es decir, al tipo de interés de emisión.

Los autores del informe encuentran que, si el valor de los activos de un país cae, los costes de los préstamos aumentan significativamente. Por ejemplo, si el valor de los activos de un país se reduce en un 22%, el coste de financiación aumenta en 122 puntos básicos al cabo de cinco años. Además, Cruces y Trebesch analizan cuánto tiempo tardan los países en volver a obtener financiación y crédito en los mercados internacionales después de reestructurar su deuda. Su hallazgo apunta que una reducción en el valor de los activos

disminuye la probabilidad de que el país pueda volver a pedir dinero prestado en el mercado internacional en un 2,4%.

Estos hallazgos son de gran importancia para el caso analizado en este informe, ya que el hecho de que se haya producido un *default* técnico conduce a una situación de inseguridad jurídica que ahuyenta a los inversores, lo que a su vez puede provocar una disminución en la demanda de los títulos de deuda pública, aumentando así al coste de financiación del Tesoro.

Coste reputacional o daño colateral

Por el lado del coste reputacional – es decir, más allá del coste financiero asociado al impacto o reestructuración de la deuda pública soberana – la contribución académica más destacable es la de Silvia Marchesi y Tania Masi, que observan la heterogeneidad en los distintos tipos de reestructuración: privada, si se produce con acreedores privados, caso de instituciones financieras o bancos extranjeros, o pública, si el acuerdo se produce a través de canales oficiales, como el Club de París. Las investigadoras miden el daño reputacional a través de la caída del PIB per cápita.

Este trabajo de investigación pone énfasis en el daño colateral que los procesos de *default* pueden ocasionar a la economía doméstica que incurre en un escenario de impago, ligando dicho coste al deterioro de la reputación del país en aspectos clave como, por ejemplo, los mercados crediticios. La muestra analizada incluye un total de 130 países, la mayoría economías emergentes, de las cuales 87 han figurado en algún momento como países incumplidores (Marchesi y Masi, 2021).

En sus estimaciones, las autoras utilizan el método de control sintético, con el cual detectan diferencias en el impacto causal de un proceso de *default*, dependiendo de si la reestructuración de la deuda es privada o pública. Mientras que, en el primer caso, los países no son capaces de recuperar la pérdida de producción en el medio y largo plazo, en el segundo caso no se aprecia un impacto notable en el PIB per cápita. Además, mediante un análisis de datos de panel, las investigadoras toman en cuenta la severidad del evento de *default*, siguiendo el modelo diseñado por Cruces y Trebesh (2013) y encontrando resultados similares. Estos resultados ponen de relieve la importancia que tiene la forma en la que se producen las reestructuraciones de deuda: si hay una mayor confrontación con los acreedores, los costes pueden ser mucho mayores. En el caso de España, es un grave error ignorar estas conclusiones, puesto que una resolución satisfactoria permite zanjar el problema y pasar página, pero un desenlace caótico tiene efectos duraderos sobre la economía del país deudor.

Otro trabajo en el que se utiliza un enfoque metodológico original es el de Dmitry Kuvshinov y Kaspar Zimmermann. Ambos autores combinan el método de las proyecciones locales con la ponderación de la puntuación de propensión o *propensity score weighting*. Esta metodología constata que el impago provoca una reducción significativa, aunque no permanente, del PIB (Kuvshinov y Zimmermann, 2019).

De acuerdo con la investigación, el impacto inmediato sería una caída del PIB del 2,7%, que alcanza un máximo del 3,7% al cabo de cinco años. El golpe solamente se disiparía a partir del décimo año. La investigación subraya que la autarquía financiera, las fricciones comerciales y los efectos de contagio soberano-bancario son cruciales para

exacerbar o aminorar estos costes. Así, el coste se duplica si el impago soberano va seguido de una crisis bancaria sistémica, con una caída del PIB de hasta el 9,5% en los tres primeros años. La recesión se caracterizaría entonces por una disminución significativa de la inversión, el crédito y el comercio bruto, especialmente en los regímenes de tipo de cambio vinculado. El estudio subraya la importancia de las condiciones del sistema bancario y la viabilidad de los ajustes externos para determinar la magnitud de los costes del impago. En el caso de España, se aprecia la concurrencia circunstancias favorables en términos de apertura económica y comercial, merced a la pertenencia a la Unión Europea, y se aprecia un efecto de contagio soberano-bancario más reducido, gracias a la reestructuración financiera de la década de 2010, de manera que se produce un efecto amortiguador que recorta el impacto último del *default*, aunque evidentemente no anula su impacto negativo sobre la producción.

