



---

**Universidad de Valladolid**

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE  
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

# **Deuda Soberana y entorno legal: análisis comparativo**

Presentado por Bárbara Nieto Martínez

Tutelado por Conrado Diego García Gómez

Soria, Mayo de 2017

# **CET**

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA



# INDICE

INTRODUCCIÓN.....	9
-------------------	---

## CAPÍTULO 1

### DEUDA SOBERANA

1.1. Concepto y tipos de Deuda Soberana.....	13
1.2. Regulación de la Deuda Soberana.....	15
1.3. Historia de la Deuda Soberana en España (s. XVI-XXI).....	18
1.3.1. La Deuda Soberana en la Edad Moderna.....	18
1.3.2. La Deuda Soberana en el s. XIX.....	22
1.3.3. La Deuda Soberana en el s. XX.....	26

## CAPÍTULO 2

### ENTORNO LEGAL

2.1. Origen de los entornos legales.....	35
2.1.1. <i>Common-Law</i> .....	36
2.1.2. <i>Civil-Law</i> .....	36
2.2. Variables determinantes en el desarrollo financiero según el entorno legal.....	37
2.3. Influencia del entorno legal en la Deuda Soberana.....	45

## CAPÍTULO 3

### CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA

3.1. Antecedentes de la crisis de Deuda Soberana.....	51
3.2. Crisis de Deuda Soberana.....	53

<b>3.3. Análisis de la evolución de indicadores macroeconómicos durante la crisis de Deuda Soberana en Alemania, España y Reino Unido .....</b>	<b>62</b>
<b>3.4. Medidas del BCE para solventar la crisis de Deuda Soberana .....</b>	<b>68</b>

## **CAPÍTULO 4**

### **RELACIÓN ENTRE DEUDA PÚBLICA Y ENTORNO LEGAL**

<b>4.1. Alternativas de soluciones a la crisis de Deuda Soberana .....</b>	<b>75</b>
4.1.1. <i>Blue Bond</i> .....	76
4.1.2. <i>Euro-bills</i> .....	78
4.1.3. Bonos de Estabilidad .....	79
4.1.4. Pacto de Amortización Europea .....	81
4.1.5. Bonos Seguros Europeos (ESBies) .....	82
<b>4.2. Efectos de las soluciones a la crisis de Deuda Soberana .....</b>	<b>84</b>
4.2.1. <i>Blue Bond</i> .....	84
4.2.2. <i>Euro-bills</i> .....	86
4.2.3. Bonos de Estabilidad .....	87
4.2.4. Pacto de Amortización Europea .....	88
4.2.5. Bonos Seguros Europeos (ESBies) .....	89
 <b>CONCLUSIONES.....</b>	 <b>93</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>95</b>

## INDICE DE TABLAS

Tabla 1.1: Volumen de principal e intereses de deuda consolidada durante el reinado de los Austrias, 1516- 1687.....	19
Tabla 1.2: Volumen del principal e intereses de deuda consolidada durante la primera mitad del siglo XVIII .....	21
Tabla 1.3: Volumen de deuda pública en circulación (1808- 1848) .....	23
Tabla 1.4: Volumen de deuda pública en circulación (1850- 1915).....	24
Tabla 1.5: Volumen de deuda pública en circulación (1915- 1980) .....	27
Tabla 1.6: Volumen de deuda pública en circulación (1985-2015).....	30
Tabla 2.1: Variables influyentes en el desarrollo financiero de un país .....	44
Tabla 3.1: Asistencia financiera a países de la Unión Europea .....	57
Tabla 3.2: Medidas de política monetaria no convencional del BCE .....	71
Tabla 4.2: Propuestas de Eurobonos como solución a la crisis de Deuda Soberana .....	91

## INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1: Evolución de la prima de riesgo frente a Alemania (2007- 2016).....	54
Gráfico 3.2: Tasa de variación real del PIB (%) de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015) .....	63
Gráfico 3.3: Volumen de deuda pública (% PIB) de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015) .....	64
Gráfico 3.4: Evolución del déficit público (% PIB) de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015) .....	65
Gráfico 3.5: Variación de la balanza de pagos por cuenta corriente (% PIB) de Alemania, España y Reino Unido (2008-2015) .....	66
Gráfico 3.6: Evolución de los ingresos impositivos de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015) .....	67

## ABREVIATURAS

UE.....	Unión Europea
UEM.....	Unión Económica y Monetaria
TUE.....	Tratado de la Unión Europea
TFUE.....	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
TCE.....	Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea.
PEC.....	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PDE.....	Procedimiento de Déficit Excesivo
SME.....	Sistema Monetario Europeo
FED.....	Reserva Federal de Estados Unidos
BCE.....	Banco Central Europeo
FMI.....	Fondo Monetario Internacional
FEFF.....	Fondo Europeo de Estabilidad financiera
MEDE.....	Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera
ESM.....	Mecanismo Europeo de Estabilidad
CE.....	Comisión Europea
AQR.....	<i>Asset Quality Review</i>
QE.....	<i>Quantitative Easing</i>
SMP.....	Programa para Mercado de Valores
LTRO.....	Operaciones de Financiación a Largo Plazo
OMT.....	Operaciones Monetarias de Compraventa
TLTRO.....	Operaciones de Financiación a Largo Plazo
ABS.....	Programa de de compra de activos de deuda privada
CSPP.....	Programa de Compra de Bonos Corporativos
T- bill.....	Título del Tesoro de Estados Unidos
ERF.....	Fondo Amortización de Deuda Europeo
ESBies.....	<i>European Safe Bonds</i>
EFB.....	<i>European Junior Bonds</i>





## INTRODUCCIÓN

La crisis económico-financiera iniciada en 2007 en Estados Unidos y transmitida a nivel mundial, su evolución y su conversión en una crisis de Deuda Soberana han puesto este último concepto en el panorama social a nivel global, convirtiéndose en un tema de actualidad desde entonces. La elección de este tema como Trabajo de Fin de Grado se debe además de por la actualidad mencionada, a mi interés personal en todo lo que envuelve el concepto de Deuda Soberana, principalmente desde que en la asignatura optativa Mercados e Instituciones Financieras realicé varios trabajos acerca de la crisis de Deuda Soberana y la posible gestación de una burbuja en nuestro entorno.

El objetivo principal que se persigue en este trabajo es entender el concepto de Deuda Soberana, la importancia de esta en la viabilidad de la economía de un país, de acuerdo a los acontecimientos vividos en los últimos años y la influencia que el entorno legal de un país puede tener en este concepto que estudiamos. Así, otros objetivos propuestos al comenzar el estudio fueron los siguientes:

1. Estudiar las crisis de Deuda Soberana a lo largo de la historia de nuestro país y las medidas de resolución llevadas a cabo.
2. Entender la relación entre entorno legal, *Civil-Law* y *Common-Law*, y su influencia en el desarrollo del sistema financiero de un país, y más concretamente en la Deuda Soberana.
3. Conocer la evolución de la crisis de Deuda Soberana en Europa, principalmente en Alemania, España y Reino Unido, así como las medidas puestas en marcha por el BCE.
4. Analizar las diferentes propuestas de soluciones ante la posibilidad de establecer bonos de Deuda Soberana comunes.

Para elaborar el trabajo, desde un punto de vista metodológico, he llevado a cabo un estudio fundamentalmente descriptivo, mediante un repaso histórico tanto de la crisis de Deuda Soberana en España a lo largo de seis siglos, como de la actual crisis de Deuda vivida, su evolución en Europa y las medidas efectuadas, así como el estudio cualitativo para un análisis de los efectos de la Deuda Soberana en diferentes países basado en datos de diferentes variables.

Para dicho estudio he procedido de la siguiente manera: he acudido a diversas fuentes bibliográficas, como monografías de diferentes autores y artículos especializados en la materia, además de documentos de Internet de fuentes fiables entre las que destacan organismos oficiales como el Banco Central Europeo o la Comisión Europea.

El estudio de mi trabajo se ha organizado en cuatro capítulos, donde se comienza presentando la situación en España, para una comprensión más

cercana del concepto de Deuda Soberana, y posteriormente se ha abarcado la situación en Europa, de manera más general. La estructura del trabajo es la siguiente:

En el primer capítulo he querido hacer ver que, a pesar de la actualidad del tema de la Deuda Soberana, es un problema que aparece en la historia de la mayoría de países desde hace siglos. Para ello he desarrollado el capítulo en tres epígrafes, comenzando con la explicación del concepto de Deuda Soberana y su clasificación en España; el segundo epígrafe se centra en la legislación del mercado de Deuda Soberana en nuestro país y a nivel europeo; y un tercero en el que se narra las diferentes crisis de Deuda Soberana vividas a lo largo de la historia de España desde el siglo XVI hasta la actualidad.

En el segundo capítulo el fin que se persigue es conocer como diferentes variables de los sistemas financieros y en particular la Deuda Soberana se puede ver influida por el entorno legal que esté establecido en un país, bien *Common-Law*, o bien *Civil-Law*, así como una breve descripción del origen de estos entornos legales.

En el tercer capítulo se detalla la crisis de Deuda Soberana vivida en Europa, habiendo previamente desarrollado sus antecedentes. Una vez narrada esta, describimos las medidas puestas en marcha por parte del BCE cronológicamente, tanto medidas convencionales, como no convencionales, finalizando con un análisis de la evolución de diferentes indicadores macroeconómicos en Alemania, España y Reino Unido con el fin de ver los efectos que la crisis ha tenido en estos. La elección de estos países se debe al diferente entorno legal establecido en cada uno y por las diferencias ocasionadas por la crisis entre países del centro de Europa y periféricos.

En el cuarto y último capítulo se exponen las cinco principales propuestas de solución al problema de Deuda Soberana, todas ellas basadas en propuestas de carácter conjunto a través de mutualizaciones de deuda de cara a un proceso de Unión Fiscal y Bancaria de la Unión Europea que elimine la fragmentación financiera existente en la Zona Euro entre países bajo un entorno legal *Common-Law* y un entorno *Civil-Law*.

Una vez desarrollados los cuatro capítulos, he terminado mi Trabajo de Fin de Grado con las conclusiones más importantes fruto de la investigación realizada y la bibliografía empleada para su elaboración.

# CAPÍTULO 1

## *DEUDA SOBERANA*



## 1.1. Concepto y tipos de Deuda Soberana

Tal y como establece el artículo 92 de la Ley 47/2003, la Deuda Soberana o Deuda del Estado está compuesta por “el conjunto de capitales tomados a préstamo por el Estado mediante emisión pública, a concertación de operaciones de crédito, subrogación en la posición deudora de un tercero o, en general, mediante cualquier otra operación financiera del Estado, con destino a financiar los gastos del Estado o a constituir posiciones activas de tesorería”.

A partir de esta definición de la Deuda Soberana, podemos señalar su triple vertiente: se trata un ingreso de carácter financiero para las Administraciones Públicas, es un instrumento del mercado de valores de renta fija y la más importante, es un instrumento de política económica.

De acuerdo con Queralt (2015), podemos clasificar la Deuda Soberana en función de diferentes criterios:

1. Según quién sea el sujeto emisor, diferenciamos entre Deuda del Estado y Deuda de Organismos Autónomos.
2. El lugar desde el que sea emitida la deuda determina si se trata de Deuda interior o Deuda exterior, independientemente de si la emisión se hace en moneda nacional o en divisas.
3. En función del número de prestamistas, diferenciamos Deuda singular y Deuda General. La primera es suscrita por uno o varios sujetos y la segunda es contratada por un número determinado de inversores.

4. Según el tiempo por el que se emite, estamos ante Deuda a corto, a medio y a largo plazo.
5. Valorando otras características de la emisión, encontramos Deuda representada en anotaciones en cuenta, títulos- valores u otro documento que la reconozca, Deuda negociable y no negociable, Deuda perpetua, Deuda amortizable, Deuda nominativa, al portador o mixta.

La clasificación más común de los títulos de Deuda Soberana es en función de su vencimiento y de esta manera los productos que ofrece el Gobierno de España son los siguientes: Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado y Deuda en divisas.

