



---

# Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Finanzas, Banca y Seguros

Título del Trabajo Fin de Grado: LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA  
(1975-2017)

Presentado por:

***Miguel Ángel Alonso Rodríguez***

Tutelado por :

***David Carvajal de La Vega***

*Valladolid, 05 de Junio de 2019*



## **RESUMEN**

La deuda pública en España es un tema de actualidad debido a su incremento significativo en los últimos años. Por ello, en este trabajo trataremos sobre la evolución, políticas, estructura y mercado de la deuda. Tras introducirnos en el concepto y tipos de deuda pública, se analiza la evolución histórica, la relación entre la variación del PIB y la variación de la deuda, además de ofrecer una comparativa con el gasto público. Se mostrarán los determinantes que afectan a la deuda pública y la manera en la que lo hacen (Déficit primario, intereses de deuda, ajustes déficit-deuda y variación del PIB) y una comparativa de la evolución de la deuda con otros países de la zona euro. En tercer lugar se observará la evolución por etapas del mercado de deuda y la emisión y negociación de los diferentes títulos. Por último trataremos la gestión responsable de la deuda con la entrada de España en la CEE, la crisis de 2008, además de aspectos como la sostenibilidad y medidas para reducir la deuda. Por último, se muestra la estructura por tenedores en la que predominan los no residentes y la estructura por instrumentos en la que predominan los bonos.

## **ABSTRACT**

Public debt in Spain is a very important issue at present because of the significant increase it has had. Therefore, in this paper we will talk about the evolution, policies, structure and market of debt. In the first place we will find the concept and types of public debt. Second, historical evolution is shown, the relationship between the variation of GDP and the variation of debt that is inversely proportional and the comparison of public spending with the variation of debt. It will also show the determinants that affect public debt and how they do it (primary deficit, debt interest, deficit-debt adjustments and GDP variation) and a comparison of the evolution of debt with other countries in the region. Euro zone. In third place is the evolution through stages of the debt market and the issuance and negotiation of the different securities

(primary and secondary market). Finally we will deal with the responsible management of the debt with the entry of Spain into the EEC, the crisis of 2008 due to the excess of private debt and the bursting of the housing bubble and aspects of sustainability and measures to reduce debt. In addition, the structure is shown by holders in which non-residents predominate and the instrument structure in which the bonds predominate.

**JEL:** H63, G20, N14, N24

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN .....	1
2. OBJETO DEL TRABAJO Y METODOLOGÍA .....	1
3. LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA .....	3
3.1. CONCEPTO Y TIPOS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA.....	3
3.1.1. Concepto.....	3
3.1.2. Tipos de deuda pública en España .....	5
3.1.2.1. Letras del Tesoro .....	5
3.1.2.2. Bonos y Obligaciones del Estado .....	7
3.1.2.3. Strips de Bonos y Obligaciones del Estado .....	8
3.1.2.4. Deuda en divisas .....	8
3.2. LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA DURANTE LA DEMOCRACIA <sup>9</sup>	
3.2.1. La deuda pública española desde el inicio de la democracia hasta la crisis económica del año 2007 .....	10
3.2.1.1. La evolución de la deuda pública española (1975-2007) .....	10
3.2.1.2. La modernización de la gestión de la deuda pública en España.....	13
3.2.2. La deuda pública española desde el inicio de la crisis de 2007 hasta la actualidad .....	16
3.2.3. El tamaño de la deuda pública española.....	21
3.3. EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA .....	24
3.4. LA POLÍTICA DE DEUDA Y LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA DEL ESTADO.....	27
3.4.1. La política de endeudamiento del Estado y el proceso de Unión Monetaria Europea.....	28
3.4.1.1. Gestión de deuda: retos para los años noventa .....	28
3.4.1.2. Crisis 2008 y la deuda .....	29
3.4.1.3. Sostenibilidad de la deuda.....	31
3.4.1.4. Medidas para reducirla .....	32
3.4.2. Estructura de la deuda del Estado: hegemonía del corto plazo y monetización en las carteras del público.....	33
3.4.2.1. Estructura por instrumentos.....	33

3.4.2.2. Estructura por tenedores .....	35
4. CONCLUSIONES .....	38
5. BIBLIOGRAFÍA .....	40

## ÍNDICE DE FIGURAS.

Gráfico 1: Distribución de la deuda pública por instrumentos (1988-2017) .. .....	4
Gráfico 2: La evolución de la Deuda Pública en función del PIB.....	9
Gráfico 3: Comparativa de la evolución del Gasto Público y la Deuda Pública en función del PIB desde 1980 hasta 2007 .....	10
Gráfico 4: Comparativa de la variación del PIB y de la variación de la Deuda Pública con respecto al PIB desde 1980 hasta 2007 .....	11
Gráfico 5: Comparativa de la evolución de la Deuda Pública y del Gasto Público desde 2007 hasta 2017 en función del PIB.....	18
Gráfico 6: Comparativa de la variación del PIB y de la variación de la Deuda Pública con respecto al PIB desde 2007 hasta 2017 .....	19
Gráfico 7: Determinantes de la variación de la deuda.....	20
Gráfico 8: Determinantes de la variación de la Deuda Pública de la zona Euro .....	21
Gráfico 9: Evolución de la Deuda Pública en función del PIB de Alemania, Francia, Reino Unido y España.....	22
Gráfico 10: Evolución de la Deuda Pública en función del PIB de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.....	23
Gráfico 11: Evolución de los instrumentos de financiación de la deuda (1987- 1997) .....	34
Gráfico 12: Evolución de los instrumentos de financiación de la deuda (2003- 2017) .....	35
Gráfico 13: Evolución de los tenedores de Letras del Tesoro .....	36
Gráfico 14: Evolución de los tenedores de Bonos y Obligaciones del Estado .....	37
Gráfico 15: Evolución de los tenedores de Bonos y Obligaciones segregados .....	38

## **1. INTRODUCCIÓN.**

La crisis económica y financiera que estalló en 2008 fue un problema de envergadura para España, ya que su deuda pública aumentó a un ritmo muy acelerado, desde un 39,50% del PIB en 2008 hasta un 100,40% del PIB en 2014, provocando una crisis de deuda desconocida tras la instauración de la democracia. A partir de este año la deuda, se redujo situándose en 2017 en un 98,10% del PIB, dejando detrás numerosas consecuencias.

Desde la crisis, la deuda pública ha aparecido en medios de comunicación y ha pasado a captar el interés general debido a su importancia. Por ello, con este trabajo intentaremos profundizar en nuestro conocimiento sobre la deuda pública: su evolución, modernización, los factores que fomentado su incremento, las posibles medidas para reducirla y la importancia de su estructura por instrumentos y tenedores.

Sobre este tema a nivel global se ha hablado bastante y, de entre todos los trabajos, nos encontramos con el publicado en los "Papers y Proceedings" de la American Economic Review de Mayo de 2010 por C. Reinhart y K. Rogoff. En este trabajo se decía que cuando el endeudamiento de un país superaba el 90% su crecimiento económico bajaba de forma espectacular, pero esta teoría fue criticada por investigadores de la Universidad de Massachussets. Este ejemplo es una buena muestra del interés e importancia del tema elegido.

## **2. OBJETO DEL TRABAJO Y METODOLOGÍA.**

El objeto de este trabajo se expone en analizar los siguientes puntos:

- La importancia de la deuda pública para financiar a los estados.
- La diversidad de instrumentos y mercados, intentando observar una mayor diversidad es algo positivo.

- La evolución del montante y si va ligado a otros indicadores como el crecimiento económico (qué pasa cuando hay crecimiento, qué pasa cuando hay inestabilidad política, económica...)
- Los peligros derivados del tamaño de la deuda que puede poner en problemas a una nación.
- Los límites de la deuda, ¿Dónde están? Algunos argumentan que mucho endeudamiento disminuye el crecimiento y otros piensan que hasta cierto punto es positivo para el crecimiento (anticíclica).
- La importancia de los tenedores de deuda (¿es mejor que la deuda la posean entidades extranjeras, no residentes o las entidades españolas, residentes del país?)

Para la elaboración de este trabajo se han utilizado las páginas web de instituciones oficiales como el Tesoro, el Banco de España, INE, Ministerio de Hacienda y Eurostat. Aunque la principal fuente de información utilizada para la realización del trabajo se ha basado en los libros especializados que tratan aspectos sobre la deuda pública española.

Los gráficos y tablas presentes en el trabajo se han obtenido de datos presentes en la página web Datos macro – Expansión, Banco de España, Banco Central Europeo, INE, Ministerio de Hacienda, Eurostat y en el Tesoro. En todas había muchos datos actualizados sobre la deuda pública y el PIB, mientras que en el Tesoro había datos sobre la estructura de la deuda.

Tras la introducción, objeto del trabajo y metodología nos encontraremos con la primera parte, en la que se explica que es la deuda pública y sus tipos, siendo estos tipos mecanismos a corto, medio y largo plazo para financiar la deuda pública. En la segunda parte, trataremos la evolución de la deuda pública desde el inicio de la democracia hasta la actualidad en tres apartados: en el primero se verá cómo la variación del PIB es inversamente proporcional a la variación de la deuda pública, el gran incremento del gasto público entre 1975 – 2007, la creación del mercado de deuda pública y nuevos títulos para obtener mayor financiación y alargar los plazos de vencimiento de la deuda, entrada en la Comunidad Económica Europea y el paso de un sistema de financiación basado en la monetización de la deuda a



un sistema basado en la financiación a través de inversionistas privados y mercados. En el segundo se analizará el inicio de la crisis de deuda, el inicio y fin del acoso de los mercados a la deuda española, la reducción de la prima de riesgo y los factores de los que está compuesta la deuda pública. En el tercero habrá una comparativa de la deuda de España con la de otros países de la zona Euro y una referencia a informes que hablan sobre el tamaño de la deuda. En la tercera parte, hablaremos del mercado de deuda pública, su evolución y su funcionamiento. En la cuarta parte, nos encontraremos con la política y la estructura de la deuda donde se explicará la crisis de 2008, las posibles medidas para sostener y reducir la deuda y la estructura por tenedores e instrumentos.

### **3. LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA.**

Para estudiar la Deuda Pública en España desde una perspectiva temporal vamos a tratar cuatro puntos esenciales. En primer lugar, definir el concepto y los tipos de Deuda Pública. En segundo lugar, la evolución de la Deuda Pública durante la democracia. En tercer lugar, el Mercado de Deuda Pública y en último lugar las políticas de deuda y la estructura de la deuda del Estado.

#### **3.1. Concepto y tipos de deuda pública en España.**

##### **3.1.1. Concepto.**

La Deuda Pública son los pasivos financieros, (valores, préstamos y créditos) contraídos por las Administraciones públicas, lo que en España incluiría no sólo los de la Administración central, sino también todos los de las administraciones autonómicas y locales. La Deuda Pública sirve para financiar la actividad económica del sector público y también, es considerada como un activo financiero. El Tesoro utiliza esta Deuda para llevar a cabo distintas funciones, como pueden ser:

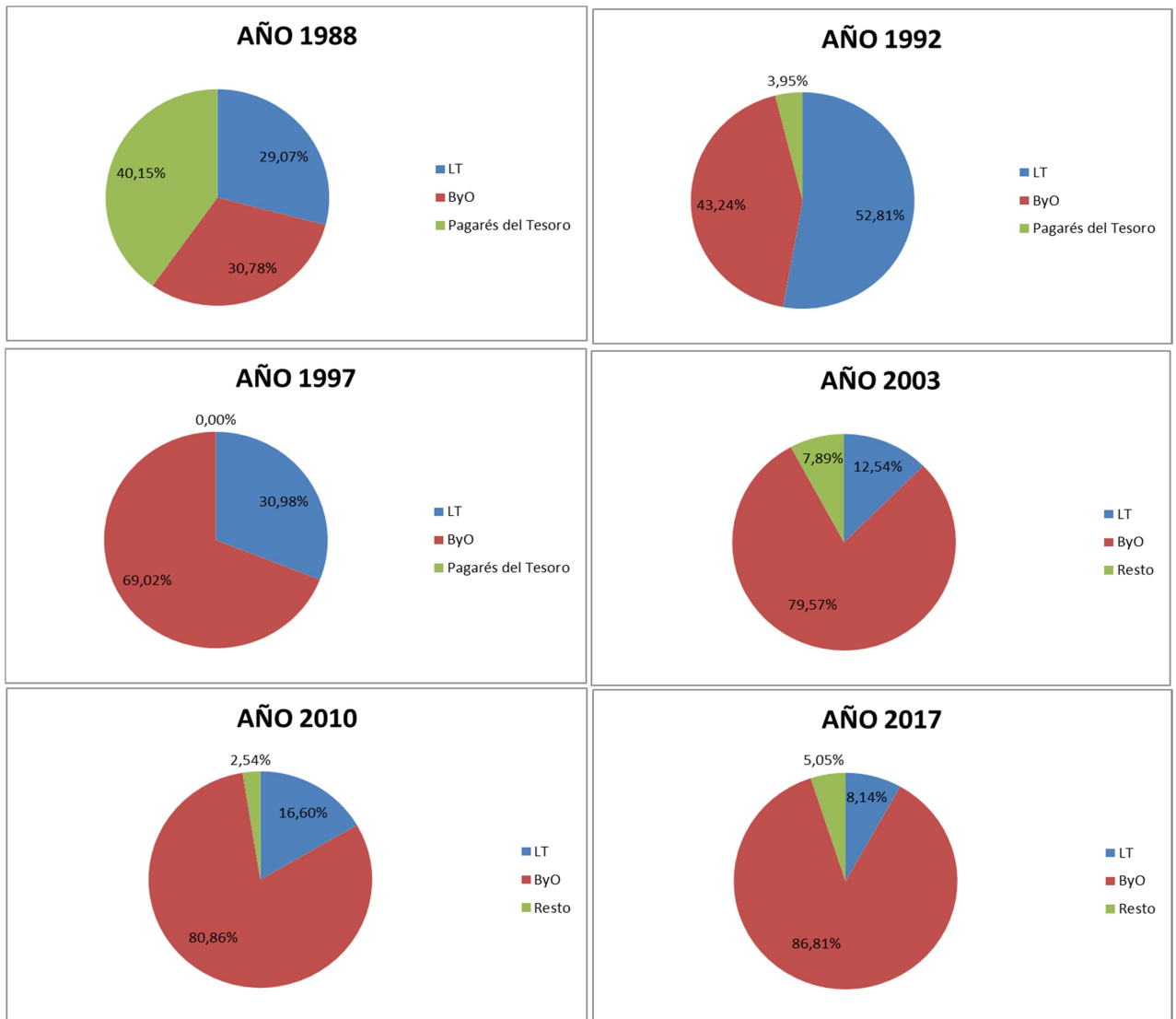
- a) Cubrir déficit de Tesorería (cuando los gastos exceden a los ingresos).
- b) Equilibrar desfases transitorios de Tesorería.
- c) Financiar inversiones públicas o planes de desarrollo.
- d) Hacer frente a gastos extraordinarios (guerras).

e) Regular el exceso de disponibilidad monetaria.