Por su parte, Benjamin Hébert y Jesse Schreger examinan el efecto causal que han tenido los sucesivos procesos de *default* que ha vivido Argentina. Más precisamente, miden la evolución de las acciones de las empresas cotizadas del país del Cono Sur. Los autores concluyen que un aumento del 10% en la probabilidad de impago fue asociado de un descenso del 6% en el valor de las acciones de las empresas argentinas y una depreciación del 1% en el tipo de cambio del peso frente al dólar (Hébert y Schreger, 2017).

Los autores utilizaron las sentencias judiciales del caso de referencia del acreedor más importante (NML Capital) para identificar estos efectos. El documento también profundiza en el efecto del impago soberano por tipo de empresa, señalando que las compañías que dependen de las exportaciones o de la importación de bienes intermedios se ven especialmente afectadas. Esta circunstancia debe servir como lección para el caso español, puesto que el 64% de la facturación del Ibex 35 en el año 2022 se obtuvo en el extranjero.⁶

La investigación de Benjamin Hébert y Jesse Schreger arroja luz sobre las repercusiones económicas más generales de los impagos soberanos, incluidas las severas consecuencias jurídicas y financieras de la saga de impagos argentinos de 2001 a 2014, que culminó con el *default* de 2014 y las batallas jurídicas y financieras subsiguientes. En 2023, el país del Cono Sur sigue enfrentando una situación adversa por sus reiterados incumplimientos.

El presente estudio sigue un enfoque similar al desarrollado por Daniel Albalade, Germà Bel y Ferran A. Mazaira-Font, quienes evalúan el efecto causal sobre el PIB per cápita de los diez meses en los que España tuvo un gobierno en funciones a raíz de la falta de acuerdos políticos que siguió a las elecciones generales celebradas en diciembre de 2015. Los autores emplean el método de control sintético para crear una España “sintética”. Es decir, aunque no miden el efecto de un *default*, sí realizan una estimación del coste económico de la incertidumbre política. Se da la circunstancia de que los investigadores no apreciaron un efecto negativo, sino positivo. España habría tenido un crecimiento del PIB per cápita de 1,58 puntos porcentuales por encima de lo esperado en ausencia de un escenario de bloqueo político (Albalade et al., 2021).

Entre las posibles explicaciones ofrecidas por los autores, destacan tres: (1) la elevada descentralización fiscal y administrativa de España, que posibilita que muchos de los servicios y políticas públicas sigan en funcionamiento durante este periodo; (2) el grado

⁶ Para más información, ver:

<<https://www.expansion.com/empresas/2023/03/02/63ffc298e5fdea4e728b45ab.html>>.

de responsabilidad política que han adquirido las instituciones europeas, que causan un efecto similar al de la descentralización fiscal, descrito en el punto anterior; y (3) el normal funcionamiento de las instituciones, servicios y administraciones con respecto a las necesidades de los ciudadanos, sin necesidad de un poder ejecutivo con plenas capacidades.

4. Análisis de situaciones de *default* soberano: metodología y aproximaciones.

Formalmente, el *default* técnico declarado en contra de España en 2023 y la acumulación de sentencias y laudos internacionales pendientes de pago se asimilan a sucesos en los que se erosiona la reputación del país. De tal modo, la estrategia a seguir debe similar a la segunda de las ramas analizadas en la revisión de la literatura. Esto es así porque, como tal, no se ha producido una reestructuración ni un pago satisfactorio de la deuda, pero sí se ha invocado una sanción que pretende embargar títulos de deuda pública como contraprestación por los pagos adeudados. Esto nos implica a descartar la estrategia empírica de Cruces y Trebesh (2013).

El posible efecto del escenario actual sobre la financiación tendría, pues, forma de crisis reputacional, en la medida en que España incumple las sentencias y se cuestiona el grado de seguridad jurídica y protección de los derechos de propiedad en el país. Esta descripción de los hechos puede encajar con la muestra analizada por Schumacher et al. (2021), pero la aplicación de su metodología a España implica distintos problemas: (1) para empezar, la disponibilidad de datos aún es limitada en cuanto al periodo temporal, lo que impide trabajar con frecuencias anuales y trimestrales; (2) se pretende analizar el caso particular de España, por lo que se descarta emplear metodologías útiles para datos de panel en los que se recogen estadísticas para varios países y años.