### 1. LETRAS DEL TESORO

Son valores de renta fija a corto plazo representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta. Fueron creados en junio de 1987, al ponerse en funcionamiento el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

En cuanto al importe de cada petición, el mínimo es de 1.000€ y si se trata de un importe superior debe ser múltiplo de 1.000€.

La forma de emisión es mediante subastas.

Se trata de valores que se emiten al descuento, es decir, el precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento de reembolso.

El rendimiento generado por las Letras del Tesoro está exento de retención a cuenta, tanto en el ámbito del IRPF (art. 73.3, del Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del IRPF) como en el del Impuesto de Sociedades (art. 61 del Real Decreto 634/2015, de 10 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del IS), sin perjuicio de que haya que incluirlos en la declaración anual de dichos impuestos.

En la actualidad, se emiten Letras del Tesoro con plazos a 3, 6, 12 y 18 meses.

### 2. BONOS Y OBLIGACIONES

Son valores emitidos por el Tesoro a un plazo superior a dos años. Los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado son iguales en todas sus características excepto en el plazo, que en el caso de los Bonos oscila entre 2 y 5 años, mientras que en las Obligaciones es superior a 5 años.

Son títulos con un interés periódico, en forma de cupón.

El valor nominal mínimo que puede solicitarse en una subasta es de 1.000€ y las peticiones de importes superiores han de ser múltiplos de 1.000€.

Las emisiones de estos valores se llevan a cabo mediante sucesivos tramos a fin de alcanzar un volumen en circulación elevado que asegure que los valores sean muy líquidos.

Se emiten mediante subasta competitiva.

El cupón que devenga se paga cada año y representa el tipo de interés “nominal” del Bono o la Obligación.

Actualmente, el Tesoro emite Bonos a dos, tres y cinco años y Obligaciones a diez, quince y treinta años.

### 3. DEUDA EN DIVISAS

Desde principios de los años ochenta, el Reino de España ha sido un participante activo de los mercados de capitales internacionales, lo que ha permitido la diversificación de las fuentes de financiación y distribución del riesgo.

En la actualidad, la financiación en divisas tiene un papel complementario a la financiación en euros. Uno de sus objetivos prioritarios, además de la posible obtención de ahorro en coste a través de operaciones de arbitraje, es diversificar la base inversora internacional en bonos del Reino de España.

La composición por monedas de la deuda en divisas del Tesoro (antes de swaps<sup>1</sup>) muestra una preeminencia de los bonos denominados en dólares, seguidos a distancia, por yenes y libras esterlinas. Por instrumentos, destaca el segmento compuesto por instrumentos negociables: Eurobonos y Notas a Medio Plazo, siendo nula actualmente la participación de préstamos. La exposición de la cartera de deuda en divisas a las variaciones del tipo de cambio es prácticamente nula, dado el escaso volumen de estas emisiones sobre la totalidad de la deuda en circulación y a que están cubiertas, en un alto porcentaje, mediante swaps (Ministerio de Economía y Competitividad, 2016).

## 1.2. Regulación de la Deuda Soberana.

La normativa relativa a la Deuda del Estado la encontramos en la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, que entró en vigor el 1 de enero de 2005 (Ley 47/2003, de 27 de Noviembre, 2003), reemplazando al Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria, que concretaba la deuda pública en sus artículos 101 y ss.

La Ley General Presupuestaria vigente se refiere a la Deuda del Estado en sus artículos 94 y ss., tras una primera referencia en el art. 92.

---

<sup>1</sup> Swaps de divisas: Contrato mediante el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de flujos de efectivo en una fecha futura. Los flujos de fondos a intercambiarse se calculan sobre dos monedas diferentes. Cada una de las partes pagará los intereses en la moneda que ha recibido y el pago puede ser realizado en una tasa fija y variable (Mesén Figueroa, 2008).

La Sección 1ª engloba del art. 94 al 96 y hace referencia a las normas generales que rigen la Deuda del Estado, donde encontramos la habilitación legal para la creación de la Deuda.

La Sección 2ª, del art. 97 al 102, trata las operaciones relativas a la Deuda del Estado, regulando las competencias de los Organismos implicados, las emisiones de valores y los instrumentos financieros vinculados a la Deuda.

La Sección 3ª recoge los artículos comprendidos entre el 103 y el 105, que normalizan el Régimen Jurídico de la Deuda del Estado. El art. 103 expone el Régimen de los valores representativos de la Deuda del Estado, el Art. 104, el Régimen de transmisión de Deuda, y por último, el Art. 105, describe las normas de prescripción.

Además de la Ley General Presupuestaria, a raíz de la crisis económica que comienza en Europa en el año 2008 y la posterior crisis de Deuda Soberana, desde la Unión Europea se ha hecho hincapié en la configuración de una normativa de estabilidad presupuestaria, con el objetivo de conseguir unas finanzas públicas estables a medio plazo.

De acuerdo con la regulación europea, se produce en España la reforma del Artículo 135 de la Constitución, introduciendo el principio de estabilidad financiera para limitar el déficit. De esta forma, España se convierte en uno de los países pioneros en incluir en un texto de máximo rango legal la regulación de disciplina presupuestaria que marca la Unión Europea.

“La reforma del artículo 135 de la Constitución Española persigue, por tanto, garantizar el principio de estabilidad presupuestaria, vinculando a todas las Administraciones Públicas en su consecución, reforzar el compromiso de España con la Unión Europea y, al mismo tiempo, garantizar la sostenibilidad económica y social de nuestro país” (Reforma del artículo 135 de la Constitución Española, 2011).

Esta reforma requería una ley orgánica que la desarrollase, dictándose de acuerdo a esto la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF).

Los objetivos básicos de dicha ley son los siguientes:

1. Desarrollar el artículo 135 de la Constitución.
2. Garantizar la sostenibilidad presupuestaria de todas las AAPP.
3. Fortalecer la confianza en la estabilidad de la economía española.
4. Reforzar los compromisos de España con la UE, contemplando las exigencias que derivan de la normativa europea y aprobando una adaptación continua y automática a la misma.

En cuanto a la regulación a nivel europeo encontramos que el objetivo de estabilidad presupuestaria queda reflejado en los tratados constitutivos de la Unión Económica y Monetaria (UEM), en el Tratado de la Unión Europea (TUE)



de 7 de febrero de 1992, firmado en Maastricht y en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) de 1957.

El Art. 126 del TFUE (antiguo Art.104 del TCE (Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea) y Art. 104 C del TUE) recoge los elementos básicos de la disciplina presupuestaria: la indicación de los Estados Miembros de evitar déficit públicos excesivos; los criterios del déficit y la deuda públicos; y la regulación básica del procedimiento aplicable en caso de déficit público (Marco Peñas, 2016).

En dicho Tratado se ha incluido un anexo, el Protocolo nº 12, sobre el procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, que limita el déficit público al 3% del PIB y el nivel de deuda pública en un 60%.

Otra de las normas que cabe mencionar en cuanto a regulación de disciplina presupuestaria en la Unión Europea es el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)(Resolución del Consejo Europe sobre el Pacto de estabilidad y crecimiento, 1997).Este tiene dos vertientes, una vertiente preventiva, encargada de supervisar las situaciones presupuestarias y políticas económicas, y una vertiente correctora, cuyo fin es corregir déficits excesivos y volúmenes elevados de deuda pública.

El PEC sufre en 2011 una serie de reformas, aprobándose un paquete de seis medidas de carácter legislativo, conocido como "*Six-Pack*". "Cuatro son instrumentos relativos a la política fiscal: dos reglamentos que reforman el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), un tercero que impone sanciones para en caso de incumplimiento de las anteriores en países de la zona euro y una directiva que obliga a que los marcos fiscales nacionales cumplan unos requisitos mínimos. De los dos reglamentos restantes, uno crea un nuevo procedimiento de identificación y corrección de los desequilibrios macroeconómicos excesivos y el otro regula la posibilidad de imponer sanciones en determinados casos de incumplimiento a países de la zona euro" (Crespo, C., 2012).

En el año 2013 se aprueba un segundo paquete legislativo, conocido como "*Two-Pack*". "El "*Two-Pack*" consta de dos reglamentos destinados a aumentar aún más la integración y la convergencia económicas entre los Estados miembros de la zona del euro [...] El primer reglamento se aplica a todos los Estados miembros de la zona del euro, si bien recoge disposiciones particulares para aquellos a los que se aplica el componente corrector del PEC, esto es, el procedimiento de déficit excesivo<sup>2</sup> (PDE). El segundo reglamento establece normas claras y simplificadas para supervisar más a fondo a los Estados miembros que afronten graves dificultades de estabilidad financiera,

---

<sup>2</sup> Procedimiento de déficit excesivo (PDE): Regulado por el Art. 126 del TFUE y respalda a la sección correctora del PEC de la UE. Los países de la UE deben demostrar que sus finanzas están saneadas y cumplir dos requisitos:

- Sus déficits presupuestarios no pueden superar el 3% del PIB.
- Sus deudas públicas no pueden superar el 60% del PIB.

Si no se cumplen los criterios, el Consejo pone en marcha un procedimiento de déficit excesivo exigiendo al país en cuestión que presente un plan con las medidas y las políticas correctoras que aplicará, además de los plazos para su implantación. Los países de la zona euro que no sigan estas recomendaciones podrán ser sancionados (EUR- Lex, 2016).

que reciban ayuda financiera o que estén concluyendo un programa de ayuda financiera” (Comisión Europea, 2013).

Desde el año 2015, la Comisión Europea propone flexibilizar la evaluación del cumplimiento de las disposiciones del PEC con el fin de fomentar las reformas estructurales, las inversiones y la responsabilidad presupuestaria.

### **1.3. Historia de la Deuda Soberana española.**

España tiene una larga historia en cuanto a endeudamiento público. Nuestro país fue pionero en emitir títulos de deuda por parte de la monarquía y ha tenido Deuda Soberana desde finales del siglo XV, motivo por el que se le considera el país con mayor número de impagos a lo largo de su historia.

La historia de la Deuda Soberana la hemos articulado en tres periodos. Comenzaremos en la Edad Moderna, que comprende los siglos XV - XVIII, en los que reinan en España las dinastías de los Austrias y de los Borbones. El segundo bloque lo conforma la Edad Contemporánea, que comienza en el siglo XIX. El tercer bloque lo constituye el siglo XX hasta la actualidad.

#### **1.3.1. La Deuda Soberana en la Edad Moderna**

En la Edad Moderna los Estados tenían ya la necesidad de financiarse recurriendo al crédito y por este motivo desarrollaron instituciones de carácter financiero, conectadas con mercados de capitales y estructuras fiscales. El objetivo era lograr un Estado con un sistema económico sostenible y fuerte, objetivo que países como España no alcanzaron, al basar su financiación en el endeudamiento masivo.

Durante estos cinco siglos, la Deuda Soberana sufrió variaciones en cuanto a los tipos de títulos emitidos, características y utilidades, pero el fin último siempre ha sido el mismo: instrumentar mediante títulos los préstamos solicitados por la Hacienda para financiar su déficit presupuestario, cuando sus ingresos fiscales son insuficientes para pagar todos los compromisos de gastos (Álvarez- Nogal y Comín, 2015).

Es el siglo XVI la época en la que se comienza a tener constancia de los problemas de Deuda Soberana en España, durante el reinado de Carlos V (1516-1556), quién siguió una ambiciosa política exterior muy costosa que le llevó a incrementar el crédito y la deuda de manera que no se había producido hasta entonces en nuestro país.

Durante el reinado del Emperador, los ingresos de la Hacienda no eran suficientes para hacer frente a los gastos del Estado ni sumando los metales que llegaban de las Américas y las consecuencias de esta situación de déficit y del imparable crecimiento de la deuda pública llegarían a partir del reinado de su hijo Felipe II.