En este contexto de Deuda Pública tenemos que diferenciar la deuda según su vencimiento (corto y largo plazo), tenedores (residentes y no residentes) y la deuda exterior, con la cual nos referimos a la suma de deuda pública y privada que tiene un país en manos de las entidades extranjeras. Ésta deuda externa se clasifica según:

- a) Instrumento de deuda: como bonos, préstamos, crédito comercial.
- b) De acuerdo al plazo: corto o largo plazo.
- c) Por tipo de moneda: nacional, extranjera.
- d) Por tipo de interés: fijo o variable.

Gráfico 1: Distribución de la deuda pública por instrumentos (1988-2017).



Fuente: Banco de España.

De todas estas, la deuda más importante fue la deuda a corto plazo, ya que ocupó un porcentaje muy elevado del volumen total de la deuda desde 1988 hasta 1992, actuando como un activo que permitió regular la liquidez e influir sobre la estabilidad económica. A partir de 1992 el porcentaje de los bonos y obligaciones comenzó a aumentar considerablemente y en mayo de 1993 dio lugar a la desaparición total de los pagarés del Tesoro.

Actualmente los bonos y obligaciones suponen un 86,81% frente a un 8,14% de las Letras del Tesoro mejorando la vida media de la cartera y proporcionando un mecanismo de financiación más estable al Estado.

### **3.1.2. Tipos de deuda pública en España.**

#### **3.1.2.1. Letras del Tesoro.**

Las Letras del Tesoro se crearon en 1987 y se representan mediante anotaciones en cuenta y su objetivo era sustituir a los Pagarés del Tesoro, los cuales fueron creados en 1981 para establecer un mercado de deuda con el fin de que el Tesoro pudiese financiarse sin ayuda de los créditos del Banco de España. Este activo (Pagarés del Tesoro), de cupón cero y a corto plazo, financió el 60% de las necesidades de endeudamiento entre 1983-1986. Ésta sustitución se debió a que los Pagarés del Tesoro eran instrumentos con opacidad fiscal, es decir, servía de refugio para el dinero negro y no tenía obligaciones fiscales (exentos de retención a cuenta en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y no existía obligación de comunicación fiscal sobre el titular), mientras que a las Letras del Tesoro se les exigía comunicación fiscal.

Las Letras del Tesoro son valores emitidos al descuento, esto implica que su precio de adquisición es menor al importe que el inversor recibirá cuando se produzca el reembolso. El valor de reembolso de la Letra es de 1.000 euros y la diferencia entre este valor y el precio de adquisición es el interés o rendimiento de la Letra.

Las Letras se emiten mediante subasta. Siendo el importe mínimo de cada petición de 1.000 euros, y las peticiones por importe superior han de ser múltiplos de 1.000 euros.

Los plazos de emisión de las Letras del Tesoro han variado a lo largo de los años. En 1987, se emitieron a un plazo de 12 meses con el fin de corregir las disfunciones que los Pagarés del Tesoro estaban provocando a la política monetaria. Desde 1994, se empezaron a emitir a 3 y 6 meses para sustituir los anticipos que el Banco de España hacía al Tesoro. Por último, en 1997 se crearon las Letras a 18 meses con el fin de satisfacer la demanda de los inversores institucionales a corto plazo. Actualmente, lo más habitual es que el Tesoro emita Letras a 3, 6, 12 y 18 meses.

El precio de adquisición de las Letras del Tesoro en la subasta se calcula según estas fórmulas:

Cuando el vencimiento es inferior a 1 año

$$P = \frac{1.000}{\left(1 + i \cdot \frac{n}{360}\right)}$$

Cuando el vencimiento es superior a 1 año

$$P = \frac{1.000}{\left(1 + i\right)^{\frac{n}{360}}}$$

Siendo en ambos casos:

P= precio de adquisición, con tres decimales.

1.000= valor nominal.

n= días al vencimiento.

i= rentabilidad bruta, TIR.

Por último, destaca que las Letras del Tesoro son activos financieros a corto plazo, con una elevada liquidez, bajo riesgo y baja rentabilidad, con lo cual puede ser bastante atractivo para inversores con aversión al riesgo aunque reciban una baja rentabilidad a cambio y para personas que no sepan con exactitud si ese dinero invertido en Letras lo van a necesitar en un futuro próximo o no.

### 3.1.2.2. Bonos y obligaciones del Estado.

En 1982 se crearon los bonos y un año más tarde se emitieron las obligaciones con la finalidad de mejorar la vida media de la cartera y así proporcionar una financiación temporal más estable al Estado. Unos años más tarde se emitieron las obligaciones a 10, 15 y 30 años. Ambos son activos financieros de renta fija emitidos por el Tesoro Público o por otras Corporaciones Públicas a medio y largo plazo. Estos títulos pagan intereses de forma periódica y son amortizables a la par.

La diferencia entre bonos y obligaciones radica en el plazo de vencimiento, los Bonos son emitidos con vencimiento entre 2 y 5 años, mientras que las Obligaciones se emiten con un vencimiento superior a 5 años. Estos títulos son puestos en circulación mediante subasta competitiva, con un valor nominal de 1.000 euros como mínimo, siendo las peticiones por cantidades superiores múltiplos de 1.000 euros.

Los precios medio y mínimo aceptado (marginal) deducidos de la subasta va a depender de:

- a) Si el momento de la emisión del título es anterior al origen teórico de la operación ( $t < 0$ ).

$$P = [I_B + I_B \cdot a_{\overline{n}|i} + N \cdot (1+i)^{-n}] \cdot (1+i)^{-\frac{t}{365}}, \quad (P = P_{ex})$$

- b) Si el momento de la emisión del título coincide con el origen teórico de la operación ( $t = 0$ ).

$$P = I_B \cdot a_{\overline{n}|i} + N \cdot (1+i)^{-n}, \quad (P = P_{ex})$$

- c) Si el momento de la emisión del título es posterior al origen teórico de la operación ( $t > 0$ ).

$$P = [I_B \cdot a_{\overline{n}|i} + N \cdot (1+i)^{-n}] (1+i)^{\frac{t}{365}}, \quad (P \neq P_{ex})$$

Otro concepto importante a tener en cuenta es el precio ex – cupón, que sería el que aparece en el mercado secundario, es decir, no considera los intereses que se hayan devengado desde el pago del último cupón (cupón corrido).

- a) Si  $i_B = i$ : el título cotiza a la par y el precio ex – cupón del título coincidirá con su valor nominal.

- b) Si  $i_B > i$ : el título cotiza sobre la par y el precio ex – cupón del título será mayor que su valor nominal.
- c) Si  $i_B < i$ : el título cotiza bajo la par y el precio ex – cupón del título será menor que su valor nominal.

Siendo  $i_B$  el tipo de interés nominal anual que devenga el título de renta fija e  $i$  el tipo de interés de mercado al que se realiza la compra o venta del título.

### 3.1.2.3. *Strips de Bonos y Obligaciones del Estado.*

A partir de julio de 1997, los Bonos y Obligaciones del Estado emitidos por el Tesoro son denominados como segregables, con el fin de cubrir la demanda de deuda pública sin necesidad de aumentar la variedad de valores emitidos por el Tesoro. La principal diferencia es la posibilidad de segregación, esto te permite fraccionar o dividir cada bono en “n” valores (llamados strips) uno por cada pago que la posesión del bono dé derecho a recibir. Una vez divididos, estos strips pueden ser negociados individualmente de forma diferente al resto de strips.

Mediante esta operación se pasa de ser un activo de rendimiento explícito a una serie de valores de rendimiento implícito, con vencimiento y valor de reembolso igual al de los cupones y principal del activo originario. También es posible la operación inversa<sup>1</sup>.

### 3.1.2.4. *Deuda en divisas.*

La deuda o la financiación en divisas suponen en 2017 un 0,237% de la deuda total del Estado en circulación, encargándose del resto de la financiación las Letras del Tesoro (8,140%), los bonos y obligaciones del Estado (86,811%) y Eurobonos y otros (4,812%). En el pasado, ésta financiación en divisas suponía un 8 y 10% de la deuda en circulación durante la segunda mitad de los años 90.

La deuda en divisas en 2017 asciende a 2.291 millones de euros al cambio. Las únicas tres monedas en que en la actualidad se encuentra denominada en divisas son dólares USA, yenes y libras esterlinas. También

---

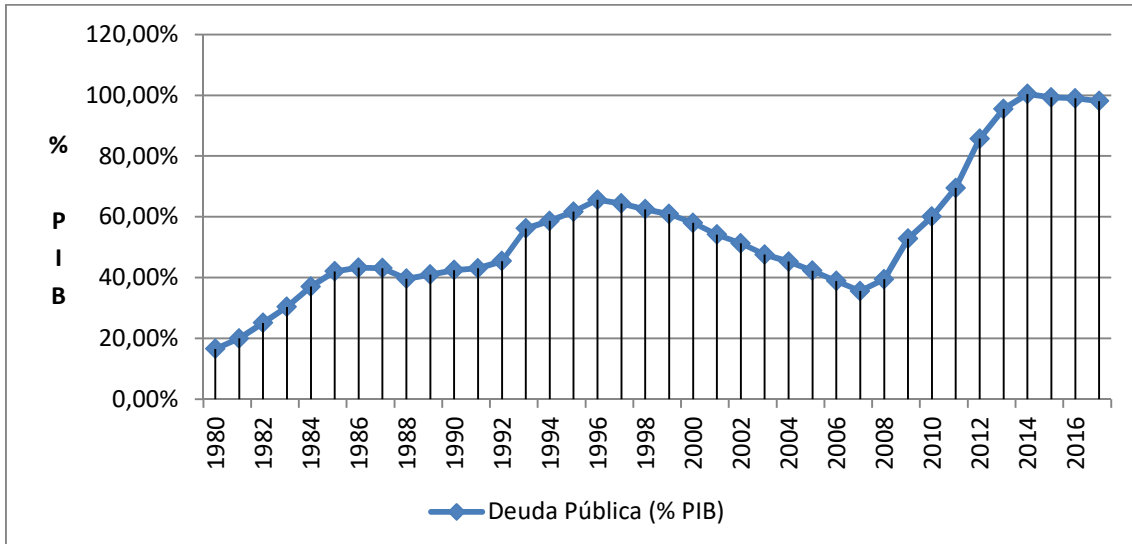
<sup>1</sup> <http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado>

existe una serie de instrumentos, donde los más importantes son los negociables: eurobonos y Notas a Medio Plazo, teniendo una participación en los préstamos menor. Para situaciones de necesidad de fondos se utilizan instrumentos a corto plazo como el papel Comercial y la Línea de Crédito multivisa (Guía del sistema financiero español, 2016, pp.390-397).

### 3.2. La deuda pública Española durante la democracia.

La historia de la Deuda Pública durante la democracia la vamos a dividir en 3 periodos: el primero, va a tratar de la deuda pública a partir de la democracia hasta la crisis de 2007, en el cual vamos a ver como se produce una expansión del gasto público y un cambio en la ejecución de la política monetaria, provocando un incremento de la cantidad de intereses que el Estado tuvo que pagar por endeudarse.

Gráfico 2: La evolución de la Deuda Pública en función del PIB.



Fuente: Banco de España ([www.epdata.es](http://www.epdata.es)) y elaboración propia.

El segundo, va explicar la evolución de la deuda desde 2007 hasta la actualidad, donde veremos cómo se produjo un aumento sin precedentes de la deuda pública alcanzando su máximo valor en 2014 con un 100,40% del

PIB. Y, por último, la comparación del tamaño de la deuda y sus determinantes con respecto a otros países de la zona Euro.