La frecuencia temporal del caso específico de España supone una restricción fuerte para la elaboración del modelo estimativo. Dado que el evento en cuestión se ha producido en el mes de abril de 2023, el trabajo se debe realizar recurriendo a datos mensuales, semanales e incluso diarios. Para medir el efecto sobre el coste de financiación del Tesoro, se recurre a la estadística de la rentabilidad promedio de los bonos y letras ofrecidos por el Banco Central Europeo. Aunque no hay un amplio abanico de variables de control, se puede incluir la variación anual del Índice de Precios al Consumidor, para tener en cuenta la inflación, y el Índice de Sentimiento de la Economía, obtenido a través de una encuesta que elabora por la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea. Se incluyen asimismo varios efectos fijos para capturar posibles variaciones que afecten de manera específica a la región y al momento en el tiempo—por ejemplo, la política monetaria, que es idéntica para todos los países de la Eurozona, pese a lo cual la reacción de la economía de cada uno de estos mercados a las decisiones del Banco Central Europeo no es homogénea, sino heterogénea.

Dada las características del evento de *default* ocurrido en abril de 2023, en este trabajo se utiliza el método analítico de las *diferencias en diferencias*. Se trata de un mecanismo útil para estimar el efecto promedio del tratamiento en aquellas unidades—países, individuos...—que experimentan la circunstancia sobre la que se concentra el análisis. En este caso, el evento de *default* es el que se somete a tratamiento. Este hecho trascendió a los medios de comunicación financiera el 21 de abril de 2023, para después dar el salto a las páginas de información económica y política. Por lo tanto, el mes de abril se considera como el momento en el que se produce el tratamiento, mientras que España sería la unidad tratada. El grupo de control sería el resto de los países de la zona euro. De esta manera, se toman en cuenta dos diferencias: (1) la diferencia a lo largo de la muestra temporal (se mide el efecto desde septiembre de 2022 hasta septiembre de 2023); y (2) la diferencia entre España (la unidad tratada) y el resto de los países de la Eurozona (el grupo de control).

Cabe destacar que, a lo largo de 2023, la política monetaria del Banco Central Europeo ha seguido una senda de aumento progresivo de los tipos de interés. Estas medidas han sido adoptadas para contener el aumento generalizado de los precios y luchar contra la inflación. Como era de esperar, el aumento de los tipos de interés ha tenido un efecto directo sobre el coste de endeudamiento de los estados. Para controlar por esta y otras políticas aplicadas durante estos meses, el diseño del estudio incorpora los efectos fijos de tiempo. Estos efectos fijos de tiempo capturan las variaciones que pudieran haberse producido cada mes y que resultan comunes a la muestra de los 16 países de la zona euro considerada en este ejercicio. De esta forma, se aísla la influencia de la política monetaria en la financiación del Tesoro, facilitando el estudio del impacto del *default* declarado en abril.

En cuanto al efecto macroeconómico sobre el PIB, no es posible realizar una estimación directa, debido a la escasez de los datos, nuevamente por una cuestión de calendario. Por tanto, se deben emplear métodos indirectos para obtener un resultado plausible y preliminar que nos permita aproximar el impacto macroeconómico que está teniendo la declaración de *default* técnico. De este modo, se estima un modelo de efectos fijos con datos de panel para 16 países de la Eurozona entre 1995 y 2022. La variable dependiente es la tasa de crecimiento económico y la variable explicativa son los tipos de interés reales a largo plazo. Además, se controla por el nivel de deuda pública. Una vez obtenida la relación entre ambas variables, se utiliza el coeficiente estimado para inferir el impacto macroeconómico del *default*.

5. Impacto económico del *default* técnico de 2023: resultados de la investigación.

Tomando como referencia la literatura económica de relevancia sobre esta materia, y repasando los datos disponibles, se ha diseñado una metodología coherente y completa que permite analizar el impacto económico del *default* técnico en el que se encuentran los títulos de deuda española intervenidos en abril de 2023 por una de las empresas que han sufrido el impago de las sentencias internacionales que condenan a nuestro país por la retirada retroactiva de las primas renovables.