**Tabla 1.1. Volumen del principal e intereses de deuda consolidada durante el reinado de los Austria, 1516- 1687.**

<b>AÑO</b>	<b>PRINCIPAL (DUCADOS<sup>3</sup>)</b>	<b>PRINCIPAL (MARAVEDÍES<sup>4</sup>)</b>	<b>INTERESES (MARAVEDÍES)</b>
<b>1516</b>	3.5855.723	1.344.646.150	131.103.000
<b>1536</b>	8.488.333	3.369.125.000	269.530.000
<b>1554</b>	14.420.536	5.407.701.140	329.329.000
<b>1557</b>	16.875.000	6.328.125.000	385.993.500
<b>1574</b>	49.528.036	18.573.013.500	1.118.980.875
<b>1598</b>	80.039.619	30.014.857.300	1.737.860.239
<b>1621</b>	110.000.000	41.250.000.000	1.999.999.875
<b>1637</b>	128.374.978	48.140.616.760	2.407.030.838
<b>1660</b>	-	-	3.212.000.000
<b>1667</b>	182.946.820	68.605.057.500	3.430.252.875
<b>1687</b>	222.988.411	83.620.654.000	4.181.032.700

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Álvarez- Nogal y Comín(2015)

Felipe II (1556- 1598) encuentra una grave situación de endeudamiento, principalmente a corto plazo, viéndose obligado a declarar la primera suspensión de pagos y a convertir deuda flotante en deuda consolidada pagadera con juros<sup>5</sup>.

Durante los años siguientes, Felipe II negocia su deuda y los pagos de empréstitos con los banqueros más importantes de Europa hasta ese momento, como la familia Welser, la familia Fugger y banqueros genoveses. Es aquí donde surgen movimientos de especulación con los títulos de deuda, cuando los más poderosos asentistas se las apañaban para conseguir ganancias gracias a los intereses de los juros, jugando con el vencimiento y el canje de títulos de diferentes características y comodidades, perdiendo así la Hacienda Real el control sobre su deuda consolidada.

Estos movimientos de especulación llevaron a alcanzar un volumen de deuda consolidada de 31 millones de ducados a un interés del 6,8% en el año 1565, en torno a un 20% más que en 1560. De este incremento de deuda que se produjo en estos años, un 56% estaba en manos de los más importantes mercaderes-banqueros.

<sup>3</sup> Ducados: El ducado era una antigua moneda de oro española, con un peso aproximado de 3,6 gramos y su vigencia estuvo presente durante los siglos XVI tras haber ido sustituyendo al florín y durante todo el siglo XVII en España y en las colonias.

<sup>4</sup> Maravedí: Primera moneda de oro castellana realizada en Toledo y escrita en caracteres árabes. Se empezó a acuñar a partir de 1172 por orden de Alfonso VIII (1158- 1214). Tras convertirse en moneda de cuenta, desaparece en el siglo XIX. (de Francisco Olmos, 1998)

<sup>5</sup> Juros: La Corona española no pidió prestado solamente a corto plazo a los grandes banqueros internacionales, también lo hizo a largo plazo emitiendo estos títulos de deuda. El recurso a este tipo de financiación fue particularmente intenso en los siglos XVI y XVII y permitió a la Corona española financiar su ambiciosa política exterior (Álvarez Nogal, 2010).

En los años siguientes la situación financiera de la Hacienda española continuó empeorando. Esto hizo que Felipe II en 1574 planteara un saneamiento financiero, cuya principal medida fue el incremento de impuestos de tipo indirecto, alcabalas, para conseguir así un aumento del capital que le permitiese negociar la reactivación del crédito y disminuir el apalancamiento. En esta medida se resumía la política de deuda pública de este siglo, es decir, la deuda pública dependía de la capacidad de la Hacienda Pública de recaudar impuestos. Pero el aumento de los ingresos por parte de la Hacienda no evitó nuevas suspensiones de pagos en los años 1575 y 1596, acompañadas de crisis de deuda.

Con esta última crisis de deuda que supera los ochenta millones de ducados, que suponen ocho veces los ingresos totales, llega al trono Felipe III (1598-1621), reinado también caracterizado por continuos problemas financieros, enfrentándose en 1607 a una nueva suspensión de pagos.

A pesar de las suspensiones de pagos declaradas en el siglo XVI y comienzos del siglo XVII, los juros consiguen gran reputación y la deuda pública no deja de crecer. Esto se debe a que las bancarrotas eran parciales, es decir, solo se producían sobre los pequeños inversores, excluyendo a los grandes asentistas, con el fin de que estos siguiesen financiando a la Corona. Además, el monarca reconocía el resto de deudas impagadas, entregándoles a cambio nuevos juros con un tipo de interés menor al inicial, denominando a este mecanismo Medio General.

En 1621 comienza el reinado de Felipe IV (1621- 1665), poniendo fin a la buena reputación que se habían ganado los juros, cuando el principal de la deuda suponía 110 millones de ducados. Esta decadencia que sufren los juros se debe al ineficaz sistema tributario que imposibilita el aumento de ingresos y lleva a la Corona a no reconocer la deuda de reinados anteriores. Además, la crisis inflacionista que sufre la moneda de vellón provoca también la devaluación de los títulos. Así, el Reino de Castilla entró en una profunda crisis económica a partir de los años 40 del siglo XVII, declarándose la suspensión de pagos en 1627, 1647, 1652, 1660 y 1662 y haciendo evidente la necesidad de intensificar la imposición fiscal.

Las medidas para aumentar la carga fiscal sobre determinados productos con el objetivo de incrementar los ingresos incentivaron el fraude fiscal, lo que hundió más la economía, que se vio perjudicada también por las rebeliones en 1640 de Cataluña y Portugal. Por otro lado, se pusieron en marcha medidas basadas en las confiscaciones de metales que llegaban desde América, el establecimiento del impuesto de la Media Annata, se estableció el 5% como interés máximo de los juros y se produjeron adquisiciones forzosas de nuevos títulos.

En 1665 llega al trono Carlos II (1665-1700), quien se encuentra con uno de los países de Europa donde más caro resulta a la Corona endeudarse y con un estancamiento del sistema fiscal que trata de corregir reduciendo la carga fiscal, que se había incrementado en más de un 50% en el reinado anterior. En esta segunda mitad del siglo XVII, la economía española fue pasando de un

sistema de crédito a largo plazo internacional a un sistema de crédito doméstico, el cual permitió a la Corona seguir endeudándose.

En 1700 se pone fin al reinado de los Austrias y comienza el de los Borbones, con el ascenso al trono de Felipe V (1700- 1746), quien cuestionaba el valor de la deuda pública que había heredado y decide seguir una política arbitraria basada en la reducción de intereses e invalidaciones de juros, lo que se tradujo en una importante reducción de las cargas de deuda pública. Esta manipulación de la deuda de los reinados anteriores se alargó durante todo el siglo XVIII, que incluye los reinados de Fernando VI, Carlos III y Carlos IV.

**Tabla 1.2: Volumen del principal e intereses de deuda consolidada durante la primera mitad del siglo XVIII.**

AÑOS	PRINCIPAL (DUCADOS)	PRINCIPAL (MARAVEDÍES)	INTERESES (MARAVEDÍES)
1714	652.375.779	244.640.917.100	7.339.300.905
1727	634.915.474	238.093.302.800	7.142.870.625
1737	614.420.198	230.407.574.300	6.912.227.250
1755	535.752.373	200.907.139.900	6.027.214.125

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Toboso Sánchez (1987).

Felipe V siguió desarrollando el mecanismo implantado en la segunda mitad del siglo XVII basado en la financiación doméstica, gracias a la presencia de financieros españoles en la administración local, evitando tener que acudir a mercados internacionales y, a pesar de los enfrentamientos bélicos, como la Guerra de Sucesión (1701-1713), el volumen de deuda emitida no fue alarmante, pero aun así, no se trataba de un sistema fiable, pues en 1739 se recurrió de nuevo a la suspensión de pagos.

En los reinados posteriores, tanto Fernando VI (1746-1759) como Carlos III (1759-1788), deciden llevar una política centrada en pagar la deuda que el primero había dejado. Comienzan a abrirse de nuevo a los mercados formales de deuda y crean el Fondo Vitalicio en 1769, con el fin de permitir al Estado disponer de un fondo de capitales privados para amortizar los juros.

Fue Carlos III quién decidió que España volviese a los mercados internacionales de crédito, concretamente, al mercado holandés, a partir de 1770, ya que estos aumentaron su oferta de crédito a otros estados del continente. Pero esta vuelta a los mercados internacionales fue momentánea y tenía el objetivo de apoyar al mercado doméstico, favoreciendo la financiación de empresas y para sustentar la emisión de Vales Reales, un nuevo título de deuda pública creado en 1780 y que también actuaría como dinero de curso legal.

Los Borbones consiguieron reducir el endeudamiento y en 1783 España solo necesitaba destinar un 7% de sus impuestos para el pago de su deuda pública, mientras que otros países como Gran Bretaña o Francia destinaban el 62% y el 56% respectivamente.

Destaca también en esta segunda mitad del siglo XVIII el elevado volumen de gasto debido a los continuos conflictos que se produjeron, entre los que destacamos la Guerra de los Siete Años en 1756 y la Guerra de la Independencia de Norte América en 1766.

Otra de las medidas que puso en marcha Carlos III fue la creación del Banco Nacional de San Carlos en 1782, por la dificultad de emitir deuda y de financiarse a largo plazo, pero al no tener poder de negociación los accionistas frente al monarca, quebró.

Con Carlos IV (1788- 1808) en el trono se produce el estallido de la Guerra de la Convención (1793-1795) y de la guerra Anglo-española (1796-1808), acontecimientos que promueven el endeudamiento masivo, como sucedió en el reinado de los Austria, lo que produjo que el siglo XIX comenzase con una crisis de deuda, que serían continuas a lo largo de este siglo.

La cotización de la deuda emitida fue cada vez menor y Carlos IV puso fin a su reinado en el año 1808 con una deuda pública interior de 7.103,2 millones y una deuda pública exterior de 7.474,8 millones de reales de vellón.

### **1.3.2. La Deuda Soberana en el s. XIX**

Siguiendo a Álvarez-Nogal y Comín (2015), el estudio de la deuda pública durante la Edad Contemporánea se puede estructurar en cuatro fases: la fase inicial abarca la primera parte del siglo XIX y la denomina “Estado en Bancarrota”; la siguiente fase corresponde a la segunda mitad del mismo siglo, el “Estado insolvente”; la tercera fase comprende los años que van desde 1915 a 1982 y la reconoce como “Estado inflacionista”; y por último, la cuarta fase engloba la etapa de la democracia, de 1976 a la actualidad y la designa como “Estado de Bienestar”. En este epígrafe analizaremos las dos primeras etapas.

El “Estado en Bancarrota” comienza en 1808 con el ascenso al trono de Fernando VII (1808, 1813-1833) y la continuación de los ciclos bélicos, comenzando ese mismo año la guerra de la Independencia Española, que se alargaría hasta 1814. Esta guerra en territorio peninsular supone un endeudamiento mayor que debilita el sistema económico y político y sume a la monarquía española en una quiebra fiscal, pese a haber puesto en marcha medidas para evitarla, como la creación de nuevos impuestos a la renta, la prohibición de ciertos privilegios e imposición de donativos a clases privilegiadas e Iglesia y además, se recurrió a la desamortización de bienes civiles y eclesiásticos<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> “La desamortización era una operación extraordinaria de enajenación de activos con que respaldar las operaciones de crédito (pagar atrasos, retirar deuda, etc.) por los recursos a corto plazo que generaba, superiores a los de cualquier ingreso ordinario disponible.” (Vallejo Pousada, 2015)

**Tabla 1.3: Volumen de deuda pública en circulación (millones de Reales de vellón) (1808- 1848)**

<b>Años</b>	1808	1813	1820	1830	1839	1849
<b>D. Pública reconocida</b>	7.194	11.021	14.021	3.200	11.300	14.891

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Vallejo Pousada (2015)

Junto a estas medidas, en 1811 nace la primera entidad encargada de atender el servicio de la deuda, la Junta Nacional del Crédito Público. Esta tenía la facultad de clasificar las deudas existentes y recaudar fondos para posteriormente liquidar débitos y pagar réditos.

Con el fin de este conflicto bélico, la deuda pública se deprecia, lo que origina un aumento de las cargas financieras por los elevados rendimientos y esto provoca que los mercados de deuda pública no acepten los títulos españoles, lo que obliga a recurrir a prestamistas nacionales e internacionales que exigen elevadas compensaciones.