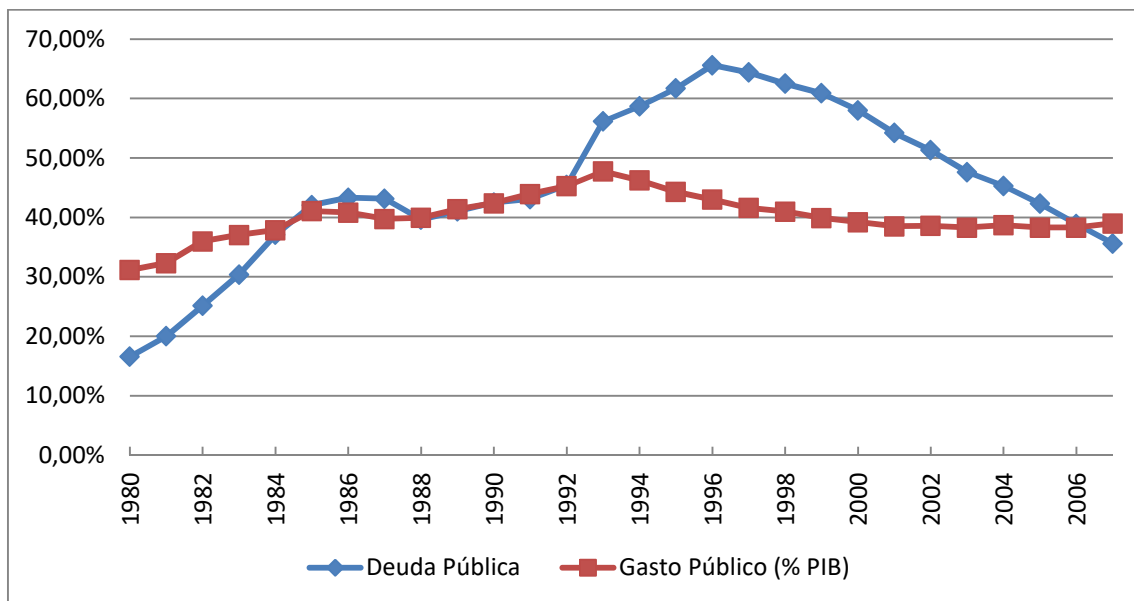
### 3.2.1. La deuda pública española desde el inicio de la democracia hasta la crisis económica del año 2007.

#### 3.2.1.1. La evolución de la deuda pública española (1975-2007).

Dentro de estos años existen cuatro etapas relacionadas con la expansión del gasto público que irremediamente fue acompañada de mayores requerimientos de financiación y endeudamiento:

**Primera etapa (1975-1985).** Durante este periodo de tiempo la Deuda Pública española aumentó sustancialmente, pasando de un 7,3% del PIB a un 43,7%, debido al aumento del tamaño del sector público.

Gráfico 3: Comparativa de la evolución del Gasto Público y la Deuda Pública en función del PIB desde 1980 hasta 2007.



Fuente: Banco de España, Ministerio de Hacienda y elaboración propia.

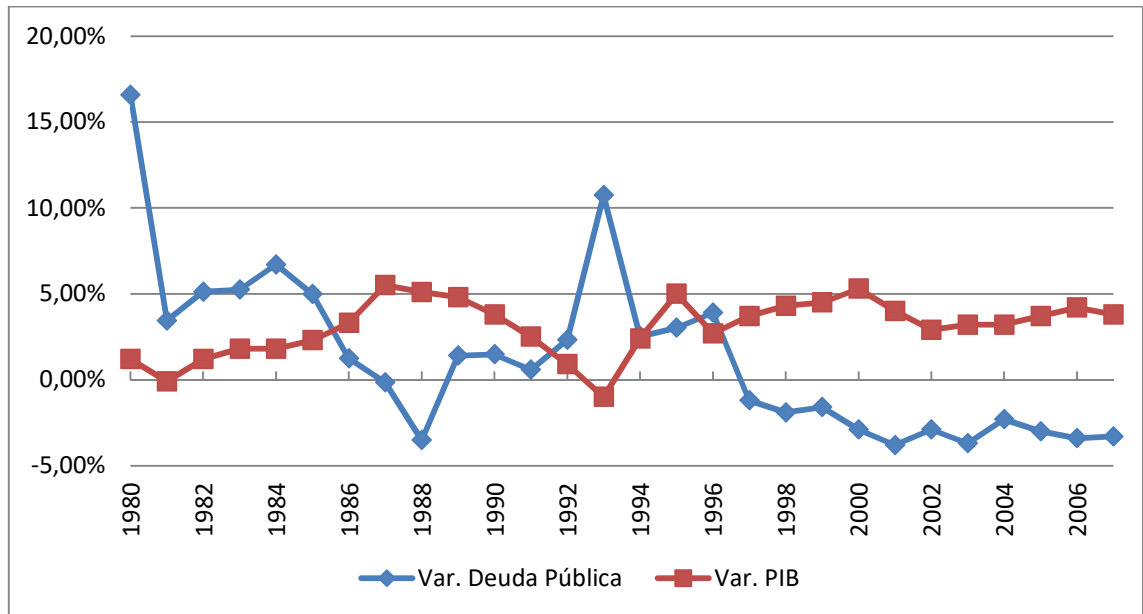
La Ley de Medidas Urgentes de Reforma Fiscal de 1977 permitió al sistema tributario mejorar la recaudación y la equidad fiscal, esto no fue suficiente para cubrir el gasto público del Estado español. A partir de este momento, la Deuda Pública comenzó a ser utilizada como mecanismo de financiación.



Este fuerte incremento del gasto se debió a:

- a) La potente demanda social para establecer rápidamente un Estado de Bienestar.
- b) Las crisis económicas anteriores, ya que había que cubrir las necesidades de gasto derivadas de las mismas.
- c) El progresivo incremento del coste financiero, es decir, el aumento de los intereses que el Estado tenía que pagar por endeudarse.

Gráfico 4: Comparativa de la variación del PIB y de la variación de la Deuda Pública con respecto al PIB desde 1980 hasta 2007.



Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

**Segunda etapa (1986-1989).** En estos años el déficit público disminuyó situándose en un 2,8% del PIB en 1989 y, debido a esto, la Deuda Pública se mantuvo en torno al 43% del PIB. Estas cifras se debieron a la recuperación económica y a la desaceleración del gasto público. También ayudó la entrada de España en la Comunidad Económica Europea, las reformas estructurales del gobierno (como la tributaria, la de contención del gasto público y la reconversión industrial) y la aplicación de una estrategia basada en tres pilares:

- a) El establecimiento de los alicientes para que surgiese una demanda particular de deuda pública.
- b) El establecimiento de las instituciones del mercado de la deuda.
- c) La creación de una gama de nuevos títulos que estimularan la entrada de inversores no residentes y permitieran el alargamiento de los plazos de vencimiento de la deuda.

**Tercera etapa (1990-1998).** En esta etapa se produjo un gran aumento del déficit y de la Deuda pública pasando del 42,51% del PIB en 1990 al 62,50% del PIB en 1998. Esto sucedió debido a que las condiciones de convergencia definidas en el Tratado de Maastricht tenían que ser cumplidas por todos los países del SME con el fin de llegar a la unión monetaria. En este periodo, el proceso de reunificación alemana dio lugar a fuertes presiones inflacionistas, que provocaron una inminente subida de tipos por parte del Bundesbank provocando un creciente ambiente de incertidumbre y falta de confianza en el SME.

A mediados de septiembre de 1992, la libra esterlina y la lira italiana abandonaron el Mecanismo de Tipos de Cambio y la peseta se devaluó un 5%, pero manteniéndose en su banda de fluctuación. Un mes después, la peseta se volvió a devaluar, pero esta vez acompañada del escudo portugués. Dos meses más tarde, la libra irlandesa se devaluó como consecuencia de la fuerte depreciación a la que estaba siendo sometida la libra esterlina. Pero todo no acabó aquí, ya que en mayo de 1993 la peseta y el escudo volvieron a ser devaluados. Estas devaluaciones se debieron a la fuerte especulación en los mercados, ya que el Banco de Inglaterra intentó reducir la banda de fluctuación con Alemania subiendo los tipos de interés para atraer capital provocando esta situación.

**Cuarta etapa (1999-2007).** En esta etapa se redujo la Deuda Pública alcanzando el 35,6% del PIB en 2007, debido a que España crecía a un 3% del PIB real generando un superávit presupuestario. Todo este crecimiento provenía fundamentalmente del sector de la construcción, que más adelante, junto con el crecimiento del crédito y del endeudamiento privado provocarían un boom inmobiliario, dando lugar al aumento del precio de la vivienda y a la excesiva concentración de recursos productivos en el sector de la

construcción. Estos sucesos dieron lugar a la desaceleración de la actividad económica que supuso el inicio de la crisis (Del Blanco, 2015).

### 3.2.1.2. *La modernización de la gestión de la deuda pública en España.*

Esta modernización de la gestión de la deuda se debió a que el Estado español quería unirse a la Comunidad Económica Europea y esta le exigía llevar a cabo un cambio importante en la gestión de la deuda. Desde ese instante, España comenzó a elaborar una serie de reglas para asegurar la independencia del Banco de España con el Tesoro.

En la década de los 80 se produjo un importante cambio en la ejecución de la política monetaria, dando lugar a un incremento de la cantidad de intereses que tiene que pagar el Estado por endeudarse. Este incremento del coste de financiación se debió al pasar de un sistema de financiación basado en la monetización de la deuda a un sistema basado en la financiación a través de inversionistas privados y mercados. Con el sistema de monetización, el Estado sólo pagaba un 1% del PIB en intereses, sin embargo, con el nuevo sistema de financiación los intereses a pagar por el Estado alcanzaron el 4,8% del PIB. La gran diferencia radicaba en los bajos tipos de interés a los que se podía financiar el Tesoro.

Las medidas establecidas en España que dieron lugar a un gran cambio en el modelo de gestión de la Deuda Pública variaron a lo largo de las etapas:

**Primera etapa (1975-1982).** Debido a que España quería unirse a la Comunidad Económica Europea tuvo que llevar a cabo reformas, tanto para la gestión de las finanzas como para la gestión de la Deuda Pública. Una de las obligaciones más importantes era la de una política monetaria independiente.

Las primeras medidas adoptadas fueron las siguientes:

- a) Limitar el acceso a la financiación del Banco de España por parte del Tesoro, no superando el 12% del gasto público total.
- b) En 1980 se emitieron Bonos del Tesoro a corto plazo, estos fueron adquiridos y colocados por parte del Banco de España a las entidades financieras mediante subastas a un tipo de interés mayor al que el Banco de España los adquirió. De esta forma, el Banco de

España y las entidades financieras asumieron el coste de financiación. A partir de entonces, se establecieron nuevas formas a la financiación mediante el crédito del Banco de España.

- c) Aumento del coeficiente legal de caja al 20%, desplazando el coste de financiación hacia las entidades financieras. Este aumento supuso que los clientes de los bancos pagasen más intereses por sus créditos que los que recibían por sus depósitos.

A pesar de todo esto, continuaba sin existir un mercado de deuda que permitiese al Estado español financiarse mediante inversores y empresas no financieras.

**Segunda etapa (1983-1989).** En esta etapa se estableció el mercado de deuda, haciendo ver que el Tesoro podía financiarse sin ayuda de los créditos del Banco de España. Para el establecimiento de este mercado de deuda se crearon en 1981 los Pagarés del Tesoro, es decir, activos cupón cero y a corto plazo. Este activo financió el 60% de las necesidades de endeudamiento entre 1983 y 1986.

Más adelante, se creó un mercado secundario, el cual era más ágil, rápido y seguro. Este mercado era líquido y profundo al ser un instrumento interbancario.

No obstante, la financiación a través de los Pagarés del Tesoro era inestable, ya que era a corto plazo y fiscalmente beneficiosa. Por ello, se fueron creando otro tipo de activos, empezando con los Bonos y Obligaciones del Estado, los cuales eran activos a medio y largo plazo con la finalidad de mejorar la vida media de la cartera.

Más tarde, aparecen las Letras del Tesoro, un activo financiero a corto plazo, al cual se le exigía la comunicación fiscal sobre el titular. Este nuevo instrumento sustituyó a los Pagarés del Tesoro y dio lugar al desarrollo de un control informático en todas las operaciones con el fin de establecer un sistemático control fiscal.

En 1987 se estableció el sistema de anotaciones en cuenta de Deuda Pública. Esto dio lugar a una mayor profundidad y liquidez debido a que se produjo una reducción en los costes de transacción a los participantes del mercado, se amplió el sistema a toda gama de instrumentos proporcionando al mercado una mayor agilidad y liquidez y se permitió que las entidades

gestoras tuviesen una cuenta propia y una serie de cuentas a nombre de sus clientes.

En este mismo año también tuvo lugar la creación de Creadores de Mercado y negociantes de deuda, los primeros eran entidades financieras miembros del mercado de deuda pública en anotaciones y los segundos eran aspirantes a Creadores.

Las funciones de los Creadores de mercado eran:

- a) Favorecer la liquidez.
- b) Buen funcionamiento del mercado español de deuda pública.
- c) Cooperar con el Tesoro en la colocación y difusión exterior e interior de la deuda del Estado.

Mientras que estos aspirantes a Creadores fueron creados para fomentar la competencia.

Para acabar, en 1988 se aprueba la ley del mercado de valores. Esta ley da lugar a la creación de las sociedades y agencias de valores para aumentar la competencia y el mercado de deuda pasó a ser un mercado secundario oficial independiente del Tesoro.

**Tercera etapa (1990-1994).** En este periodo desapareció de forma definitiva los Pagarés del Tesoro, se eliminó el coeficiente de inversión obligatoria y se redujo el coeficiente legal de caja.