A continuación se presentan los resultados de la investigación, con la mirada puesta en esclarecer dos cuestiones: el aumento del coste de financiación que está experimentando el Tesoro en sus subastas de deuda y el efecto macroeconómico agregado derivado de la declaración de *default* técnico.

Aumento del coste de financiación

A continuación, se detallan los resultados para el modelo en el que se estima el aumento del coste de la deuda pública causado por el *default*. Como se puede apreciar, el efecto del escenario de impago, significativo al 1%, ha tenido el impacto de aumentar el coste nominal medio de la emisión bruta de deuda pública, que sube en 1,08 puntos. El rendimiento de los bonos en caso de *default* se mueve en una horquilla al 95% de confianza, que va del 2,7% hasta el 4,3%, frente al coste en ausencia de *default*, que sería del 2,4%.

¿Qué implicaciones tiene para el Tesoro el aumento de los tipos de interés de la deuda pública? En la Tabla 3 se presentan las estimaciones derivadas del aumento de los intereses desde el mes de abril. Como se puede comprobar, el aumento de los intereses asociados al *default* en las emisiones brutas de deuda pública española apreciado de abril a diciembre de 2023 ya ha alcanzado los 2.100 millones de euros.

A lo largo 2024, de acuerdo con el Plan Presupuestario que ha remitido el Gobierno de España a la Comisión Europea, la deuda pública del Reino pasará del 108,1% al 106,3% del PIB. Esto implica que el endeudamiento neto aumentará en 60.500 millones de euros. Por otro lado, de acuerdo con los datos del Tesoro, está previsto un vencimiento del 12,98% del saldo vivo de la deuda pública. Esto implica que la emisión bruta de deuda pública se situará en 2024 en el entorno de los 265.500 millones de euros. Teniendo esto en cuenta, el coste del *default* a lo largo del ejercicio 2024 se situaría en 2.842 millones de euros.

En total, desde abril de 2023 hasta finales de 2024, el coste derivado del *default* técnico y su impacto sobre los costes de financiación de la deuda pública emitida por el Tesoro del Reino de España se situará en 4.943 millones de euros.

Tabla 2. Modelo de diferencias en diferencias, coste del *default* en los intereses de la deuda pública.

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Default	1.64 (3.10)***	1.07 (2.60)***	1.08 (2.60)***

Inflación		-0.17 (-13.74)***	-0.17 (-13.27)***
Sentimiento			0.003 (0.26)
Constante	2.44 (38.39)***	3.72 (35.32)***	3.31 (2.35)
R2	0.03	0.42	0.42
Efectos fijos	Sí	Sí	Sí

Nota: Los t-estadísticos se muestran en paréntesis. Los errores estándar se agrupan por países.

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Figura 4. Efecto marginal del default sobre el rendimiento de la emisión de deuda pública.