Las reformas fiscales que se proponen son insuficientes y se continúa emitiendo deuda pública, alcanzando esta un valor en el año 1823 de 16.700 millones de reales. El exceso de emisión deteriora su valor y unido a las conversiones y al estado continuo de suspensión de pagos que se vive a lo largo de esta década, reducen la deuda a 3.200 millones de reales en 1830. Al mismo tiempo se crea el Banco de San Fernando que cambia la deuda impagada por acciones de esta institución.

En 1833, con el poder en manos de los liberales, se produce el levantamiento carlista y para resistir a este tienen que reconocer la deuda pública anterior para así poder acceder al crédito. Además se crea un nuevo tipo de deuda a corto plazo, conocida como “anticipos” que es aceptada por grandes prestamistas y por el Banco de San Fernando.

Una de las medidas más efectivas frente al continuo crecimiento de la deuda y la suspensión de pagos de 1833 fueron las desamortizaciones practicadas por Juan Álvarez Mendizábal entre los años 1836 y 1859, que permitieron amortizar hasta un volumen de deuda de 5.305 millones de reales, un tercio de esta.

La necesaria reforma tributaria vendría de la mano del Ministro de Hacienda Alejandro Mon, a partir de 1845. Este comenzó la reforma convirtiendo créditos que procedían de anticipaciones de fondos en títulos de deuda pública, consiguiendo que esos títulos tuviesen un vencimiento mayor y unos intereses menores y de este modo se incrementó el volumen de capital pudiendo hacer frente a los diferentes compromisos de gasto.

Mon fue sucedido por Bravo Murillo, quien en 1849 procedió al estudio de un nuevo sistema fiscal, ya que los problemas de la Hacienda no mejoraban, seguían existiendo dificultades para hacer frente a la deuda que continuaba creciendo, encontrándose en 1848 en 14.027,8 millones de reales y España sumergida en una crisis agraria y financiera desde 1847.

En 1851, tras una nueva suspensión de pagos, comienza la segunda fase en el estudio de la deuda pública durante la Edad Contemporánea, el “Estado insolvente”. España estaba sumergida en una crisis estructural de deuda pública, suponiendo esta un 90% del PIB. Esta situación era debida a la variedad de títulos de deuda que existían y a que no se atendían las obligaciones, destacando la deuda externa que no se pagaba desde 1835.

**Tabla 1.4: Volumen de deuda pública en circulación (millones de pesetas), deuda pública/PIB y saldo presupuestario/PIB (en porcentaje) (1850- 1915)**

Años	Deuda Pública	Deuda Pública/PIB	Saldo presupuestario/PIB
1850	3.900	91,7	0,1
1855	3.563	62,9	-0,91
1860	3.531	59,3	-1,91
1865	4.358	70,5	-2,25
1870	7.289	122,1	-5,54
1875	11.574	150,3	-1,5
1880	13.741	152,5	-0,64
1885	6.877	71,3	-0,85
1890	6.887	77,9	-0,57
1895	7.400	86,1	-0,30
1900	12.729	124,1	0,51
1905	12.523	110,4	0,64
1910	10.480	89,7	-0,05
1915	10.579	70,0	-5,3

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Barciela et al. (2005) y de Vallejo Pousada, R. (2015).

El objetivo principal de Bravo Murillo era el arreglo de la deuda y el 1 de agosto de 1851 pone en marcha su Proyecto de Ley de Arreglo de la Deuda Pública y entre las medidas económicas de carácter expansivo se encuentran: reanudar el pago de intereses, hecho que estaba paralizado desde 1836, reconocer el total de pasivos y dividir la deuda pública en dos tipos (Deuda del Tesoro<sup>7</sup> y Deuda del Estado<sup>8</sup>), promover la desamortización de bienes eclesiásticos y civiles para aumentar la partida de ingresos y poner fin a la deuda pública con gobiernos extranjeros.

Este arreglo no resolvió el problema del déficit pero mejoró la situación de la Hacienda y el Gobierno desarrolló una política de gastos expansiva sobre obras públicas que finalmente provocó una crisis económica a partir de 1864. Esta crisis, sumada a las protestas que generó el arreglo de 1851 por parte de acreedores extranjeros llevó al Ministro de Hacienda, Manuel García Barzanallana, a promulgar el 11 de julio de 1867 un nuevo arreglo de deuda.

<sup>7</sup> Deuda del Tesoro: Deuda emitida para financiar los desfases de Tesorería a lo largo de un ejercicio presupuestario. Es una deuda exigible a corto plazo (flotante) porque se amortiza antes de finalizar el ejercicio presupuestario. Señala un problema de liquidez en la gestión presupuestaria. (Comín Comín, 2015).

<sup>8</sup> Deuda del Estado: Deuda emitida para financiar el déficit del presupuesto. Se denomina consolidada porque es una carga para futuros presupuestos del Estado. Revela un problema de solvencia o de insuficiencia de los ingresos corrientes del presupuesto. (Comín Comín, 2015).



El arreglo de 1867 contaba con una reforma fiscal basada en la tributación de los rendimientos del trabajo y capital, y se continuó amortizando deuda, pero tanto este como el arreglo de Murillo se vieron frustrados, ya que a pesar de no recurrir a la suspensión de pagos, no consiguieron frenar los gastos y los ingresos eran insuficientes, dejando ver una vez más la insuficiencia del sistema tributario.

Esta crisis que se vive en España empeora al quebrar en 1866 el banco británico Overend & Gurney, convirtiéndose en la peor crisis bursátil a nivel global en ese siglo. Los efectos de esta crisis se vieron reflejados en una contracción del crédito, reducción de la inversión, aumento de paro y el cierre de empresas que hicieron que el déficit se incrementara y se declarase la situación de impago.

El contexto político no era el más ideal para la mejora de la economía del país y en septiembre de 1868 da comienzo una revolución, la Gloriosa, que pone fin al reinado de Isabel II y se inicia una etapa conocida como el Sexenio Democrático (1868-1874), primer intento de establecer en España un régimen político democrático.

En la primera etapa del Sexenio Democrático nos encontramos unos presupuestos que indican que en torno al 46% de los ingresos están destinados al pago de la deuda pública. Ante esta situación, el ministro de Hacienda, Laureano Figuerola, plantea una reforma tributaria basada en la supresión de impuestos indirectos ocasionando unos efectos devastadores en los ingresos, viéndose así obligado a buscar financiación en el extranjero. Este acontecimiento, unido a los conflictos bélicos de entonces, como la Guerra Colonial de Cuba (1868-1878), las Guerras Carlistas (1872-1876) y la Rebelión Cantonal (1873) hicieron que la deuda superase el PIB.

En las siguientes dos etapas del Sexenio Democrático, tanto en el reinado de Amadeo I (1871-1873) como en la Primera República (1873-1874), encontramos una Hacienda española sumergida en una crisis de liquidez que obliga de nuevo a la suspensión de pago de intereses y entre las medidas tomadas por los sucesivos Ministros de Hacienda para solventar este problema encontramos la venta al Banco de París de los Bonos del Tesoro que tenía en cartera, un total de 168 millones de pesetas, la restitución de impuestos y la emisión de deuda.

Pese a vivir uno de los periodos de mayor insuficiencia presupuestaria, se produce cierto crecimiento económico al liberalizarse los mercados interiores. Esto no evita que en diciembre de 1874 se liquidase la República a favor de la vuelta de la dinastía de los Borbones con Alfonso XII (1874-1885) como monarca, comenzando un periodo conocido como la Restauración que se inicia con un volumen de deuda total de 11.410 millones de pesetas.

Durante estos años, a pesar de las guerras Carlistas, la cotización de los títulos de deuda ascendió, gracias a la restitución de los impuestos de consumo y al reconocimiento de deuda e intención de satisfacer los pagos pendientes durante el gobierno de Cánovas del Castillo. Pero la realidad es que la deuda

continuó ascendiendo, llegando en 1878 a su pico más alto desde que comenzó la crisis en 1864, con un volumen de 14.245 millones de pesetas.

En 1881, Cánovas del Castillo dimite y le sustituye como Presidente del Consejo de Ministros Mateo Sagasta, quien adjudica el Ministerio de Hacienda a Francisco Camacho que será el encargado del Arreglo de deuda de 1882. Este arreglo consistió en la conversión de deuda amortizable en deuda de menor interés y amortización más lenta y en la negociación de las obligaciones de los ferrocarriles y de deuda de tipo perpetua. El éxito del arreglo redujo la deuda a 7.407 millones de pesetas en el año 1883, encontrando una fase de estabilidad que pondría su fin al iniciar la guerra de Cuba en 1895.

Esta guerra fue financiada por el Banco de España, provocando la depreciación de la moneda y fortaleciendo la inflación que a su vez desvalorizó la deuda. Además, como país derrotado tuvo que hacer frente a la deuda colonial de Cuba y el Estado se vio obligado a emitir más deuda. En 1898 sumaba un total de 10.596 millones de pesetas, en torno al 118% del PIB.

Tras esta última guerra colonial del siglo XIX, España necesitaba un plan de estabilización y este viene de la mano de Fernández Villaverde, nombrado Ministro de Hacienda por Francisco Silvela, Presidente del Consejo de Ministros desde marzo de 1899. Este plan lleva a cabo la consolidación de deuda del Tesoro en deuda amortizable, conversión de deuda amortizable en deuda perpetua y la reducción del interés efectivo de la deuda.

Este arreglo de deuda solucionó la crisis y se siguió empleando por los Ministros de Hacienda posteriores a Villaverde, provocando una reestructuración de la deuda, disminuyendo a 10.506 millones de pesetas en 1904, encontrándose en 13.363 millones de pesetas tres años antes.

### **1.3.3. La Deuda Soberana en el s. XX**

El periodo de estabilidad con el que se inicia el siglo XX desaparece con el comienzo de la Primera Guerra Mundial, dando lugar al “Estado Inflacionista”, que se extendería hasta el comienzo de la democracia. A pesar de que España se mantuvo neutral, por un lado, se fortaleció la peseta, provocando un aumento en el valor de los títulos y la consecuente crecida de la demanda de deuda pública externa por parte de la sociedad española, favoreciendo de esta manera la nacionalización de este tipo de deuda. Por otro lado, se produce el renacimiento del déficit que obliga a buscar nuevas formas de financiación, cambiando la vía de monetización<sup>9</sup> directa por la indirecta y ofreciendo ventajas a los bancos en la compra de títulos, medidas que incrementaron la inflación.

---

<sup>9</sup> La monetización directa consiste en que el Tesoro emite deuda que vende al Banco de España (o bien le solicita adelantos y préstamos), y este la paga emitiendo billetes o abriendo una cuenta corriente al Tesoro, incrementando, de ambas maneras, la base monetaria del país. En la monetización indirecta, el Estado emite deuda pignorable automáticamente en el Banco de España, que es suscrita por la banca (Tedde, 1994).

**Tabla 1.5: Volumen de emisiones de deuda pública en circulación (en millones de pesetas), y deuda pública/PIB y saldo presupuestario/PIB (en porcentaje) (1915- 1980)**

Años	Emisiones	D. Pública en circulación	D. Pública/ PIB	Saldo presupuestario/PIB
1915	—	10.579	70,0	-5,36
1920	—	13.056	44,4	-3,19
1925	—	18.099	56,6	-1,54
1930	—	20.757	58,9	0,08
1935	—	24.760	65,8	-0,85
1940	—	37.358	71,7	-3,84
1945	—	59.509	69,6	-7,56
1950	—	82.961	35,1	-0,89
1955	9.290	131.890	38,8	0,30
1960	1.000	186.382	29,4	-0,58
1965	27.506	246.177	18,1	0,94
1970	22.263	472.960	19,2	-0,60
1975	143.136	699.252	11,9	-0,46
1980	803.445	1.547.443	10,2	-2,73

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de "Estadísticas históricas de España, siglos XIX-XX", (Barciela et al., 2005).