Debido a un tratamiento fiscal favorable para los inversores e instituciones financieras no residentes, la incorporación de España en la Comunidad Económica Europea, la liberalización de los movimientos de capitales y la atractiva rentabilidad de la deuda española, se internacionalizó el mercado de deuda mejorando su funcionamiento y confianza.

Esta internacionalización aumentó la vida media de la cartera de deuda, que también fue a causa del establecimiento de un calendario anual de subastas.

**Cuarta etapa (1995-2007).** Se prohibió definitivamente la financiación del Banco de España al Tesoro. Además, se estableció una serie de medidas para obtener una financiación estable, mejorar la liquidez y la eficiencia del mercado:

- a) Aparecieron nuevos instrumentos financieros más a largo plazo (obligaciones del Estado a 30 años) y mayor importancia a la política de canjes y recompras, con el objetivo de obtener una financiación estable reduciendo el riesgo de refinanciación.
- b) En relación al mercado primario, aumentó el tamaño de las emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado (primeras Obligaciones a 10 años con subastas mensuales). En el mercado secundario, se amplió el grupo de Creadores de Mercado a las entidades no residentes. Todo esto con el objetivo de mejorar la liquidez.
- c) En 1997, se lanzaron los primeros Bonos y Obligaciones Segregables, además de Letras del Tesoro a 18 meses, aumentando la gama de instrumentos financieros.
- d) En 1998, se consideraron los rendimientos procedentes de la inversión en Valores del Tesoro como rendimientos de capital mobiliario y se redujo el porcentaje de retención.
- e) Se redujo el tiempo de resolución de las subastas de 30 minutos a 10 minutos, mejorando así la eficiencia del mercado.

Todas estas medidas permitieron reducir los intereses pagados por la Deuda y reducir el riesgo de financiación al alargarse la vida media de la cartera.

### **3.2.2. La deuda pública española desde el inicio de la crisis de 2007.**

En el año 2007 la Deuda Pública de España se situaba en torno al 36% del PIB, pero los desequilibrios económicos derivados del boom inmobiliario (alto grado de endeudamiento privado, créditos vinculados al sector de la construcción) situaron la Deuda Pública en el 85,7 % del PIB en 2012, año en el que el gobernador del Banco Central Europeo dijo que iba a salvar al euro (comenzando con el Programa de Financiación a Largo Plazo), surgiendo como resultado de esta declaración el final del acoso de los mercados a la deuda española y una reducción de la prima de riesgo de la deuda española. Otro aspecto que ayudó a salir de esta situación fue que los inversores extranjeros volvieron a invertir en deuda española debido al programa de flexibilidad cuantitativa de la Reserva Federal de los Estados

Unidos, en el que rebajaron los tipos de interés casi a cero. (Del Blanco, 2015).

Este incremento de la Deuda fue debido también a los siguientes factores por los que está compuesta la Deuda Pública:

- a) El saldo público primario (diferencia entre los gastos corrientes de un Estado y su recaudación de impuestos, sin contar los pagos de intereses de la deuda pública), este fue el factor principal que supuso el incremento de la Deuda, suponiendo un 70%.
- b) El crecimiento nominal del PIB, en esta etapa se produjo una caída del PIB suponiendo un aumento de la Deuda entre un 0-10%.
- c) Los intereses de la Deuda Pública, este fue el segundo factor suponiendo un 20 %.
- d) Los ajustes de déficit de deuda, supusieron entre 0-10% del incremento de la Deuda.

Analizaremos la distribución de la deuda de las AAPP. La deuda de la Administración Central pasó de un 30,1% del PIB en 2007 a un 72 % en 2012, pero gran parte de esta deuda se utilizó para financiar los gastos de las Administraciones Territoriales, sin embargo, la Deuda Pública de la Administración de la Seguridad Social se mantuvo estable (1,6% del PIB).

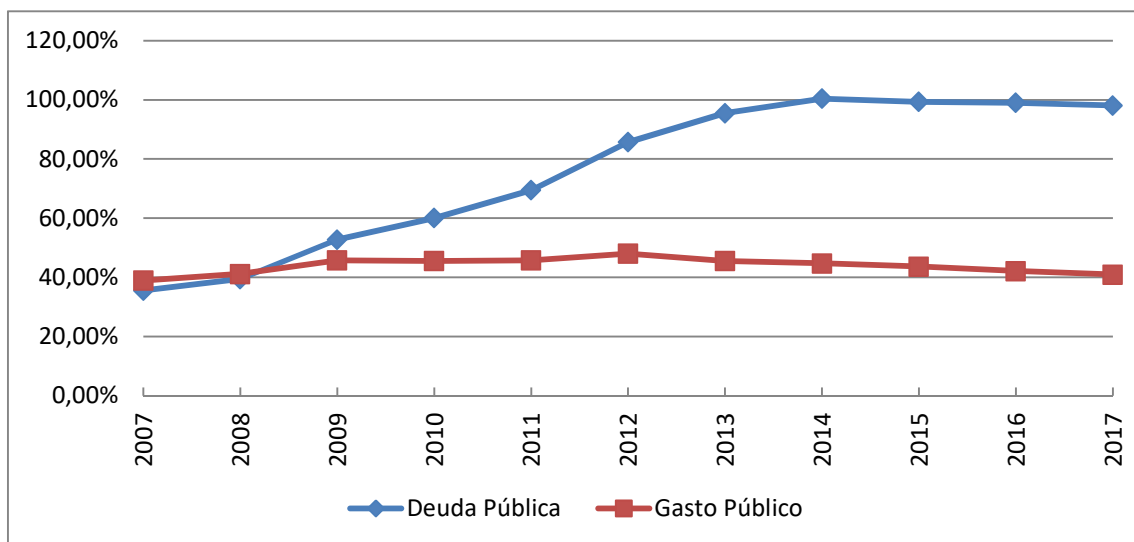
La Deuda Pública de las CCAA aumentó, ya que la burbuja inmobiliaria provocó un aumento de los ingresos públicos y debido a esto, los gobiernos, ayuntamientos y comunidades autónomas incrementaron los gastos estructurales. La deuda pasó del 6% del PIB (2007) al 18% (2012). En cuanto a los ajustes déficit-deuda entre 2008-2009 se mantuvo en el 0,7%, 2010-2011 pasó a ser negativo y en 2012 se incrementó al 3,4% del PIB (Del Blanco, 2015).

En 2013 la Deuda Pública alcanzó el segundo valor más elevado, situándose en el 95,5% del PIB, aunque el aumento con respecto al año anterior fue menor. A finales de 2013 se puso fin a la política monetaria restrictiva que el BCE había mantenido en la crisis. La prima de riesgo española había disminuido hasta alcanzar los 235 puntos básicos siendo en julio de 2012 de 630 puntos básicos. Esta reducción de la prima de riesgo se debió a las declaraciones de Mario Draghi en julio de 2012 (haría lo que hiciera falta para mantener el euro) acabando con el ataque al que estaba

sometido la deuda pública española y a que los bancos nacionales compraron deuda española (reduciendo el coste de financiación de la deuda del Estado) por miedo a adquirir activos e inversiones en el exterior.

A partir de 2014 el Estado español experimentó un crecimiento de su economía, obteniendo un PIB del 1,7% en ese año y que aumentó en el siguiente (3,6%), en el cual, el BCE inició una política monetaria expansiva. Desde entonces el PIB ha seguido creciendo pero en menor proporción que en 2015 (3,6%). A pesar de que en 2014 se experimentó un crecimiento económico, la Deuda alcanzó el 100,40% del PIB, el valor más alto hasta este momento, pero a partir de ese año la Deuda Pública ha ido disminuyendo hasta alcanzar en 2017 el 98,10%.

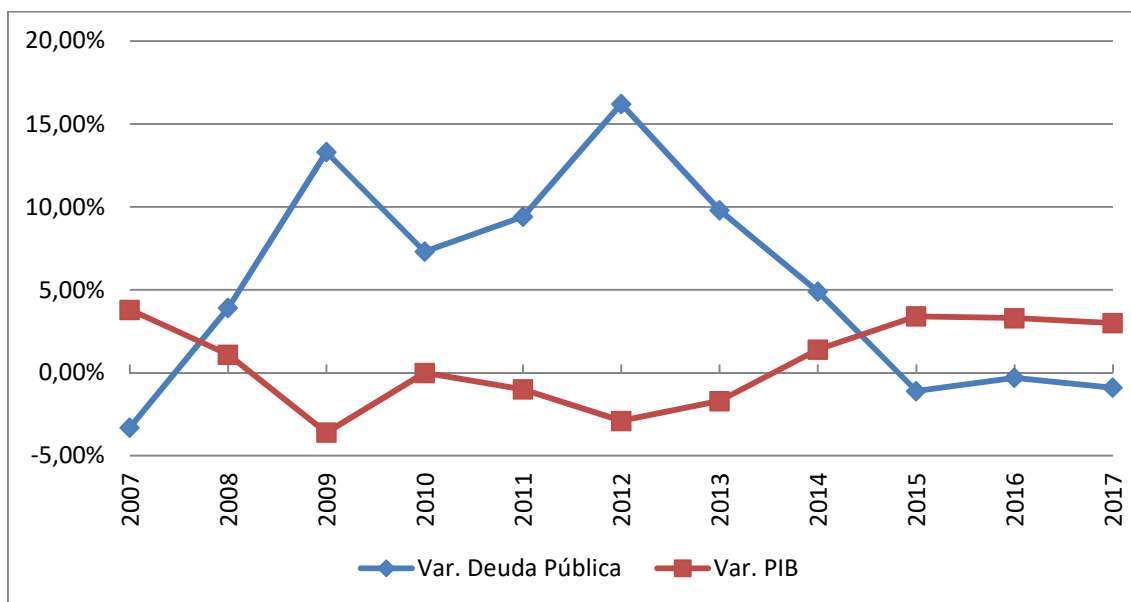
Gráfico 5: Comparativa de la evolución de la Deuda Pública y del Gasto Público desde 2007 hasta 2017 en función del PIB.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España y el Ministerio de Hacienda.



Gráfico 6: Comparativa de la variación del PIB y de la variación de la Deuda Pública con respecto al PIB desde 2007 hasta 2017.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de España e INE.

En general los principales determinantes de la variación de la deuda fueron: el saldo primario, los intereses de la deuda, los ajustes déficit – deuda y la variación del PIB nominal.

En primer lugar, el saldo o déficit primario desde 2012 fue disminuyendo, situándose en 2017 en el 0,5 % respecto al 1,7 % que suponía en 2016 y al 7,5 % en 2012 debido a los recortes en educación, sanidad, infraestructuras, pensiones y desempleo para pagar los intereses de la deuda.

En segundo lugar, los intereses se mantuvieron más o menos constantes desde 2012 hasta 2015 suponiendo entre un 3,5 % y un 3%, pero en 2016 fueron del 2,8% y en 2017 del 2,6 % por la reducción del tamaño de la deuda que se pasó de un 100,40% en 2014 a un 98,10% en 2017 y por la reducción del tipo de interés que tuvo que pagar el Estado por la deuda.

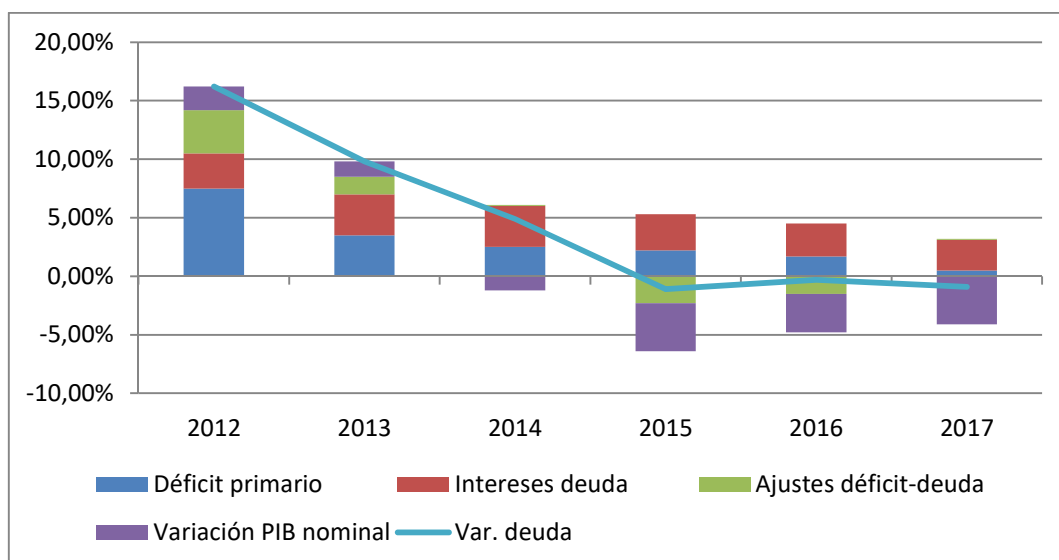
En tercer lugar, los ajustes déficit – deuda fueron positivos en 2012, 2013, 2014 y 2017, siendo en 2012 un 3,70 % y en 2017 un 0,10%. En 2015 y 2016 fueron negativos. El ajuste positivo implica un aumento de la variación de la deuda y el ajuste negativo una disminución, entonces como se puede ver en 2012, la variación de la deuda fue mayor, siendo de un 16,20 % respecto al año anterior debido al ajuste déficit - deuda positivo y elevado, pero según pasan los años se va reduciendo el ajuste déficit – deuda y con

ello la variación de la deuda con respecto a años anteriores, llegando a situarse en valores negativos provocando una disminución de la deuda.