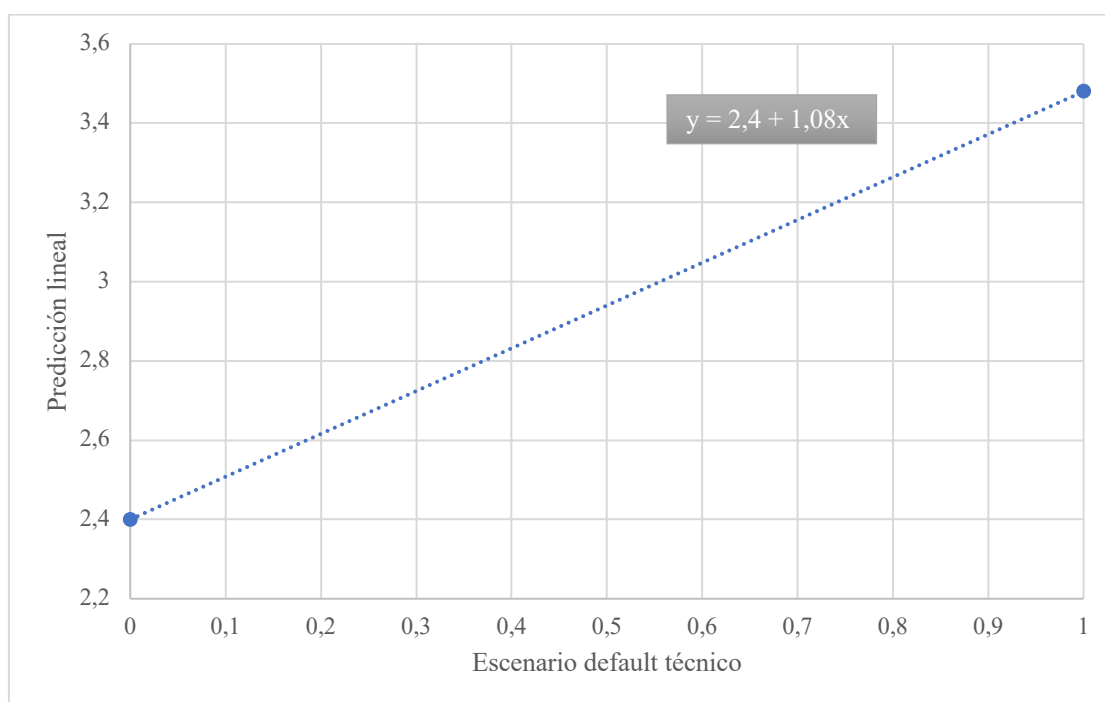


Tabla 3. Coste estimado para el Tesoro debido al default (MM€)

Periodo	Deuda corto plazo	Deuda largo plazo	Total deuda	Sin default	Con default	Coste default
sept-22	6.092.906	16.218.334	22.311.240	542.163,13	542.163,13	0,00
oct-22	5.500.800	12.735.269	18.236.069	443.136,48	443.136,48	0,00
nov-22	6.484.705	9.637.657	16.122.362	391.773,40	391.773,40	0,00
dic-22	15.668.936	15.082.324	30.751.260	747.255,62	747.255,62	0,00
ene-23	7.683.066	12.825.356	20.508.422	498.354,65	498.354,65	0,00
feb-23	10.575.379	36.858.864	47.434.243	1.152.652,10	1.152.652,10	0,00
mar-23	7.087.195	15.323.535	22.410.730	544.580,74	544.580,74	0,00
abr-23	6.847.700	14.290.006	21.137.706	513.646,26	739.819,71	226.173,45
may-23	6.795.427	14.367.642	21.163.069	514.262,58	740.707,42	226.444,84
jun-23	7.227.028	25.458.169	32.685.197	794.250,29	1.143.981,90	349.731,61

jul-23	8.048.435	14.157.235	22.205.670	539.597,78	777.198,45	237.600,67
ago-23	7.842.227	6.609.556	14.451.783	351.178,33	505.812,41	154.634,08
sept-23	7.254.237	14.702.686	21.956.923	533.553,23	768.492,31	234.939,08
oct-23	7.365.849	16.766.481	24.132.330	586.415,62	844.631,55	258.215,93
nov-23	6.861.783	11.872.401	18.734.184	455.240,67	655.696,44	200.455,77
dic-23	6.252.000	13.683.000	19.935.000	484.420,50	697.725,00	213.304,50
2024			265.568.469	6.453.313,79	9.294.896,40	2.841.582,61
Total	103.108.041	208.266.633	311.374.674	9.092.481	11.193.981	4.943.083

Impacto macroeconómico

Tal y como se expuso en el apartado anterior, es posible hacer una aproximación preliminar del impacto que acarrea el evento de *default* técnico en términos macroeconómicos. La relación estimada mediante el modelo de efecto fijos es negativa; en concreto, un aumento de un punto porcentual en los tipos de interés reales a largo plazo tiene el efecto de recortar el crecimiento económico en 0,29 puntos porcentuales, con una significatividad del 95%. Así, dado que el aumento del coste en intereses estimado para el *default* en el modelo expuesto anteriormente asciende a 1,08 puntos porcentuales, el crecimiento económico tendrá el efecto de verse reducido por un monto equivalente a 0,31 puntos de PIB

En el Plan Presupuestario remitido a Bruselas en el año 2024, el Gobierno de España utiliza las cifras de 1.461.197 millones de euros y de 1.542.894 millones de euros como referencias para el tamaño del PIB de España esperado de cara a los años 2023 y 2024. Dado que el PIB en el primer trimestre del año 2023 fue de 360.426 millones de euros, esto arrojaría un PIB de 1.100.781 millones de euros para los tres restantes trimestres del año. Asumiendo una caída lineal por trimestre, esto significa que, en 2023, el PIB será 2.560 millones de euros menor de lo que hubiese sido en relación con un escenario en el que no se produce el *default*. En cuanto al ejercicio 2024, la caída del PIB derivada del aumento de los costes de financiación que se derivan del escenario de *default* técnico puede estimarse en 4.783 millones de euros. Sumando ambas cantidades, el impacto macroeconómico del *default* técnico ascendería a 7.343 millones de euros a lo largo del periodo 2023 y 2024.