Las secuelas que deja la Gran Guerra en nuestro país son la disminución del valor e intereses de la deuda pública, la primera congelación de rentas inmuebles urbanas y el incremento de la atracción de los títulos de renta variable y acciones para la sociedad española, en detrimento de la deuda pública que se convierte en un negocio de los bancos.

La incertidumbre económica no es el único problema de España, encontrándose inmersa en una crisis política que provoca que en septiembre de 1923 de comienzo la Dictadura de Primo de Rivera, tras un golpe de Estado.

Primo de Rivera tiene entre sus objetivos incrementar el control en territorio marroquí y la aceleración del crecimiento económico lo que lleva a un incremento del gasto. Como solución, el Ministro de Hacienda José Calvo Sotelo decide como primera medida emitir deuda flotante y amortizable y posteriormente opta por la consolidación de obligaciones del Tesoro en deuda amortizable y la conversión de deuda perpetua en amortizable.

A pesar de que estas medidas redujeron las cargas financieras, los apoyos a Primo de Rivera fueron cayendo y en 1930 Dámaso Berenguer se convierte en el nuevo dictador y Manuel Argüelles es el nuevo Ministro de Hacienda, que siguiendo una política contractiva consigue en 1930 un superávit en los presupuestos.

Este superávit, junto a los elevados intereses del Banco de España, provocaron la caída del PIB y ante una evidente nueva crisis económica, el 14 de abril de 1931 llega un nuevo periodo democrático republicano.

En los primeros años de República se dio gran importancia a los problemas sociales que incrementaron el gasto, y a pesar de agregar a la política fiscal el impuesto sobre la renta con el fin de incentivar los ingresos, se produjo una situación de déficit entre 1931 y 1935, que induce una subida de la deuda flotante.

Joaquín Chapaprieta, como Ministro de Hacienda, es el encargado de poner en marcha medidas políticas y fiscales para disminuir las cargas de la deuda sobre el presupuesto, entre ellas destacan el aplazamiento de la amortización, conversión de bonos y obligaciones del Tesoro y una disminución de los intereses.

El resultado de estas medidas no se puede valorar ya que el triunfo en las elecciones generales de 1936 del Frente Popular y el posterior golpe de Estado en julio del mismo año en contra del gobierno de la Segunda República origina el estallido de la Guerra Civil, extendiéndose hasta abril de 1939, tras la victoria del bando sublevado y estableciéndose una dictadura con Francisco Franco como jefe de Estado, que se mantendría hasta la muerte de este, en 1975.

A lo largo del Franquismo observamos como las políticas económicas establecidas se basan en el arbitrio, incluida la gestión de la deuda pública, no se siguen criterios económicos y se produce cierta descentralización del Ministerio de Hacienda.

Diferenciamos dos etapas durante el Régimen de Franco que nos permitirán entender mejor la gestión que se produjo de la deuda en esta época. La primera etapa la conocemos como Autarquía y se desarrolla durante las dos primeras décadas tras la Guerra Civil, hasta finales de los años 50. Los “años de desarrollo” serían la segunda etapa y engloba desde 1960 hasta el fin de la dictadura.

Durante la primera fase se sigue una política heterodoxa de gestión de la deuda, especializada en continuas emisiones por parte del Estado y de organismos autónomos, como empresas públicas, privadas y entidades oficiales de crédito, a las que se les permitió financiarse con “deudas especiales”, las cuales gozaban de garantía estatal.

El Estado empleó diferentes tipos de deuda para su financiación, sin respetarlos fines teóricos de cada una. En los primeros años de dictadura se producen emisiones de deuda del Tesoro, que no volvería a emplearse hasta 1974, y se emplea como instrumento de política monetaria, de la mano de José Larraz, Ministro de Hacienda en esta época, además de financiar tanto gastos de guerra como organismos autónomos entre los que destaca el Banco de España, principal prestamista del Gobierno.

En estos años de posguerra se dedicó un porcentaje mínimo para la deuda exterior, debido a la política de autarquía que había establecida. Este tipo de deuda se dedicó para financiar programas de reconstrucción nacional, compañías ferroviarias y la Compañía Telefónica Nacional de España (CTNE), además de emplearla en préstamos de guerra.

Desde 1945 hasta el fin de la autarquía, la deuda que se emitió fue deuda del Estado, cuyos fines fueron los mismos que la deuda del Tesoro.

Se pusieron en marcha diferentes arreglos de deuda, pero el único auténtico fue la conversión practicada por José Larraz en 1939, permitiendo reducir las cargas que la Guerra Civil había supuesto, aunque se vio obligado a suspender amortizaciones en los primeros años.

Una vez pagados los gastos de guerra, el déficit se redujo y desde 1949 fue sostenible. Aunque este equilibrio presupuestario era ficticio ya que durante la autarquía se ajustaban los gastos a los ingresos y se separa el presupuesto extraordinario, con el que se financiaban determinadas obras públicas y organismos autónomos.

Este déficit unido a la emisión de deuda que tenía la facultad de pignoración<sup>10</sup> en el Banco de España condujo a un proceso inflacionista que permitió reducir la deuda.

A finales de la década de los 50, empieza la segunda etapa de la dictadura, conocida como los “años de desarrollo”, caracterizados por una gestión de la política más ortodoxa. El Ministro de Hacienda Navarro Rubio aprobó en 1956 el Plan Nacional de Estabilización Económica, cuyos objetivos eran encontrar estabilidad económica, equilibrio presupuestario y convertir la peseta en una moneda competitiva. Para llegar a conseguir estos objetivos, se empezó por abrir de nuevo al mercado extranjero, se devaluó la moneda para favorecer las exportaciones y se recortaron gastos del presupuesto.

En cuanto a la gestión de la deuda en este periodo se producen cambios respecto a la autarquía, pero los objetivos de su financiación no varían. Las deudas amortizables del Estado y las deudas especiales entran en decadencia, además a partir de 1957 se prohíbe a los bancos financiarse con sus propias cédulas, ya que provocan alteraciones en las emisiones y mercados de deuda pública, y se crea otro tipo de deuda del Estado, conocidas como “cédulas de inversión”. Al mismo tiempo, la deuda exterior emerge de nuevo en circulación en el año 1954.

En esta época de Planes de Desarrollo, el déficit es más estable, alternándose con años de superávit, en los que se continúa emitiendo deuda. Pero al igual que en la etapa anterior, el déficit no es real porque a pesar de establecer la unidad presupuestaria como medida para favorecer la estabilidad económica, las cédulas de inversión siguen financiando al margen de los Presupuestos Generales del Estado.

En los últimos años del franquismo los problemas para financiarse y el riesgo de impago crecen, produciendo tres arreglos entre 1970 y 1974, además en 1973 tiene lugar la primera Crisis del Petróleo, deteniendo el crecimiento que se había logrado en estos años.

---

<sup>10</sup> Pignoración: Operación por la que se sujeta una prenda al pago de un préstamo recibido. Supone dejar un bien mueble en manos del acreedor o de un tercero como garantía del cumplimiento de una obligación (Banco de España, 2016).

Con un endeudamiento público en mínimos históricos, comienza la cuarta etapa en el estudio de la gestión de la deuda, correspondiente al “Estado de Bienestar”. La gestión responsable de la deuda característica de esta fase no es posible durante la primera década de democracia que vive el país, de 1975 hasta 1985, ya que sufre un importante incremento del volumen de deuda pública, debido en parte a la dimensión significativa que estaba adquiriendo el sector público administrativo.

Además, este periodo se caracteriza por saldos presupuestarios insuficientes que eran resultado de las depresiones económicas, al ser la mayor parte del déficit coyuntural, es decir, estaba originado por la crisis, reduciendo la recaudación de impuestos y aumentando los gastos sociales.

Es a partir de 1983 cuando realmente se vuelve a poner en marcha una política ortodoxa de financiación del déficit, además de practicar una política fiscal expansiva y una política monetaria restrictiva.

**Tabla 1.6: Volumen de emisiones del Estado y volumen de deuda pública en circulación de las Administraciones Públicas (en millones de euros), deuda pública/PIB y saldo presupuestario/PIB (en porcentaje) (1985-2015).**

Años	Emisiones	Deuda Pública en circulación	Deuda Pública/PIB	S. presupuestario/PIB
1985	32.244,3*	53.369*	31,5	-5,76
1990	67.755,1*	123.300*	40,1	-2,71
1995	127.071,98*	247.174*	61,7	-4,25
2000	79.578,5	374.557	58,0	-0,24
2005	64.961,4	393.479	42,3	1,2
2010	207.959,1	649.259	60,1	-9,4
2015	237.424,7	1.072.183	99,2	-5,1

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de “Estadísticas históricas de España, siglos XIX-XX”, Eurostat y Banco de España. (Datos marcados con “\*” transformados a euros según el cambio 1€=166,386 ptas.).

Con el objetivo de conseguir la estabilización en el proceso de transición, adoptar una política económica que contuviera la inflación y una reforma tributaria se firmó en octubre de 1977 los Pactos de la Moncloa, por los partidos con representación parlamentaria, asociaciones empresariales y el sindicato Comisiones Obreras. Con este acuerdo se consiguió cierta modernización del sistema fiscal, creando nuevos impuestos como el IRPF, el IVA y el Impuesto de Sociedades.

En 1957, diversos países de Europa crean la Comunidad Económica Europea (CEE) con el objetivo de una integración económica, y España, tras el fin de la dictadura franquista desea formar parte de esta institución, para lo que es necesario un cambio en la política monetaria, lo que incluye la gestión de la deuda.

La modificación de la gestión de la deuda comienza con un cambio en el sistema financiero, pasando de una financiación basada en la monetización de la deuda pública a una financiación a través de mercados o instituciones privadas, para lo que es primordial independizar el Tesoro del Banco de España.

Esta desvinculación comienza con la emisión de nuevos títulos a corto plazo, los Bonos del Tesoro, que son adquiridos por el Banco de España a un tipo del 4% y colocados mediante subastas a entidades financieras a un tipo de interés mayor y además se incrementa el coeficiente legal de caja<sup>11</sup> al 20%, desplazando de esta manera las cargas financieras a otras entidades.

Con la entrada de España en la Unión Europea en 1986 comienza la recuperación económica y una desaceleración del gasto que reduce el déficit, provocando estabilidad en la deuda pública.

Las medidas que se llevan a cabo entre este año y 1989 se centran en la creación de un mercado de deuda que permita financiarse de inversores y empresas no financieras. Con este fin se crean nuevos instrumentos financieros como Pagarés del Tesoro con vencimiento a corto plazo, Bonos de Estado a medio plazo y Obligaciones del Estado a largo plazo y posteriormente se crean las Letras del Tesoro que sustituirían a los Pagarés.

A partir de 1990 el déficit vuelve a aumentar, apareciendo síntomas de crisis económica y financiera motivadas por el estallido de la burbuja inmobiliaria en Japón y por las crecientes tensiones por el precio del petróleo. Ante esta situación reaparece la necesidad de un cambio en la política fiscal y el Gobierno incurre en componentes estructurales del déficit para estimular la economía.

A pesar de esta situación, se trata de internacionalizar el mercado de deuda pública española y de mejorar la vida media de la cartera de deuda y tras la incorporación de España a la Unión Europea, en 1986 y la inclusión de la peseta en el Sistema Monetario Europeo (SME) en 1989, se incrementa la confianza en este mercado de deuda, destacando su rentabilidad frente a la del resto de países europeos.

Entrado ya en el siglo XXI, se vive en nuestro país hasta el año 2007 un importante crecimiento económico, mayor que en países europeos más avanzados. Durante el gobierno de José María Aznar se produce una reforma estructural, un saneamiento de cuentas públicas y una política económica que converge con los países más desarrollados de Europa provocando un aumento del PIB y una disminución del déficit. Este progreso económico provoca un incremento de la demanda del crédito para inversión inmobiliaria que originaría la burbuja inmobiliaria.

Por último, con José Luis Rodríguez Zapatero como Presidente del Gobierno podemos diferenciar dos etapas; una de 2004 a 2008, en la que sigue cayendo la deuda pública gracias a políticas de reducción de déficit y a la

---

<sup>11</sup> Coeficiente legal de caja: Porcentaje de dinero de un banco que debe ser mantenido en reservas líquidas y, por tanto, no puede ser destinado a inversión o a realizar préstamos (Blanco García, 2015).

situación económica favorable que se vive tanto a nivel nacional como internacional, y una segunda etapa a partir de 2008, tras el estallido de una crisis económico- financiera a nivel mundial que conduce a la actual crisis de Deuda Soberana.