Por último, el crecimiento del PIB nominal desde 2014 ayudó a reducir el ratio de deuda, siendo en 2015 y 2017 los valores que más contribuyeron a la reducción, consecuencia de la salida de la crisis y el establecimiento de una política expansiva por parte del BCE.

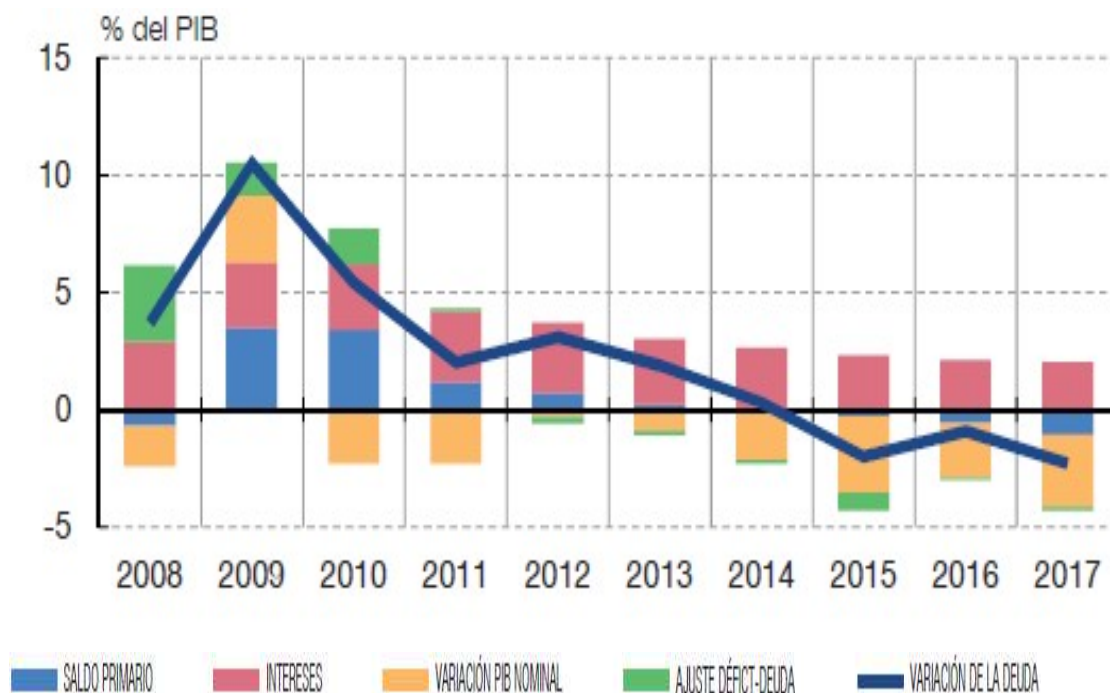
Estos determinantes de la variación de la deuda son diferentes a los de la Zona Euro.

Gráfico 7: Determinantes de la variación de la deuda.



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 8: Determinantes de la variación de la Deuda Pública de la zona Euro.



Fuente: Banco de España.

En el gráfico 8 se observa que los determinantes más importantes en la variación de la deuda eran los intereses que se pagaban por la deuda, los cuales incrementaban la deuda. El déficit primario a partir de 2012 fue inexistente, mientras que en España todavía se tenía un 0,50% de déficit primario en 2017. El crecimiento del PIB nominal en la Zona Euro contribuyó a la reducción de la deuda desde 2010, a diferencia de España que no fue hasta 2014 cuando comenzó a ayudar a reducir la deuda.

### 3.2.3. El tamaño de la deuda pública española.

El tamaño de la deuda es muy importante, ya que ciertos autores (Reinhart y Rogoff, 2010) explican cómo los países con una deuda por encima del 90% del PIB crecen más lentamente, pero esto es cuestionado por otros investigadores.

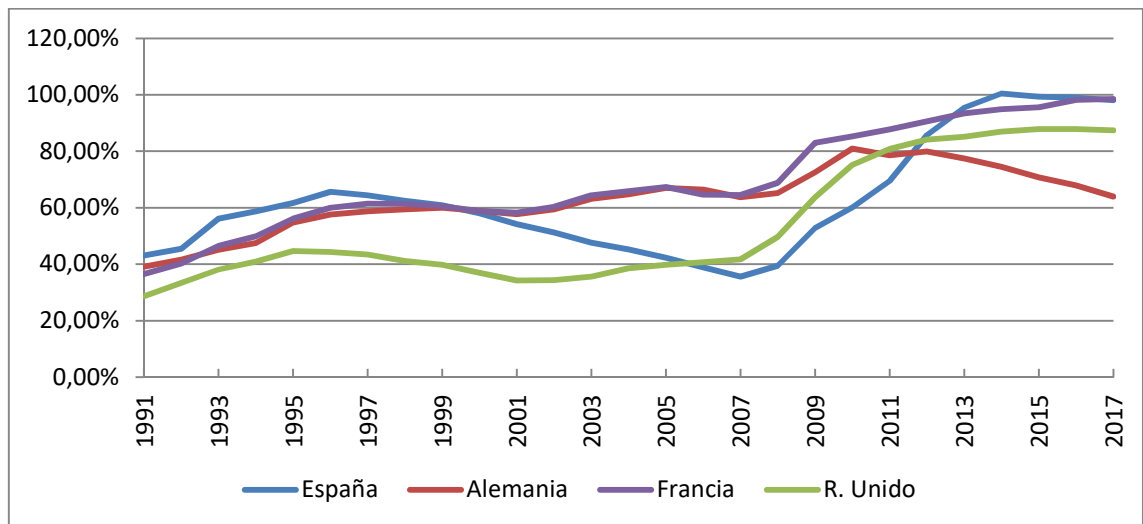
Los investigadores que cuestionaban esto eran Herdon, Ash y Pollin, los cuales realizaron el trabajo llamado HAP. En este trabajo demostraron que la tasa media de crecimiento real para países con un endeudamiento superior al 90 % era del 2,2% y no el -0,1% que defendían Reinhart y Rogoff.

También explicaban que los gobiernos no podían endeudarse sin restricciones y derrochar el dinero prestado, pero el endeudamiento utilizado de forma correcta es muy útil para reducir el paro. Como conclusión se expone que no se sabe con certeza cuánta deuda es demasiada.

Tanto el tamaño como la evolución de la Deuda Pública española son diferentes al resto de países de la zona euro.

En primer lugar comparamos la Deuda Pública española con la deuda de los países más ricos de la Zona Euro (Alemania, Francia Y Reino Unido). Como se puede apreciar en el gráfico la deuda de Alemania, Francia y Reino Unido permaneció prácticamente constante, incrementándose un 10% en el caso de Reino Unido y un 22% en el caso de Alemania y Francia, desde 1991 hasta 2007. En el caso de España observamos como la deuda se incrementó muy rápidamente (más de un 20%) desde 1991 (45,42%) hasta 1996 (65,50%), para acabar reduciéndose al 35,60% en 2007 fruto del crecimiento del PIB. Esto situó a la deuda española por debajo de los países más ricos en 2007.

Gráfico 9: Evolución de la Deuda Pública en función del PIB de Alemania, Francia, Reino Unido y España.



Fuente: Elaboración propia con datos Eurostat.

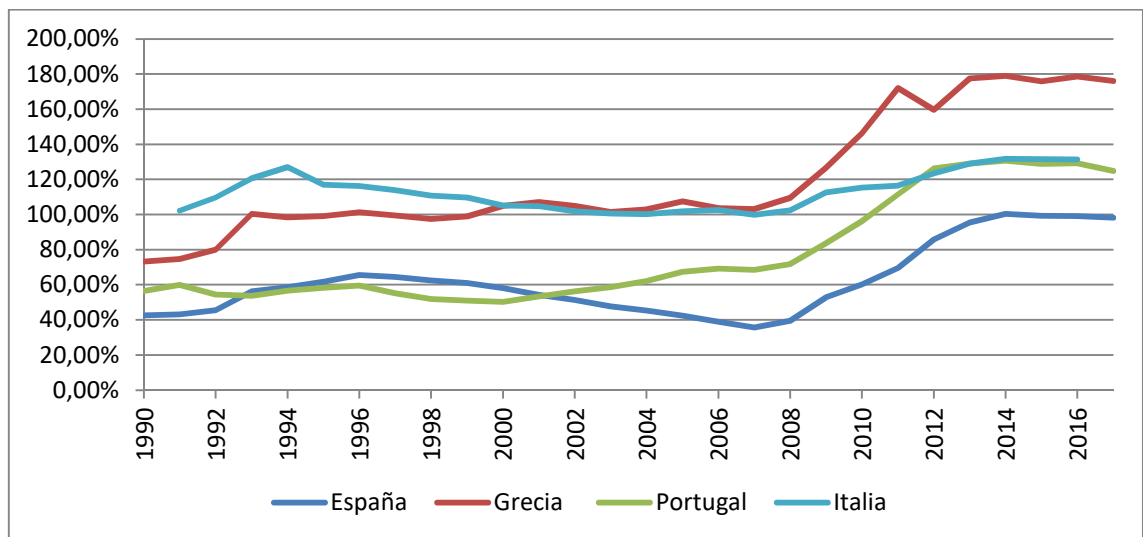
A partir de 2007, momento de la gran crisis, la deuda de todos los países se disparó, aumentando con una mayor verticalidad la deuda de Reino Unido y España, alcanzando esta última el 98,50% del PIB a la par con la deuda de Francia.

En segundo lugar comparamos la Deuda Pública española con la deuda de los países del mediterráneo (Grecia, Portugal e Italia).

Como se observa en el siguiente gráfico, desde 1991 hasta 2007 la deuda de Grecia y de Portugal se incrementó en un 30% y 17% respectivamente. En el caso de Italia y España la deuda se redujo en este periodo un 3% y un 7% respectivamente.

Desde 2007 la deuda de Portugal, Grecia y España aumentó rápidamente, mientras que la de Italia no se incrementó tanto. A pesar de esto la deuda de España continuó siendo la más baja de los países del mediterráneo.

Gráfico 10: Evolución de la Deuda Pública en función del PIB de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.



Fuente: Elaboración propia con datos Eurostat.

### 3.3. El mercado de deuda pública.

“El mercado oficial de deuda pública español tiene por objeto la negociación de la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta –casi la totalidad de la deuda del Estado- así como la de los valores emitidos bajo esta forma por las CCAA, entidades y sociedades públicas u organismos internacionales de los que España es miembro, siempre previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda” (Afi, 2016, pp.386). La creación de este mercado de deuda pública tuvo lugar mediante 2 etapas:

**Primera etapa (1976-1986).** En 1976 no existía un mercado de deuda pública, con lo que la deuda se financiaba con anticipos gratuitos del Banco de España y con la institucionalización de la deuda colocada en bancos privados mediante los coeficientes obligatorios de inversión. Este coeficiente de inversión consistía en que los bancos privados tenían la obligación de invertir como mínimo el 12% de sus pasivos computables en Pagarés del Tesoro.

Este mecanismo de financiación suponía un problema para el Estado, con lo que los gobiernos decidieron llevar a cabo una política responsable que consistía en la financiación de la deuda mediante la emisión de títulos en el mercado, pagando por ellos el precio exigido. Este nuevo mecanismo de financiación se encontró con el problema de que nadie quería comprar los títulos de deuda debido a que el Tesoro que los emitía era conocido por su morosidad. Con el fin de incentivar la compra de estos títulos el Tesoro incrementó los intereses que se pagaban por la deuda, pero esto no funcionó. Después de esta medida el Ministerio de Hacienda intentó captar inversores particulares a través de la concesión de privilegios fiscales, lo cual funcionó, pero esto no aportó la financiación suficiente. Esto hizo que el Tesoro siguiera dependiendo de los bancos privados y del Banco de España, siendo estos los principales tenedores de la deuda pública.

Debido a la liberalización financiera de 1976 los bancos podían poner condiciones para la admisión de la deuda y estas eran:

- a) Sólo admitirían deuda a corto plazo (menos de un año) debido a la crisis económica, política y a la fuerte inflación.
- b) Los tipos de interés nominal aumentarían al renovar los títulos en el caso de que aumentara la inflación.

Entre 1977 y 1982 el Banco de España para drenar la expansión de liquidez ocasionada por la financiación del BE al Tesoro, emitió deuda pública a muy corto plazo con diferentes nombres. En 1982 el 82% de la deuda era financiada por los anticipos gratuitos del BE.

Entre 1983 y 1987 el Banco de España veía que estas deudas a corto plazo deterioraban su cuenta de resultados y le eran más costosas, entonces inició un proceso de financiación basado en el aumento de los coeficientes de inversión y en la emisión de un nuevo título, los llamados Pagarés del Tesoro. Los Pagarés del Tesoro poseían una baja rentabilidad pero se veía compensada por su opacidad fiscal frente a la Hacienda. Estos comenzaron a emitirse al público en 1985 y en 1989 se les disminuyó el coeficiente de inversión. Finalmente estos Pagarés fueron sustituidos por las Letras del Tesoro.