6. Conclusiones.

En este documento de trabajo se describe cómo, desde los años 90, España incentivó la generación de energía renovable mediante sistemas de primas y otros mecanismos de apoyo a esta forma de generación. Sin embargo, a partir de 2010, estas medidas se revirtieron, propiciando recortes significativos a través de cambios regulatorios que tuvieron efectos retroactivos y golpearon severamente a los inversores.

Esta circunstancia desencadenó decenas de litigios internacionales, resueltos mayoritariamente en contra del Reino de España y a favor de las empresas denunciadas. Esto ha acumulado una importante cifra de indemnizaciones que, de momento, no han sido resarcidas. Por lo tanto, la situación de inseguridad jurídica va en aumento, especialmente a raíz del embargo cautelar de bienes del Reino de España y de la declaración de *default* técnico que pende sobre cuatro títulos de deuda pública desde abril de 2023.

El presente estudio estudia en qué medida estos eventos han dañado la reputación de España y afectado al Tesoro en su capacidad de acceder a los mercados de financiación internacionales. Estas circunstancias se miden a través del análisis del coste de cubrir las emisiones de deuda soberana y del impacto macroeconómico esperado en el PIB. Para ello, se utiliza un enfoque de diferencias en diferencias para estimar el impacto en el coste de financiación del Tesoro español y el impacto macroeconómico en el PIB. A través de esta metodología, se detecta un encarecimiento del coste de la deuda pública estimado en 4.943 millones de euros para el periodo que va desde abril de 2023 hasta finales del próximo ejercicio 2024. En cuanto al impacto macroeconómico, el PIB observado durante dicho periodo se reduciría en 7.343 millones respecto a un escenario en el que no se hubiese producido el *default* técnico.

La disponibilidad de datos hace que el ejercicio realizado sea una primera aproximación al efecto causal que ha tenido el anuncio del default. Con el paso del tiempo y la disponibilidad de más información estadística, económica y financiera, será posible actualizar los cálculos presentados en el modelo y aplicar metodologías complementarias, caso del control sintético, ampliamente utilizado para el análisis de este tipo de escenarios económicos.

7. Referencias y bibliografía consultada.

Agustina, L. (2017). El ocaso del imperio del sol: Abengoa, punto y final a la burbuja energética. Atalaya.

Albalade, D.; Bel, G. & Mazaira-Font, F. A. (2021). Decoupling synthetic control methods to ensure stability, accuracy and meaningfulness. *SERIEs*, 12, pp. 549-584.

Cruces, J. J. & Trebesch, C. (2013). Sovereign Defaults: The Price of Haircuts. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5(3), pp. 85-117.

Del Rio, P. & Mir-Artigues, P. (2014). A cautionary tale: Spain's solar PV investment bubble. *International Institute for Sustainable Development*.

Duffield, J. S. (2021). «The Politics of Renewable Power in Spain». En *Making Renewable Electricity Policy in Spain*. Palgrave Macmillan.

Hébert, B. & Schreger, J. (2017). The Costs of Sovereign Default: Evidence from Argentina. *The American Economic Review*, 107 (10), pp. 3119-3145.

Kuvshinov, D. & Zimmermann, K. (2019). What is the cost of sovereign default? *European Economic Review*, 119, pp. 1-21.

Lavranos, N. (2023). *International Law Compliance Index 2023*. Disponible en: <<https://www.internationallawcompliance.com/wp-content/uploads/2023/09/Spain-summary-report-updated-25-SEP-2023.pdf>>.

Marchesi, S. & Masi, T. (2021). Life after default. Private and official deal. *Journal of International Money and Finance*, 113, 102339.

Martínez, L.; Roch, F.; Roldán, F. & Zettlemeier, J. (2022). Sovereign Debt. *International Monetary Fund*, 122.

Schumacher, J.; Trebesch, C. & Enderlein, H. (2021). Sovereign defaults in court. *Journal of International Economics*, 131, 103388.