Esta última etapa de crisis de Deuda Soberana que vive España será tratada con mayor profundidad en el capítulo 3º y será comparada con las crisis de Deuda Soberana que se han producido de manera simultánea en el resto de Europa.



# **CAPÍTULO 2.**

## ***ENTORNO LEGAL***



## 2.1. Origen de los entornos legales.

Hasta hace unos años, el estudio de las decisiones económicas de los individuos y las empresas se había analizado desde un punto de vista autónomo, de acuerdo al modelo de la Teoría de Agencia<sup>12</sup>, desarrollada por Jensen y Meckling (1976), sin tener en cuenta aspectos externos como el entorno legal-social de los países, el cual puede condicionar en gran medida el sentido de dichas decisiones. Este nuevo enfoque es desarrollado por (La Porta et al., 1998).

En este sentido, en los últimos años existe un interés creciente en la literatura por el análisis del entorno legal de un país como factor determinante de las decisiones financieras de las empresas, las diferencias que surgen en el desarrollo de los sistemas financieros de los países y en la búsqueda de la correlación de estos con el crecimiento económico. Siguiendo este enfoque, queremos comprobar si el entorno legal de los diferentes países afecta también a la configuración de la Deuda Soberana.

Según La Porta et al. (1998), las normas legales y la calidad de su ejecución son diferentes en todos los países y esas normas varían sistemáticamente en función de su origen legal, ya sea inglés, francés, alemán o escandinavo.

Para comenzar este segundo capítulo, en primer lugar vamos a explicar las dos principales tradiciones legales que existen, la *Common-Law* (o tradición

---

<sup>12</sup>La Teoría de Agencia tiene su origen en la separación de propiedad y control de las empresas. De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), una relación de agencia se define a través de un contrato explícito en el que una parte, el agente, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el principal. Los conflictos de intereses que surgen entre el principal y el agente originan unos costes de agencia(García Soto, 2003)

legal común) y la *Civil-Law* (o tradición legal civil), teniendo esta última tres vertientes, francesa, germana y escandinava.

### **2.1.1 Common-Law.**

El *Common-Law* nace en Inglaterra en el siglo XI y es la base del sistema legal de los países de influencia anglosajona, como Reino Unido (excepto Escocia), República de Irlanda, Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, India y Hong Kong, entre otros.

Se desarrolla de manera autónoma, sin influencias del derecho romano, que se expande por el continente europeo.

Este derecho lo crean los jueces, teniendo como base las decisiones que se han ido tomando durante años en todos los casos y se han ido formando principios del derecho. El principio fundamental dicta: los casos análogos deben decidirse de manera similar.

Esta tradición legal no formula una regla escrita de conducta, trata los problemas reales y presentes, rechazando las innovaciones si no son imprescindibles para resolver casos nuevos.

No existen códigos en estos países. Conviene aclarar que en Inglaterra existen leyes como, por ejemplo, la *Companies Act* de 1948, que con sus 462 artículos, es un verdadero código; y en los Estados Unidos existen cuerpos legales que incluso se denominan códigos. Pero un código norteamericano es cosa muy distinta de un código francés o español; no tienen de semejanza más que el nombre y la apariencia formal, pero en el fondo el código norteamericano tiene la misma función y se interpreta de forma semejante a la ley escrita inglesa, ya que, frente a otros sistemas occidentales, el grupo angloamericano se distingue en los siguientes aspectos (Badenes Gasset, 1997):

- En las fuentes del derecho, pues la ley es una fuente secundaria imperando la supremacía de la jurisprudencia como fuente primordial.
- En las reglas del precedente, ya que la obligación del juez angloamericano de fallar de acuerdo con los fallos anteriores no existe en los países que no son de *Common-Law*.
- En el espíritu práctico y casuístico que contrasta con las leyes de los países latinos y germánicos, de espíritu lógico y de fórmulas generales.

### **2.1.2 Civil-Law.**

La otra tradición legal es la *Civil-Law*, cuyo origen es el derecho romano que fue compilado bajo las órdenes del emperador bizantino Justiniano en el siglo VI. En sus orígenes fue un sistema jurídico común para la gran parte de Europa y con el tiempo cada país fue desarrollando sus códigos legales de manera individual.

Los códigos de países escandinavos en el siglo XVII y Francia y Alemania en el siglo XVIII fueron los de mayor influencia legal tanto en Europa como en el resto del mundo, ya que estos además de establecerse en sus países de origen se fueron extendiendo y adoptando por los países que estaban bajo su poder.

En el caso de Alemania, difundió su Código en Austria, Suiza, Checoslovaquia, Italia, Hungría, Grecia, Yugoslavia, e incluso China y Japón.

Francia, por su parte, extendió su influencia legal en el Cercano Oriente, África, Indochina y Oceanía. Además, tuvo gran importancia en países europeos como España y Portugal, quienes expandieron este sistema legal en América Latina.

Siguiendo a Zweigert y Kötz (1992), entendemos que la tradición legal civil se centra en principios legales y se compone de un sistema jurídico bien articulado, con áreas definidas en la ley.

En la tradición *Civil-Law* los principios legales están incorporados en los códigos y estatutos y la doctrina proporciona una guía en su interpretación, dejando a los jueces la tarea de aplicar la ley (Tetley, 2000). Así, las fuentes principales de la ley de derecho civil son los códigos y las leyes promulgadas y las fuentes secundarias incluyen resoluciones judiciales (jurisprudencia), anotaciones de abogados o académicos, investigación jurídica (la doctrina), libros de texto, etc.

## **2.2. Variables determinantes en el desarrollo financiero según el entorno legal.**

Como hemos mencionado en el apartado anterior, cada país asienta sus bases legales según dos vertientes, la *Common-Law* y la *Civil-Law*, incluyendo las normas que rigen los sistemas financieros. De este modo, en los últimos años, los países desarrollados han intentado construir un sistema financiero desarrollado<sup>13</sup> y eficiente, lo que les ha llevado a introducir cambios y mejoras según las características de cada estructura financiera y de acuerdo con los aspectos positivos de los dos modelos legales.

Según Saona (2011), en el proceso de reforma de los sistemas financieros de cada país se ha marcado un ritmo diferente por lo que se puede observar que en algunos casos se han agrandado las diferencias entre sistemas financieros de países que comparten una base legal común y se han reducido las diferencias entre países con diferentes tradiciones legales.

Antes de exponer algunas de las características de los sistemas financieros en función del origen de su tradición legal, cabe mencionar que la estructura financiera de cada país, de acuerdo a sus bases legales, puede

---

<sup>13</sup> Sistema financiero desarrollado: Conjunto de instrumentos, mercados e instituciones financieras que corrigen los problemas de información y disminuyen los costes de transacciones. Cuando se desempeñan de manera eficiente estas dos condiciones, se cumple su función primaria dentro de la economía que es la de asignar los recursos eficientemente en el tiempo y espacio, en un ambiente de incertidumbre. (Levine, R., 1996; Merton, R. y Bodie, Z., 1995).

estar enfocada al sistema bancario o al mercado bursátil a la hora de escoger la principal fuente de financiación.

Los sistemas basados en intermediarios financieros suelen corresponderse con países con un origen legal civil, los basados en mercados financieros se relacionan con aquellos bajo la *Common-Law*.

Respecto a la elección de qué sistema favorece el desarrollo financiero de un país, hay un debate abierto entre los defensores de los bancos, quienes destacan las deficiencias del mercado de capitales, quienes apoyan el papel positivo de los mercados en el desarrollo financiero y una tercera opinión que se basa en la complementariedad del sistema bancario y de los mercados, mejorando la oferta de servicios financieros, que fomentará el desarrollo económico.

En los trabajos relativos a la preferencia de un sistema financiero basados en los mercados o en la banca y en aquellos sobre el desarrollo financiero y crecimiento económico de los países se pone de manifiesto que Reino Unido y Estados Unidos son los países con mercados de valores más desarrollados por excelencia, mientras que los países con los sistemas bancarios más extensos son Alemania y Japón.

El mayor desarrollo de los mercados de valores de Reino Unido y Estados Unidos es debido a la facilidad para acceder a estos mercados, mayor que en países de tradición civil (La Porta et al., 1997). Estos autores demuestran que los países de tradición civil francesa son los que más dificultan el acceso a los mercados de capitales, principalmente en países como Grecia, Italia y Portugal.

Los mismos autores, al analizar la deuda bancaria, demuestran que son los países de tradición germana los que mayor endeudamiento tienen, lo que puede tener origen en el mayor desarrollo de su sistema bancario. A estos les siguen los países de tradición legal escandinava y nuevamente los países de *Common-Law* superan en acceso a endeudamiento, esta vez bancario, a aquellos de tradición francesa. Entre estos destacan Grecia y Bélgica con peor acceso a este tipo de financiación.

A continuación, pasamos a destacar las características de los sistemas financieros en función del origen en el que se centre su entorno legal y así observar como este influye en diferentes decisiones de las empresas, principalmente en los relacionados con la financiación, en el desarrollo financiero e incluso en el crecimiento económico de los países.

### **1. Concentración de la propiedad de empresas**

Esta variable se define según La Porta et al. (1998) como el promedio accionarial en propiedad de los tres accionistas principales de las 10 mayores empresas no financieras de propiedad privada de un país.

Las empresas que desarrollan su actividad en un entorno basado en *Civil-Law* se caracterizan por una propiedad altamente concentrada, mientras

que aquellas que se encuentran en países cuyo entorno se desarrolla bajo la tradición del *Common-Law* muestran una propiedad más diversificada, debido a que en este entorno se les da más valor a accionistas minoristas.

Además del mayor o menor valor que se dé a los accionistas, otra variable que se relaciona con la concentración de propiedad en las empresa es la aplicación de la legislación, quedando demostrado que entornos donde se promueve una alta concentración de la propiedad, suelen tener una capacidad para cumplir la ley reducida, en relación con entornos de *Common-Law*.

Siguiendo a Faccio et al. (2001) descubrimos que empresas que ejercen su actividad situadas en entornos caracterizados por la concentración de propiedad y a su vez tienen oportunidades de crecimiento, cuentan con niveles de endeudamiento más elevados.

En unos casos se argumenta que la mayor concentración de la propiedad que se observa pudiera ser la respuesta a la falta de una adecuada protección de los accionistas minoritarios (Antoniouet *al.*, 2008a; Filatotchev y Mickiewicz, 2002), en otros casos se señala que tal concentración es la respuesta que utilizan las empresas para enfrentarse a procesos de tomas de control hostil<sup>14</sup>, de forma que los accionistas mayoritarios desarrollen un mecanismo que evite una ineficiente gestión de la empresa lo que redundaría en beneficio directo de los acreedores, quienes verán reducir su riesgo al sentir que sus derechos se encuentran mejor protegidos (Burkart et *al.*, 1997).

## **2. Derechos de los accionistas**

La Porta et al (1998) mide con esta variable cuánto de fuertes son los favores hacia los accionistas minoritarios durante el proceso de toma de decisiones, en contra de los directivos.

La protección sobre los accionistas es característica en países basados en la *Common-Law*. Este apoyo legislativo a los inversores favorece un mejor desarrollo de los mercados de capitales, suponiendo un incentivo a accionistas para que participen en dichos mercados y lleva a las empresas a aumentar la emisión de acciones.

Además, Utrero (2007) afirma que la protección a accionistas tiene un impacto negativo en el apalancamiento financiero.

Según La Porta et al. (2002), la elevada protección que se le da a los inversores en estos países les permite mantener un menor porcentaje de propiedad del capital, pero teniendo la tranquilidad de que no van a ser expropiados por accionistas mayoritarios.