**Segunda etapa (1986-2010).** Esta etapa comenzó con la entrada de España en la CEE. Se divide en dos periodos:

En el primero, el Estado quería que los inversores particulares, minoristas, finales e institucionales adquiriesen deuda y para ello adoptaron cinco medidas:

- a) Como los bancos cobraban a los inversores minoristas altos costes por las operaciones y custodia de los títulos de deuda se dio lugar a la apertura de cuentas directas en el Banco de España.
- b) Comenzó la negociación en bolsa de la deuda pública con el fin de establecer cotizaciones de referencia para los inversores minoristas. Mediante el establecimiento de La Ley del mercado de valores se reguló la organización del mercado de deuda, estableciéndolo como un mercado secundario oficial desvinculando del Tesoro, que se limitó a actuar como emisor.
- c) Se utilizó internet mediante el Tesoro, ya que ofrecía una vía rápida, directa y barata de venta de títulos de deuda.
- d) Para que los ahorradores aprovecharan la liquidez, la gestión profesional y las ventajas fiscales de los fondos de inversión colectiva se crearon fondos de inversión en deuda pública.
- e) Se hizo publicidad de los títulos del Tesoro anunciando sus características y ventajas fiscales.

En el segundo, se estableció un mercado de deuda con un aspecto institucional debido al establecimiento de un sistema eficiente de subastas en las emisiones de títulos y un calendario anual de subastas previstas en el mercado primario. Este sistema de subastas competitivas mejoró la competitividad y la transparencia del mercado, dando lugar a un mayor interés por parte de los no residentes.

El mercado secundario se perfeccionó creándose en 1987 el mercado de deuda pública representada en anotaciones en cuenta. Esta medida que sustituyó a los títulos impresos en papel permitió ahorrar tiempo, dinero y amplió las posibles operaciones.

Otro aspecto importante de este periodo fue la creación de sistemas de negociación electrónica, de compensación y liquidación, además de mercados de derivados y los creadores de mercado. Este sistema de compensación y liquidación funcionó hasta 2003 en el BE en la Central de Anotaciones, año en el que se sustituyó por Iberclear y unificó los sistemas de compensación y liquidación. También se establecieron los mercados de derivados para dar cobertura a las operaciones con deuda del Estado.

Dentro del mercado de Deuda Pública nos encontramos con el mercado primario de valores de deuda del Estado y el mercado secundario de deuda del Estado.

El mercado primario es el mercado utilizado por el Estado para financiarse, mediante el cual emite títulos de deuda pública. Ésta emisión es realizada por el Tesoro Público, por el Instituto de Crédito Oficial, por las corporaciones locales y por las comunidades autónomas, siendo el principal emisor de estos títulos el Tesoro.

La emisión de estos títulos de deuda pública se realizará a través de los siguientes instrumentos de emisión:

- a) Subasta competitiva.
- b) Oferta pública.
- c) “Métodos competitivos entre un número restringido de entidades autorizadas, que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el mercado secundario.



El mercado secundario es el mercado donde se negocia la deuda del Estado, estando constituido por Bonos y Obligaciones del Estado, Letras del Tesoro, Strips de Bonos y Obligaciones del Estado y Deuda en divisas.

Esta negociación de deuda del Estado se realiza mediante 4 sistemas:

a) Mercados ciegos o primer escalón.

Es un sistema de negociación destinado al inversor mayorista dirigido por los intermediarios o brokers ciegos, al que solo pueden acceder los miembros del mercado negociantes de deuda pública. La negociación se realiza mediante plataformas electrónicas autorizadas y sin conocimiento de contrapartida.

b) Segundo escalón.

Es un sistema de negociación bilateral, directa (las operaciones se realizan entre las entidades directamente) o a través de bróker (las operaciones se realizan mediante un intermediario), mediante el que se desarrolla el resto de la negociación entre titulares de cuenta.

c) Mercado electrónico bursátil.

Es un sistema de contratación multilateral, donde el tamaño mínimo de las operaciones es de 1.000 euros y la negociación se realiza de forma electrónica y continua. Las operaciones se realizan al contado y a vencimiento (mercado ciego).

d) Negociación con terceros.

Se basa en las operaciones realizadas por las entidades gestoras con terceros no titulares de cuenta en la Central de Anotaciones, es decir, la comercialización de la deuda por los miembros del mercado que acuden a las subastas en el mercado primario hacia los no residentes, los fondos de inversión, las compañías de seguros o los fondos de pensiones, las empresas no financieras o los particulares (Afi, 2016).

### **3.4. La política de deuda y la estructura de la deuda del estado.**

Tanto la política como la estructura de la deuda han sido muy importantes. Dentro de la política nos encontraremos con la gestión de la

deuda en los años noventa, la crisis de 2008, la sostenibilidad de la deuda y las medidas para reducirla, mientras que en la estructura de la deuda se encuentra dividida entre estructura por instrumentos y estructura por tenedores.

### **3.4.1.** La política de endeudamiento del Estado y el proceso de Unión Monetaria Europea.

#### **3.4.1.1.** *Gestión de deuda: retos para los años 90.*

Con la entrada de España en la CEE (1986) se puso en marcha la gestión responsable de la deuda y se iniciaron las siguientes medidas:

- a) Establecimiento de alicientes para que surgiese una demanda particular de deuda pública mediante el establecimiento para los inversores nacionales, institucionales y extranjeros unas mejoras fiscales. Por un lado, a los inversores no residentes se les eliminó las retenciones a cuenta de sus rendimientos y por otro, disminuyó el tipo de gravamen (de 13% a 1%) al que estaba sometido los beneficios de los fondos de inversión.
- b) Establecimiento de las instituciones del mercado de deuda pública. Se estableció un sistema de subastas en la emisión de títulos de deuda en el mercado primario mejorando la transparencia y la competitividad, además con el fin de incrementar la seguridad, eficiencia y liquidez se creó un mercado secundario. En 1992 se creó un mercado electrónico de deuda (bonos, obligaciones). Más tarde, en 1997 se comenzó un programa de canjes y recompras de deuda para aumentar la liquidez.
- c) Creación de una gama de nuevos títulos que estimularan la entrada de inversores no residentes y permitieran el alargamiento de los plazos de vencimiento de la deuda. A comienzos de 1990 nos encontrábamos con instrumentos como las Letras del Tesoro a 12 meses, bonos a 2 años y obligaciones a 5 y 10 años. Más tarde, en 1993 aparecieron las obligaciones a 15 años, en 1994 las Letras del Tesoro a 3 y 6 meses y en 1997 aparecieron las Letras del Tesoro a 18 meses y los bonos y obligaciones segregables. Por último, en 1998 se crearon las obligaciones a 30 años.

Ésta gestión responsable de la deuda no se instaló completamente hasta la entrada en el SME (1989) y en especial, tras el Tratado de Maastricht (1993) y la política de convergencia al euro (1994).

Con la entrada de España en el SME en 1989, comenzó a reducirse el coeficiente obligatorio de pagarés del Tesoro; se eliminaron los derechos que tienen los Bancos Centrales u otros organismos similares, los cuales generan ingresos (señoreaje), esto conllevó a eliminar la financiación del déficit mediante la emisión de la base monetaria por el banco central; y la desaparición de los coeficientes de inversión obligatorios impidiendo la colocación de deuda a los bancos privados a unos tipos de interés bajos.

En 1990 comenzó la primera fase de la Unión Económica y Monetaria, en esta fase se incrementó la cooperación entre bancos centrales, una mejora de la convergencia económica, liberalización para las transacciones de capital y libre utilización del ECU.

En 1994 con la segunda fase de la Unión Económica y Monetaria, se prohibió a los bancos centrales conceder crédito, se reforzó la convergencia económica, se creó el Instituto Monetario Europeo, se incrementó la coordinación de las políticas monetarias y se estableció un proceso que llevaba a la independencia de los bancos centrales nacionales.

En 1999 con la última fase de la Unión Económica y Monetaria, se introdujo el euro, entró en vigor el mecanismo de tipos de cambio dentro de la Unión Europea y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, fijación irrevocable de los tipos de conversión y se llevó a cabo la ejecución de la política monetaria única por parte del SEBC.

#### *3.4.1.2. Crisis 2008 y la deuda.*

La crisis de 2008 vino dada por la depresión económica y por la acción de los estabilizadores automáticos (impuesto sobre la renta y prestaciones de desempleo) provocando una crisis bancaria la cual intentó resolver el Estado dando ayudas a los bancos, dando lugar a una crisis fiscal (crisis de deuda). La deuda pública creció desde un 39,5% del PIB que suponía en 2008 hasta un 100,4% del PIB en 2014. Cuando empezó esta recesión España tenía unas cuentas equilibradas y un tamaño de deuda menor que Alemania, Italia

y Francia, pero con la crisis económica se produjo un fuerte aumento del déficit público. Muchos especuladores apostaron en contra de la deuda pública española empeorando la situación.

En 2010 la deuda pública española se situaba en torno al 90 % del PIB debido al enorme endeudamiento externo del sector privado, en particular del sistema financiero. Este endeudamiento acompañado de la fragilidad del sistema financiero español y la inevitable caída de los precios de los activos inmobiliarios, al estallar la burbuja, afectó negativamente al crecimiento económico.

Otros factores que afectaron a la crisis de la deuda de forma negativa fueron:

- a) Aumento de los rendimientos de la deuda española debido a la especulación y también aumentaron los tipos de interés de las nuevas emisiones.
- b) Aumento de la deuda flotante al 18% (2009) junto con el crecimiento del déficit presupuestario que en 2010 empezó a reducirse. La deuda flotante cayó al 12% en 2012.
- c) La posesión de deuda en manos de los no residentes que suponía en 2010 un 54,7% respecto al 42,6% que suponía en 2007. Este aumento de la posesión de deuda en manos de no residentes se debió a que los intereses que se pagaban por la deuda española era mucho mayor que los que se pagaba por la alemana, pero esto dio un giro, ya que los inversores no residentes se desprendieron de la deuda española quedándose con el 38,1% debido al rescate de la deuda griega y a la posibilidad de ruptura del euro.
- d) Por último la subrogación por el Estado de deudas emitidas por otros organismos. Además se crearon medidas u organismos para ayudar a países con problemas financieros, como son el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera sustituido en 2012 por el Mecanismo Europeo de Estabilidad, provocando ambos un incremento de la deuda en un 2,1% del PIB hasta 2012. El FROB destinado a la reestructuración y al saneamiento de las entidades de crédito en dificultades realizó importantes operaciones financieras para apoyar al sistema bancario provocando un incremento de la

deuda. El Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (2012) para facilitar el pago de deudas pendientes que las comunidades autónomas y corporaciones locales habían acumulado, incrementando la deuda un 2,7% del PIB. Y por último se creó el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico para facilitar la titulación del déficit de tarifa acumulado en manos de las compañías generadoras de electricidad incrementando la deuda en un 1,5% del PIB hasta 2012.

#### 3.4.1.3. *Sostenibilidad de la deuda.*

La sostenibilidad de la deuda va a depender de que el saldo presupuestario sea superior a la diferencia entre los pagos por intereses de la deuda y los incrementos en la recaudación. Esto a su vez va a depender de las siguientes variables:

- a) El volumen de deuda en circulación. Este es el principal factor de la crisis de la deuda, ya que tener una deuda pública que supone casi el 100% del PIB es muy peligroso. Esto es así porque en el momento en que suban los tipos de interés, las cargas financieras de la deuda aumentarán de forma muy rápida.
- b) Tipo de interés de la deuda. Nos indica los gastos por intereses del presupuesto, multiplicando el tipo de interés por la deuda viva. Una subida de los tipos de interés podría provocar un gran problema, dando lugar a una posible reestructuración de su deuda con una quita y convirtiendo los títulos restantes en deuda perpetua, con tipos de interés ligados al PIB, de manera que no habría amortizaciones y los réditos dependerían del crecimiento económico y en las depresiones económicas, el país deudor no pagaría cargas de la deuda.
- c) La tasa de crecimiento del PIB. Cuanto mayor sea éste mejor irá la economía de un país, ya que ayudará a recaudar más y podrá hacer frente al déficit. Otro aspecto a destacar es que al medirse la deuda

frente al PIB un aumento de éste hará que la deuda suponga un menor porcentaje sobre el PIB (ratio deuda/PIB disminuye).

- d) El saldo del presupuesto público. Si hay déficit se seguirá emitiendo deuda para financiarlo, pero si hay superávit es más probable que la deuda sea sostenible.
- e) Estructura de los tenedores. Es de especial importancia que los bancos nacionales posean la mayor parte de la deuda, ya que la deuda sería más sostenible debido a que aseguraba su colocación y reducía su coste.
- f) Vida media de la deuda. Cuanto mayor sea la deuda a largo plazo mayor será la posibilidad de mantener estable la deuda, ya que se evitará el riesgo de refinanciación.

#### 3.4.1.4. *Medidas para reducirla.*

Las medidas propuestas para reducir la deuda pueden ser las siguientes:

- a) Mediante la inflación se va reduciendo el valor de la deuda y dado que los países tienden a crecer y a refinanciar sus deudas, el ratio deuda/PIB se reducirá. Esta inflación debe ser moderada.
- b) Amortización de la deuda para la cual hace falta que haya un superávit primario de las cuentas públicas o ingresos extraordinarios como las privatizaciones. Esta medida lo que hace es amortizar bonos a su vencimiento en vez de refinanciarlos. Esta medida no es del todo buena, ya que para ello se aplicarían fuertes políticas de austeridad llevando a un posible repunte de la deuda.
- c) Una reestructuración de la deuda mediante la reducción de la misma o una relajación de las condiciones de pago previo acuerdo con los proveedores. Entre dichas condiciones pueden encontrarse:
  - Un periodo de carencia en el cual no se paguen intereses.
  - Alargamiento de los plazos de pago.
  - Negociación de tipos de interés.
  - Negociar una quita parcial.
- d) No pagar la deuda aunque esto supondría unas consecuencias gravísimas para el país, ya que afectaría a su reputación, sufriría represalias comerciales, turbulencias internas y se le cerrarían los

mercados durante varios años. En este caso al pertenecer a la Zona Euro se le expulsaría de la misma y tendría que adoptar otra moneda.

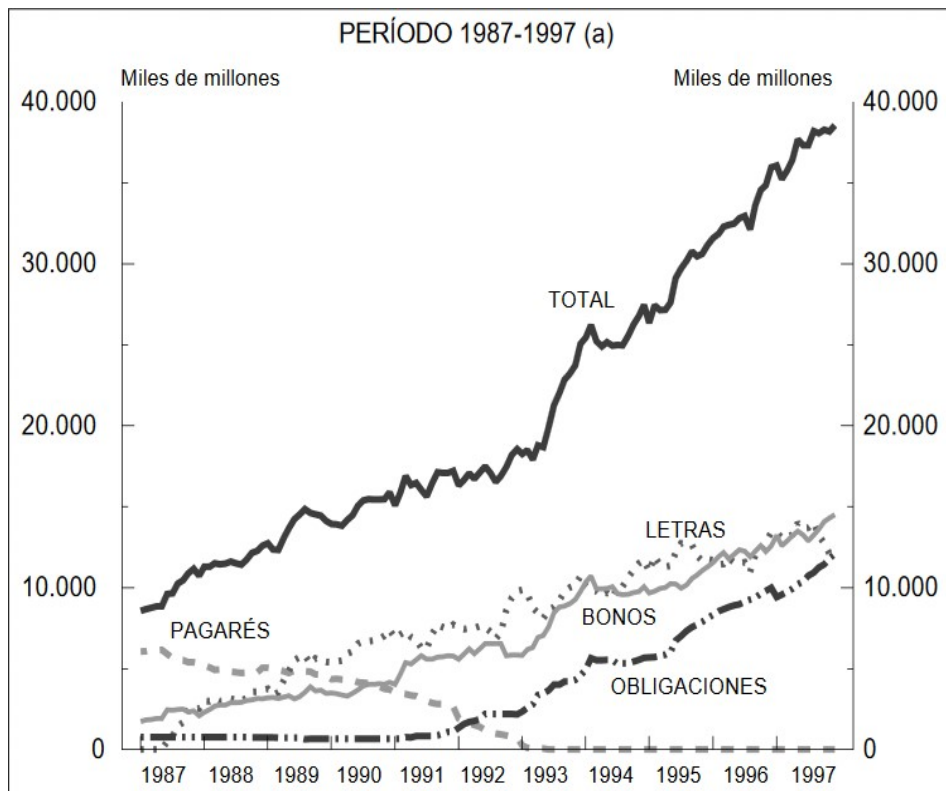
- e) Mutualizar la deuda. Esto consiste en transferir la deuda del Estado a una entidad externa o supranacional. Estas entidades podrían ser en el caso de la Unión Europea el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). Lo que hace el MEDE es comprar la deuda de los países en problemas y para financiarse emite bonos en el mercado, los cuales son baratos y no computan como deuda de los países.
- f) Monetizar la deuda. Esto consiste en que el Banco Central del Estado, en nuestro caso el Banco de España financiaría al Tesoro a unos bajos tipos de interés, pero esto podría provocar un aumento de la inflación. Esta medida no sería aplicable ya que se prohibió la monetización de la deuda desde la entrada en la Unión Europea.

### **3.4.2. Estructura de la deuda del Estado: hegemonía del corto plazo y monetización en las carteras del público.**

#### **3.4.2.1. Estructura por instrumentos.**

Desde 1987 hasta 1989 los pagarés del Tesoro fueron los principales instrumentos de financiación de la deuda, los cuales eran a corto plazo e inestables por lo que se fueron sustituyendo por las Letras del Tesoro hasta desaparecer definitivamente en 1993. Desde 1989 hasta 1997 las Letras del Tesoro fueron los instrumentos más utilizados para financiar la deuda, pero a partir de 1997 se empezó a reducir la financiación mediante estos instrumentos, dando lugar a una mayor utilización de los bonos y las obligaciones, los cuales eran a más largo plazo y ofrecían mayor estabilidad a la deuda.

Gráfico 11: Evolución de los instrumentos de financiación de la deuda (1987-1997).

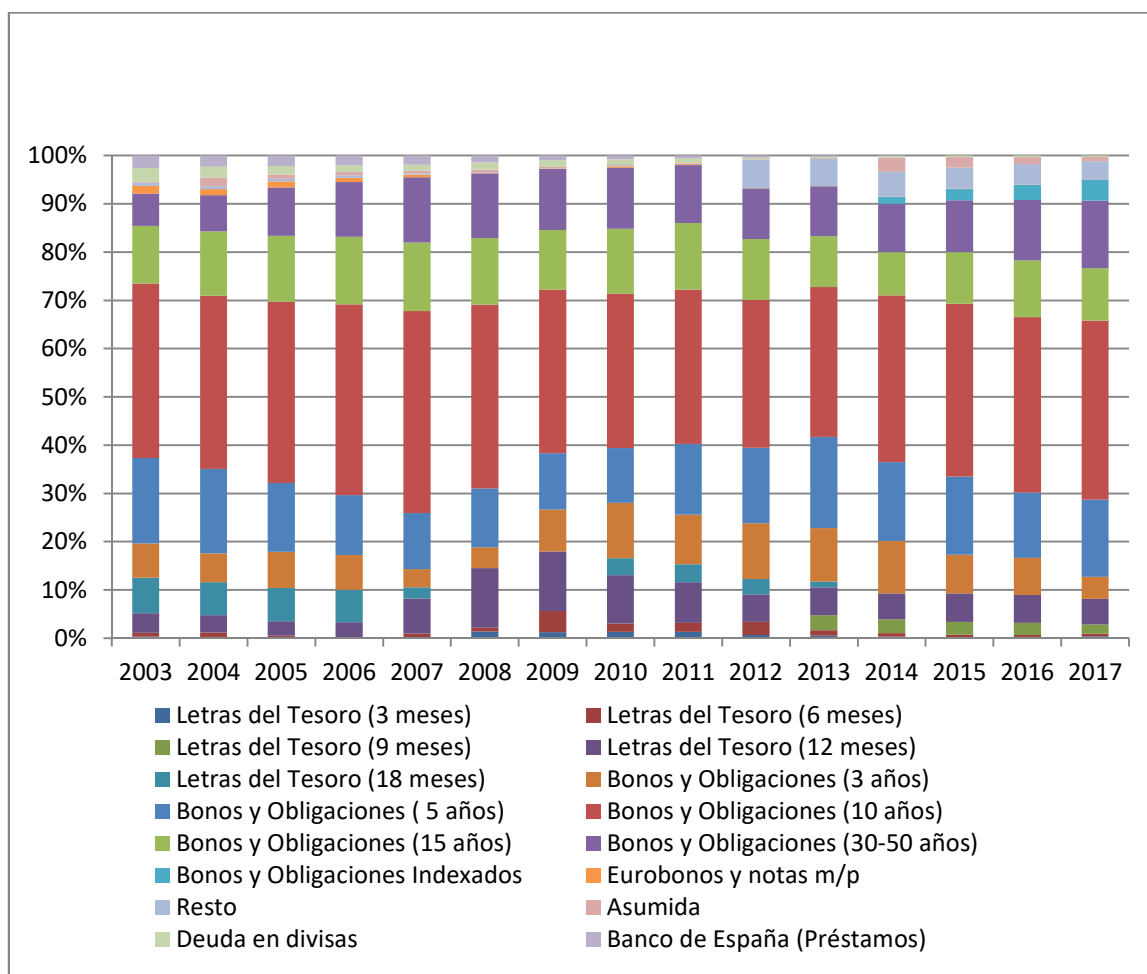


Fuente: Banco de España.

Desde 2003 en adelante la deuda se distribuyó mediante diferentes instrumentos con diferentes periodos. Los instrumentos más utilizados para financiar la deuda fueron los bonos y obligaciones, en especial los bonos y obligaciones a 10 años los cuales representaban un valor de entre el 40% - 30% entre 2002 -2017. En los bonos y obligaciones a 10 años se observa cómo se redujo su porcentaje debido a la crisis (2008-2012). El segundo instrumento más utilizado fueron las Letras del Tesoro a 12 meses representando en torno a un 10% durante el periodo 2002-2017.



Gráfico 12: Evolución de los instrumentos de financiación de la deuda (2003-2017).



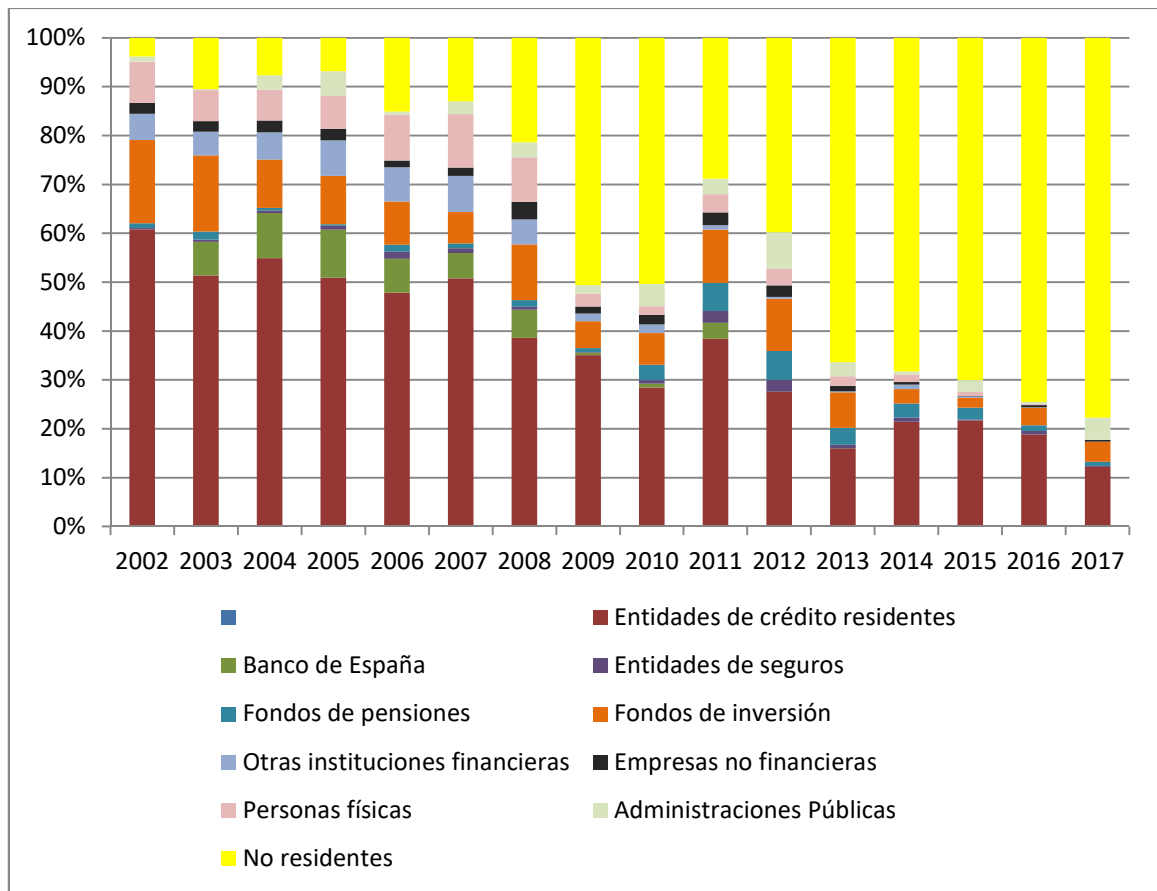
Fuente: Tesoro y elaboración propia.

### 3.4.2.2. Estructura por tenedores.

En primer lugar, nos encontramos con la estructura por tenedores de las Letras del Tesoro. En esta estructura se observa como la tenencia de Letras del Tesoro por parte de los no residentes se va incrementando y la de las entidades de crédito residentes se va disminuyendo. La tenencia de deuda por parte de las personas físicas, el Banco de España y los fondos de inversión también va descendiendo. Todo esto es malo para el Estado español, ya que todos los intereses que se pagan a cambio de la financiación de la deuda van al extranjero provocando un empobrecimiento del país. Otra razón por la que los no residentes están aumentando la

tenencia de deuda española puede ser porque tienen confianza en la economía española.