Por el contrario, de acuerdo con La Porta et al (1998), los países que siguen una tradición legal de *Civil-Law* no tienen una legislación centrada en los derechos de los inversores lo que origina que los accionistas de las

---

<sup>14</sup>Tomas de control hostil: Mecanismo mediante el cual el mercado presiona a las empresas mal gestionadas a modificar su estructura y gestión mediante la recomposición del cuerpo directivo (Saona, 2011).

empresas sean mayoritarios y como ya hemos explicado anteriormente, las empresas tienen concentrada la propiedad, además de tener mercados de valores poco significativos por lo general.

En países en los que se dan estas condiciones, ante la falta de incentivos a accionistas, los bancos son la fuente de financiación principal y tienen la capacidad de influir en las decisiones de las empresas por la posibilidad de restringirles servicios financieros de los que solo los bancos son oferentes.

Las empresas que operan en sistemas financieros orientados a la banca, con una débil protección legal a los inversores, tenderán a financiarse con deuda bancaria, tanto para evitar tener que emitir nuevas acciones con el correspondiente riesgo de dilución de su participación, como por el escaso interés de las empresas y de los inversores en participar en los mercados financieros (Barth et al., 2004).

### **3. Derechos de los acreedores**

En el trabajo ya mencionado de La Porta (1998), considera esta variable como uno de los más relevantes a la hora de relacionar el desarrollo financiero y el entorno legal.

En el análisis de esta variable, el autor emplea tres indicadores, dos de ellos relacionados con el derecho de reorganización en caso de impagos por parte de la empresa y un tercero relacionado con garantía de pago a acreedores de cierta antigüedad.

Los resultados de este estudio reflejan que los países de origen *Common-Law* tienen una legislación más favorable para los acreedores que aquellos de origen civil. Pero los resultados específicos de cada país muestran grandes diferencias en países del mismo entorno.

En el caso de países bajo un entorno de *Common-Law*, destaca Reino Unido como el país que más hincapié hace en los derechos de los acreedores, mientras que Estados Unidos presenta una débil legislación al respecto. Al tratar los países de la *Civil-Law* encontramos diferencias según la tradición germana, la cual tiene unos resultados más cercanos a los resultados globales de los países de *Common-Law*, mientras destaca Francia por su pobre legislación en materia de derechos de los acreedores.

En la misma línea se manifiesta La Porta et al. (1997), cuyo trabajo dicta que son generalmente los países de tradición inglesa los que más importancia dan a los derechos de los acreedores, pero recalando a Estados Unidos e Irlanda por apenas tener legislación favorable hacia los acreedores. Los países de origen civil francés son los que muestran un índice menor sobre esta variable, principalmente Francia, Grecia y Portugal.

Levine (1997, 1999) señala que países cuyos sistemas legales dan prioridad a los derechos de los acreedores, tienen intermediarios financieros



más desarrollados y eficientes que aquellos países donde el sistema legal no apoya eficientemente a los acreedores

Utrero (2007) afirma también que aquellos países en los que se otorga menores derechos a los acreedores, estos pueden optar por la limitación del crédito.

#### **4. Aplicación de la legislación**

Esta variable complementa a las dos variables anteriores. Pues tan importante es la existencia de legislación como su aplicación (La Porta et al., 1997).

La no correcta aplicación de la ley dificulta el desarrollo de los mercados financieros en favor de los bancos como acreedor. Además, el hecho de que sea el banco la principal vía de financiación, supone para este un incentivo para controlar e intervenir en proyectos de aquellas empresas que financia.

Levine (1997) para referirse a este indicador emplea una variable que mide el riesgo de modificación de un contrato una vez se haya firmado, entendiendo la modificación como un repudio, un aplazamiento o reducción de la obligación financiera.

Este autor confirma que la eficiencia en la aplicación de normas, afecta de manera positiva al desarrollo de los intermediarios financieros. Además, considera que los países con tradición legal alemana y escandinava son los que más importancia dan a la aplicación del reglamento, seguidos de países de tradición *Common-Law*. Los países europeos con tradición francesa tienen resultados similares al resto de entornos, excepto Grecia y Turquía, donde el riesgo de modificación de contratos es mayor.

#### **5. Participación en la propiedad de la deuda**

La participación en el capital social de la empresa por parte de directivos y accionistas también supone diferencias dependiendo de la base legal del país.

Por un lado, en empresas situadas en entornos legales centrados en la *Common-Law* se da una participación escasa en la propiedad por parte de los directivos. En estas empresas hay una clara separación entre propiedad y control, suponiendo mayores problemas de asimetrías de información entre directivos y accionistas y esto hace que la vía de financiación externa pública sea la elegida.

Por otro lado, aquellas empresas pertenecientes a sistemas *Civil-Law* no se caracterizan por la separación entre propiedad y control, teniendo tanto directivos como accionistas un importante porcentaje del capital social. En estos entornos con predilección por la financiación bancaria, según Chan-Lau (2001) se dan menos problemas de agencia entre directivos y accionistas, hecho que favorece el endeudamiento.

Eso se demuestra en el estudio llevado a cabo por La Porta et al. (1998), donde los resultados en el análisis de la concentración de propiedad de las empresas muestran que países como México, Brasil, España, Italia, Alemania y Chile, todos países de *Civil-Law*, tienen un elevado nivel en esta variable, en oposición a países como EEUU y Reino Unido, donde la participación en la deuda está más repartida.

## **6. Configuración de la estructura de capital**

Este indicador mide el vencimiento de las deudas de las empresas de cada país y se trata de uno de los factores en los que más se aprecia la evolución de los sistemas financieros.

Son países pertenecientes a un entorno de *Civil-Law* los que muestran mayores niveles de deuda a corto plazo, como es el caso de Italia, Alemania, Francia, España y Japón, mientras que países como Estados Unidos muestran menor deuda a corto plazo. Destaca el caso de Chile que pese a basarse en un sistema de *Civil-Law*, el endeudamiento de sus empresas apenas tiene un vencimiento a corto plazo.

Los países bajo un sistema de *Civil-Law* tienen una proporción poco equitativa entre deuda a corto plazo y deuda a largo, mientras que países de tradición *Common-Law*, pese a tener mayores niveles de deuda a largo plazo, la proporción es más equilibrada.

Siguiendo con la deuda a corto plazo, aquella que es de origen bancaria destaca en países como Italia y Japón, ambos pertenecientes al sistema *Civil Law*, mientras que es más escasa este tipo de deuda en Estados Unidos y Francia, pese a caracterizarse este último por tener un origen civil claramente basado en la banca.

Al tratar la deuda a largo plazo, los mayores niveles pertenecen también a países de la *Civil-Law*, Japón y Francia, mientras que Alemania tiene los niveles más bajo de los países estudiados.

En cuanto a la deuda a largo plazo de tipo bancaria, Japón presenta con gran diferencia respecto al resto el mayor nivel, seguido de España e Italia y Alemania se encuentra en el lado opuesto nuevamente, junto a Estados Unidos.

Estos resultados son extraídos del trabajo de La Porta et al (1998) y de Saona, P. (2011).

## **7. Información emitida por las empresas**

Esta variable tiene cierta influencia sobre alguna de las ya explicadas. Las características de la información que emiten las empresas al mercado puede determinar el sistema financiero que predomine en el entorno. Además, cada país tiene una regulación sobre la información que se puede emitir y el modo de hacerlo.

De acuerdo con el estudio llevado a cabo por Levine, R. (1997), este incluye a esta variable como una de las determinantes a la hora de comprobar la relación existente entre entorno legal y desarrollo financiero de un país.

Según dicho autor, son los países bajo un origen legal escandinavo e inglés los que mayores normas tienen sobre la información que deben y pueden emitir, seguido de países bajo tradición germana.

Son los países con una tradición legal francesa los que menos legislación tienen sobre la información que deben emitir las empresas al exterior, lo que disminuye su fiabilidad. Este hecho se manifiesta en la mayor desconfianza de los inversores en estos países y en el menor desarrollo de sus mercados.

### **8. Riesgo de crisis de Deuda Soberana**

Por último, encontramos el riesgo de crisis de Deuda Soberana como variable que se ve influida por el entorno legal que se desarrolla en un país. En el epígrafe siguiente desarrollaremos más detalladamente esta variable y veremos cómo los países de tradición escandinava y germana son los que presentan un menor riesgo de crisis y mejor gestionan estas, frente a países de tradición francesa y *Common-Law*.

A continuación, en la siguiente tabla vemos de manera resumida las variables anteriormente mencionadas, las características en que se manifiesta cada una según el entorno legal y las referencias de los trabajos en los que nos hemos apoyado.

**Tabla 2.1: Comportamiento de variables influyentes en el desarrollo financiero de un país en función del entorno legal**

<b>VARIABLES</b>	<b>CIVIL-LAW</b>	<b>COMMON-LAW</b>	<b>REFERENCIAS</b>
Concentración propiedad	Propiedad altamente concentrada.	Propiedad diversificada.	La Porta et al. (1998), Faccio et al. (2001), Antoniou et al. (2008a), Filatochev y Mickiewicz, (2002), Burkart et al. (1997) y Saona (2011)
Derechos accionistas	Débil protección legal sobre accionistas minoritarios	Fuerte protección sobre accionistas minoritarios	La Porta et al. (1997, 1998, 2002), Utrero (2007), Barth et al. (2004)
Derechos acreedores	La legislación no da prioridad a los derechos de acreedores	Legislación favorable para acreedores	La Porta et al. (1998), Utrero (2007), Levine (1997, 1999)
Aplicación legislación	Trad. germana y escandinava: Fuerte aplicación de la ley. Trad. francesa: Débil aplicación de la ley	Eficiente aplicación de la ley	La Porta et al. (1997, 1998), Levine (1997)
Participación en propiedad de la deuda	No hay separación entre propiedad y control. Directivos y accionistas tienen importante porcentaje del capital social	Separación entre propiedad y control. Directivos participación escasa en la propiedad	La Porta et al. (1998), Chau-Lau (2001)
Configuración estructura del capital	Preferencia por deudas a corto plazo. Proporción poco equitativa entre deuda a l/p y deuda a c/p	Preferencia por deudas a lp. Proporción de la deuda más equitativa.	La Porta et al. (1998), Saona (2011)
Información emitida por empresas	Trad. escandinava-germana: Importante regulación sobre la información a emitir. Trad. francesa: Menos regulación	Mayor regulación sobre la información a emitir	Levine (1997)
Riesgo de crisis de Deuda Soberana	Trad. escandinava-germana: Menor riesgo de enfrentarse a una crisis de Deuda Soberana. Trad. francesa: Mayor riesgo de crisis de Deuda Soberana	Mayor riesgo de sufrir una crisis de Deuda Soberana	Rodríguez (2013) y Foro Económico Mundial(2012)

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con los autores mencionados, se muestra evidente la relación existente entre los sistemas legales y la evolución de los sistemas financieros. Cómo un sistema legal de origen *Common-Law* guía el desarrollo de su sistema financiero centrado en los mercados, a diferencia de aquellos países desarrollados bajo un sistema de *Civil-Law* que en cualquiera de sus tres vertientes vemos un sistema configurado sobre entidades bancarias.

### **2.3. Influencia del entorno legal en la Deuda Soberana.**

El estudio de las variables del apartado anterior deja ver la influencia que ejerce sobre ellas el entorno legal, ya sea en las decisiones y composición de las empresas, en los sistemas financieros o en la existencia de normativa y su aplicación.

Se ha comprobado que los países bajo una tradición *Civil-Law*, en su vertiente francesa, son los que más trabas ponen al desarrollo financiero, mientras que aquellos países con tradiciones de *Common-Law* y *Civil-Law* escandinava y germana han ido evolucionando convirtiéndose en economías más competitivas.

Rodríguez (2013) analiza en su trabajo la valoración de las empresas en función del origen de su entorno legal. Para ello estudia gran parte de las variables indicadas en el apartado anterior y además incluye otra que denomina “riesgo de crisis de Deuda Soberana”. Esta variable mide la capacidad que tiene un país de gestionar y pagar en su totalidad y de manera oportuna su deuda pública.

Los resultados de dicho estudio dictan que son los países de tradición legal escandinava los que menor riesgo presentan de crisis de Deuda Soberana, seguidos de aquellos pertenecientes a la tradición legal germana.