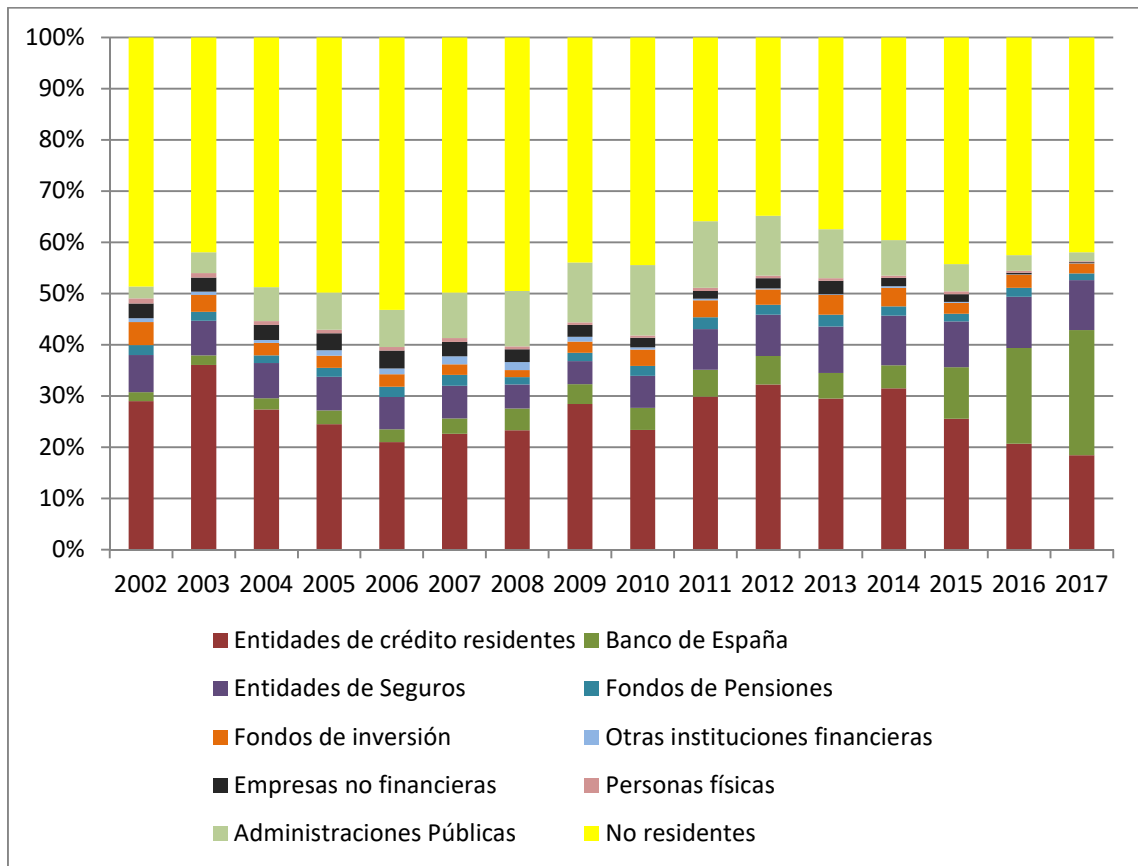
Gráfico 13: Evolución de los tenedores de Letras del Tesoro.



Fuente: Tesoro y elaboración propia.

En segundo lugar, analizamos la estructura por tenedores de los bonos y obligaciones del Estado. En esta estructura observamos como la tenencia de bonos y obligaciones por parte de los no residentes, entidades de seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones se ha mantenido más o menos constante, sin embargo la tenencia por parte de las entidades de crédito residentes y las administraciones públicas ha disminuido en torno a un 10%. El único que ha aumentado la tenencia de bonos y obligaciones ha sido el Banco de España pasando de un 1,7% en 2002 a un 24 % en 2017. En la tenencia de deuda por parte de los no residentes se puede observar como de 2008 a 2012 disminuye debido a la crisis.

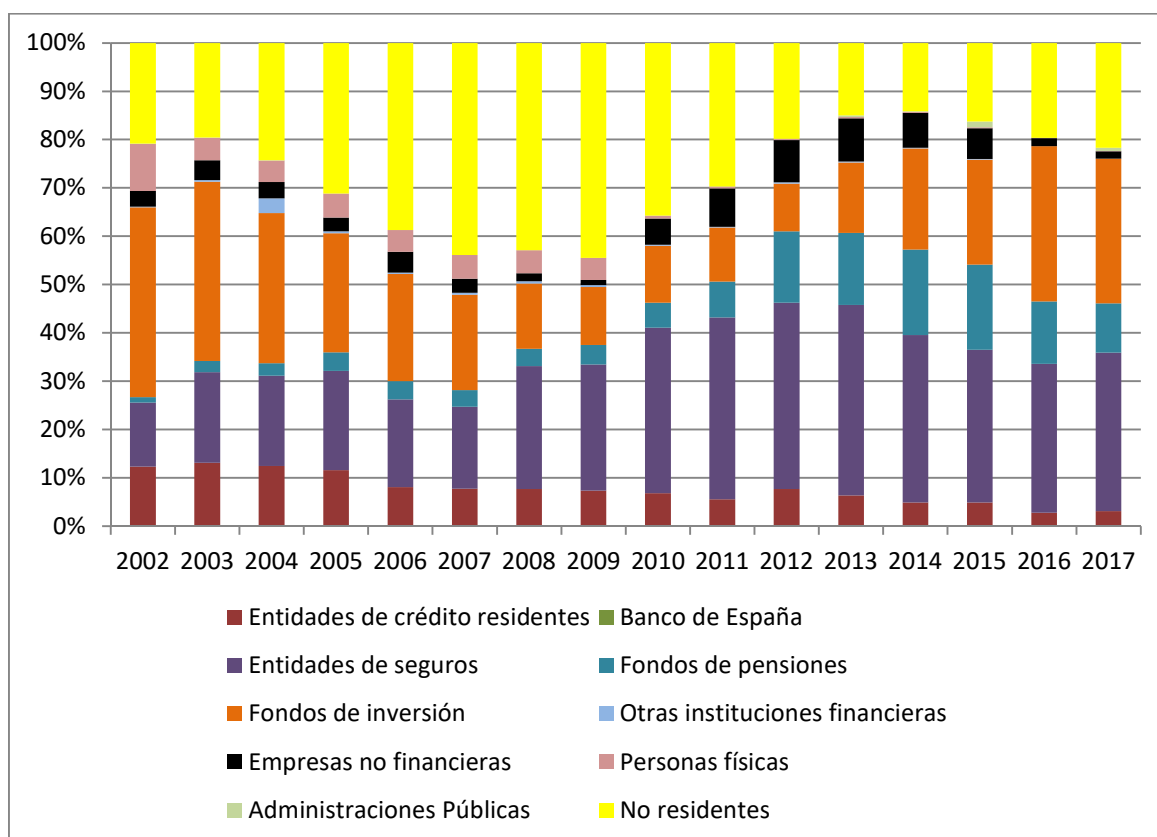
Gráfico 14: Evolución de los tenedores de Bonos y Obligaciones del Estado.



Fuente: Tesoro y elaboración propia.

En tercer lugar, observamos la estructura por tenedores de los bonos y obligaciones segregados. En esta estructura se observa como la tenencia por parte de los no residentes aumentó desde 2002 a 2007, año en el que tiene lugar la crisis y a partir del cual disminuyó la tenencia de bonos y obligaciones para luego en 2014 volver a incrementarse pero representando un 20% menos que en 2007. La tenencia de estos instrumentos por parte de las personas físicas, entidades de crédito residentes y fondos de inversión ha disminuido, situándose los dos primeros en valores muy cercanos a cero mientras que los fondos de inversión representan un 30% del total (10% menos que en 2002). Los fondos de pensiones y las entidades de seguros han aumentado su tenencia a lo largo de los años.

Gráfico 15: Evolución de los tenedores de Bonos y Obligaciones segregados.



Fuente: Tesoro y elaboración propia.

#### 4. CONCLUSIONES.

La deuda pública es un indicador económico de gran importancia en un país. Aunque este indicador sea considerado un factor negativo, no es así, ya que ésta deuda es útil y necesaria para financiar y estimular la economía de los Estados. A pesar de esto, este endeudamiento debe ser controlado.

Para estimular la economía es necesario que el dinero que se presta a los países sea utilizado de forma correcta y se hagan inversiones inteligentes que den valor al país.

Un país o Estado podrá endeudarse siempre y cuando posea un mercado de deuda pública a través del cual pueda emitir títulos de deuda. Los títulos más importantes mediante los cuales se financia al Estado son las Letras del

Tesoro y los bonos y obligaciones del Estado. Estos títulos deben de ser atractivos para los inversores por ello es importante que el Estado que los emite tenga una economía estable y sana. En lo que respecta a la diversidad de títulos de deuda es mejor que exista una menor diversidad de títulos y que estos sean más atractivos para los inversores.

La evolución de la deuda pública va ligada a la evolución del PIB, ya que cuando aumenta el PIB la variación de la deuda se reduce o pierde peso con respecto al PIB y en caso de que el PIB disminuya la variación de la deuda aumenta. En épocas de crisis como la de 2008 se puede observar como el PIB fue negativo hasta el año 2014, como consecuencia de esto la deuda pública se incrementó considerablemente. Sin embargo, a partir de 2014 aumentó el PIB y la variación de la deuda pública se redujo o perdió peso con respecto al PIB.

Otros indicadores que afectan de forma positiva a la deuda pública son los ajustes déficit-deuda, la carga de los intereses de la deuda y el saldo público primario. Los intereses que España tiene que pagar por la deuda ha alcanzado niveles muy elevados y estos intereses contribuyen al aumento de la deuda, dando lugar a que estos generen otros intereses engrosando de esta forma la deuda cada vez más. En lo que respecta al saldo primario un déficit del mismo provoca un aumento de la deuda y esto ha sucedido durante la crisis, pero a partir de 2012 se ha ido reduciendo.

El tamaño de la deuda es un importante aspecto a tratar, ya que no se sabe hasta qué punto puede un país endeudarse, porque un endeudamiento excesivo puede traer muchos problemas al país. Como consecuencia de esto hay que tener en cuenta si ese país va a poder ser capaz de aguantar ese sobreendeudamiento y de reducirle posteriormente con políticas e inversiones rentables. En caso de no poder hacer frente a este endeudamiento podría ocurrir como el caso griego, que tuvo que ser rescatado por la UE debido a los numerosos intereses que tenía tanto los bancos franceses como los alemanes en Grecia al haber comprado su deuda. En la actualidad se dice que se está aproximando otra nueva recesión, en ese caso ¿será España capaz de hacer frente a la misma y no engrosar la deuda pública? En 2008 año de la crisis, España tenía una deuda mucho menor que la de los países ricos de la Zona Euro como son

Alemania, Francia y Reino Unido, pero desde que ésta comenzó su deuda se incrementó de manera que su deuda superó a la de estos países. Esto es una muestra de la vulnerabilidad de España ante situaciones complicadas y su dificultad para hacerlas frente.

Sobre el tamaño de la deuda hay varios informes o teorías, las cuales son discutidas, ya que unos creen que son ciertas y otros que no. Uno de los trabajos más discutidos ha sido el de Reinhart y Rogoff, los cuales exponen que un endeudamiento superior al 90% producen una gran bajada en su crecimiento económico. Como se puede observar España ha tenido una deuda pública entre 2014-2017 muy por encima del 90% más próximo al 100% y su crecimiento en estos años no ha sido negativo sino que han sido los años de mayor crecimiento del PIB desde 2007.

En la estructura de los tenedores de la deuda se observa que la mayor parte está en manos de los no residentes y esto es malo para el país, ya que el dinero de los intereses que genera la deuda se va fuera de España y sería mejor que fuese a los residentes manteniéndose en el país el dinero de los intereses. En este aspecto se muestra como el Estado no es capaz de hacer que los títulos de deuda del Estado resulten atractivos para los residentes.

En la Unión Europea se habló de la mutualización de la deuda, pero esta mutualización solo se realizaría sobre la deuda que superase el 60% del PIB de los Estados miembros y se negociaría mediante euroletras. Esta medida lo que intentaba conseguir era reducir los tipos de interés que pagaban los Estados más endeudados. Esta medida no fue acogida por todos los países, ya que esto solo beneficiaría a los países más endeudados, de manera que los países con mayor deuda pagarían menos por sus intereses y los países con menor deuda pagarían más, con lo cual esto no sería aceptado por estos últimos.

## **5. BIBLIOGRAFÍA.**

### **Libros y artículos.**

- Álvarez Nogal, C., Comín Comín, F., Alonso García, D., De Carlos Morales, C.J., Andrés Ucendo, J.I., Torres Sánchez, R., Tedde de Lorca, P., Vallejo Pousada, R., García García, C., Martorell Linares, M.A., Moreno Lázaro, J., Pan Montojo, J., Del Blanco García, A.J. (2015):

“Historia de la Deuda Pública en España (Siglos XVI – XXI)”, Instituto de Estudios Fiscales.

- Comín Comín, Francisco (2016): “Las crisis de la deuda soberana en España (1500-2015)”, Los Libros e la Catarata.
- Ezquiaga Domínguez, Ignacio (1991): “El mercado español de deuda del Estado: estructura y formación de precios”, Ariel.
- Manzano, D. y Valero, F.J. (2016): “Guía del Sistema Financiero Español”, AFI.
- Mateos Aparicio, Petra y Analistas Financieros Internacionales (2001): “Finanzas Internacionales”, Ediciones Académicas.

### **Webs de organismos oficiales y documentos técnicos (URL).**

Banco Central Europeo - <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>

Banco de España - <https://www.bde.es/bde/es/>

Eurostat - <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/data/main-tables>

<https://datosmacro.expansion.com/>

Instituto Nacional de Estadística - <https://www.ine.es/>

Ministerio de Hacienda - <http://www.hacienda.gob.es/es-ES/Paginas/Home.aspx>

Tesoro Público - <http://www.tesoro.es/>

### **Documentos técnicos.**

Banco de España, La evolución de la deuda pública en 2013, 2014.

Banco de España, La evolución de la deuda pública en 2014, 2015.

Banco de España, La evolución de la deuda pública en 2015, 2016.

Banco de España, La evolución de la deuda pública en 2016, 2017.

Banco de España, La evolución de la deuda pública en 2017, 2018.

Banco de España, Mercado de deuda pública (Tomo I), 1998.