Los países bajo un entorno legal de *Common-Law* y *Civil-Law* francesa presentan un riesgo mayor de sufrir una crisis de Deuda Soberana.

Según el mismo autor, su estudio demuestra también que aquellos países cuyo sistema financiero está basado en bancos muestran un riesgo mayor de experimentar una crisis de Deuda Soberana.

Rodríguez (2003) llega a estas conclusiones a raíz del análisis de los diferentes datos que encontramos en *The Financial Development Report* (Foro Económico Mundial, 2012), un informe que se realiza cada año desde 2008 evaluando de manera comparativa las economías de 62 países cuyos sistemas financieros son los más importantes a nivel mundial.

Este informe se basa en los siguientes siete pilares: entorno institucional, entorno empresarial, estabilidad financiera, servicios financieros bancarios, servicios financieros no bancarios, mercados financieros y acceso financiero.

Este estudia las economías de los países independientemente de su entorno legal, pero observando los resultados obtenidos, se manifiesta la relación existente con la tradición legal en la que se basa cada país.

Centrándonos en el último trabajo publicado, el del año 2012, los resultados del análisis del factor entorno institucional son semejantes a los expuestos en el apartado anterior, donde destacan por obtener mejores puntuaciones aquellos países que pertenecen a la tradición legal *Common-Law* y los que tienen su origen legal en la tradición Escandinava. Por su parte, los que peor situación muestran en cuanto a su entorno institucional son los países bajo una tradición civil francesa.

Dentro del factor estabilidad financiera encontramos la variable más importante para la elaboración de nuestro trabajo, “riesgo de crisis de Deuda Soberana”. Siguiendo los resultados de los países analizados, obtienen una puntuación más elevada, es decir, un menor riesgo de experimentar una crisis de Deuda Soberana, países como: Suiza, Suecia, Finlandia, Noruega, Dinamarca y Alemania.

Si estos resultados los diferenciamos según el entorno legal al que pertenecen los países mencionados, podemos afirmar que aquellos países con un origen legal de *Civil-Law* escandinavo y germano están menos expuestos a vivir una crisis de Deuda Soberana.

En una posición media se encuentran países pertenecientes a la tradición *Common-Law*, a excepción de Irlanda, cuyos resultados respecto a esta variable son semejantes, por lo general, a los obtenidos por países de *Civil-Law* con vertiente francesa.

Los resultados negativos respecto a dicha variable son obtenidos por países de tradición de civil francesa, pero encontramos diferencias importantes dentro de este grupo. Mientras que Bélgica obtiene resultados que le llevan a la mitad del ranking, otros como Portugal y Grecia ocupan la antepenúltima y penúltima posición entre las 62 economías estudiadas.

Tras el análisis de esta variable podemos afirmar que si hay una relación entre el entorno legal e institucional al que pertenece cada país y su Deuda Soberana.

Otro trabajo a tener en cuenta es *Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings* (Butler y Fauver, 2006) en el que se estudia si el entorno legal afecta a las calificaciones del crédito soberano<sup>15</sup> de un país. Dicho trabajo está basado en 93 países y estudia variables como la calificación crediticia, el rendimiento de los bonos a 10 años, la estabilidad del sistema bancario y financiero, el perfil de la deuda, evolución del PIB, inflación, índice de subdesarrollo, además del entorno legal.

---

<sup>15</sup>Calificaciones de crédito soberano: Valoración que hacen las agencias de calificación sobre la capacidad y voluntad de los Gobiernos de hacer frente a los pagos de intereses y capital (Borraz et al., 2011).

Para el análisis del entorno legal emplea las siguientes seis variables: voz del pueblo, estabilidad política, efectividad gubernamental, calidad regulatoria, estado del derecho y control de la corrupción.

Butler y Fauver (2006) demuestran que los países desarrollados tienen mayor calificación en su Deuda Soberana y un mejor entorno legal, mientras que países emergentes tienen unos rendimientos mayores en sus bonos a diez años.

Además, al distinguir entre países bajo un entorno de *Common-Law* y *Civil-Law* se observa que por lo general, los países de tradición inglesa tienen un rating mayor, un menor rendimiento en bonos a diez años y mayor calidad de entorno legal, frente a los países de tradición civil.

Dentro de los países de *Civil-Law*, el estudio de mencionados autores demuestra que aquellos de vertiente francesa tienen una calificación crediticia menor, un mayor rendimiento de los bonos a diez años y peor resultado en las variables que miden el entorno legal, en comparación a los países de tradición civil escandinava y germana.

Este trabajo demuestra que se da una correlación positiva entre entorno legal y calificación crediticia y una correlación negativa entre la calificación crediticia y el rendimiento de los bonos a diez años.

Otra de las conclusiones del mencionado estudio es que las calificaciones crediticias y los rendimientos de los bonos a diez años están fuertemente influenciadas por el entorno legal y consideran al entorno legal como el factor más determinante en las calificaciones de crédito soberano.

Butler y Fauver (2006) consideran que los países de tradición civil francesa tienen un endeudamiento mayor que los países de *Common-Law* y afirman que las calificaciones de crédito soberano son más sensibles al entorno legal en países con menor volumen de deuda. Es decir, podemos afirmar nuevamente la influencia del entorno legal en el desarrollo económico de un país y la importancia de la calidad del entorno legal en la Deuda Soberana de un país.





# **CAPÍTULO 3**

## ***CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN EUROPA***



### **3.1. Antecedentes de la crisis de Deuda Soberana.**

La crisis económico-financiera iniciada en 2007 viene precedida de una fase alcista que comienza en torno al año 1993. Esta etapa se caracteriza por un crecimiento de la economía a nivel mundial, tanto en países desarrollados como en emergentes. España, no es ajena a esa fase de crecimiento económico. Se produce un crecimiento del PIB por encima de la media de la Unión Europea, superávit durante los ejercicios 2005, 2006 y 2007 y un nivel de deuda pública en torno al 40% del PIB en el periodo 2006-2007, frente al 60% que se da en la UE. Estos son entre otros, los factores macroeconómicos que demuestran el buen momento económico de esa fase.

Sin embargo, a lo largo de este periodo de crecimiento económico se producen también ciertos desequilibrios que contribuirían a hacer que la incidencia de la crisis fuera más importante en algunos países. Siguiendo a Pernías Solera (2014) podemos señalar los siguientes desequilibrios fundamentales:

- I. Desequilibrios globales en las balanzas de pagos por cuenta corriente.
- II. Reducción de los tipos de interés a largo plazo.
- III. Debilidades estructurales en el sistema financiero.

Estos desequilibrios financieros junto a las expectativas de un incremento de manera continua de los precios de los activos fueron creando una burbuja en el sector inmobiliario en países como Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda y España. Al colapso producido en el sector inmobiliario de

EEUU en el año 2006, le sigue la crisis de las hipotecas *subprime*<sup>16</sup> un año después.

La crisis de las hipotecas *subprime* fue continuada por un periodo de incrementos de tipos de intereses y descensos de liquidez en los mercados interbancarios, se contrajo el crédito y se produjo la caída de las bolsas de valores.

La Reserva Federal en julio de 2008 rescata a dos de las más importantes entidades hipotecarias de EEUU, *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, al banco de inversiones *Bear Stearns* y nacionaliza al banco *Indy Mac*, pero no hace lo mismo con *Lehman Brothers*<sup>17</sup>, que se declara en quiebra en septiembre de 2008, momento en el que la crisis de confianza se contagia a nivel mundial, colapsando los mercados financieros.

En este contexto, los inversores trataron de retirar sus fondos, se puso fin a los préstamos interbancarios y se generaron grandes problemas de liquidez para agentes financieros que se financiaban a corto plazo y ventas forzadas de activos.

Ante el colapso producido en los mercados interbancarios, los bancos centrales, tanto la Reserva Federal de Estados Unidos<sup>18</sup> (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE), desarrollaron políticas convencionales centradas en las bajadas de los tipos de interés oficiales y otras no convencionales<sup>19</sup> que suministraron liquidez a las entidades que demandaban financiación. Serán objeto de desarrollo en el tercer epígrafe de este capítulo las medidas llevadas a cabo por el BCE.

Estas medidas tuvieron como objetivo la recuperación de la confianza en el sistema bancario. Mediante estos rescates a la banca se pretendía reactivar los mercados financieros y el crédito, sin pensar en las consecuencias que esto podría tener en las finanzas públicas de los países de los Estados miembros de la UE.

---

<sup>16</sup>Hipotecas *subprime*: Préstamos hipotecarios con elevado riesgo emitido por entidades financieras de Estados Unidos, cuya colocación se incrementa con el “boom inmobiliario”. El problema se hace evidente cuando en 2006 el precio de la vivienda cae y los titulares de esos préstamos pierden su capacidad de pago, incrementándose la morosidad que afectaría a fondos de titulación, fondos de inversión y entidades bancarias y que quedarían sin liquidez, tiendo que ser rescatadas por el Estado o declarando la bancarrota.

<sup>17</sup>Lehman Brothers era uno de los principales bancos de inversiones en los Estados Unidos, con importante actividad en el mercado de titulaciones. Al producirse la crisis de confianza, este banco no pudo renovar la financiación obtenida con vencimientos cortoplacistas y se vio obligado a suspender pagos, tras la negativa de ayuda pública

<sup>18</sup>Reserva Federal: Banco central de los Estados Unidos que tiene el objetivo de proporcionar a la nación un sistema monetario y financiero seguro, flexible y estable, (<http://www.federalreserve.gov>).

<sup>19</sup> Política monetaria no convencional: Procedimiento mediante el cual un banco central busca afectar las condiciones financieras amplias de manera más directa, por medio de cambios sustanciales en su hoja de balance, en términos de tamaño, composición y perfil de riesgo. A diferencia de las políticas convencionales o de tipo de interés, trata de establecer metas sobre segmentos que exceden al mercado interbancario y sobre los cuales el banco central, por lo general, posee un menor control (Borio y Disyatani (2009); Cuattromo y Beltrani (2010).

En noviembre de 2008, la Comisión Europea autorizó a los Estados Miembros a ofrecer ayudas a sus bancos con el fin de mantener la estabilidad financiera. La asistencia financiera que se ofreció a los bancos alcanzó unos volúmenes de recursos astronómicos, originándose una situación abocada a una crisis de Deuda Soberana.

Siguiendo a Viñals Íñiguez (2013), durante el desplome del crecimiento económico en los orígenes de la crisis se hicieron evidentes una serie de problemas en Europa. En primer lugar, la estrecha relación entre la situación financiera del soberano y los balances de los bancos, en segundo lugar, las deficiencias del entramado institucional que afectan al mercado único de servicios financieros y a la unión monetaria y, por último, la escasa capacidad de respuesta ante la crisis.

Las políticas adoptadas por los gobiernos en respuesta a la crisis de la economía real explican, al menos en parte, los desiguales resultados obtenidos. Así, mientras que en los Estados Unidos se pusieron en marcha rápidamente distintos programas de estímulo a la economía, comprometiendo enormes sumas de dinero, en la Unión Europea las desigualdades entre los países de la periferia y del centro, los contrapuestos intereses políticos de los Estados miembros y la inoperancia de las instituciones comunitarias, especialmente cuando la adopción de medidas de solidaridad interterritorial se trata, dieron pie a su particular crisis en el área del euro (Pernías Solera, 2014).

Los mercados comenzaron a diferenciar entre los sistemas financieros, discriminando a aquellos países deudores más débiles, apareciendo así la fragmentación financiera, que se convertiría en uno de los mayores problemas al que actualmente sigue haciendo frente la Unión Económica y Monetaria (UEM).

### 3.2. Crisis de Deuda Soberana.

Podemos considerar que el inicio de la conocida como crisis de Deuda Soberana en Europa se produce a finales de 2009, cuando se comienza a poner en duda la Deuda Soberana de los países europeos, tras conocerse la irrealidad que habían mostrado las cuentas públicas de Grecia, contagiando la desconfianza principalmente a países con ciertas debilidades fiscales. El país heleno alcanzaba en diciembre de 2009 una Deuda Soberana que suponía el 113,4% de su PIB y un déficit público del 13,6% sobre el PIB.

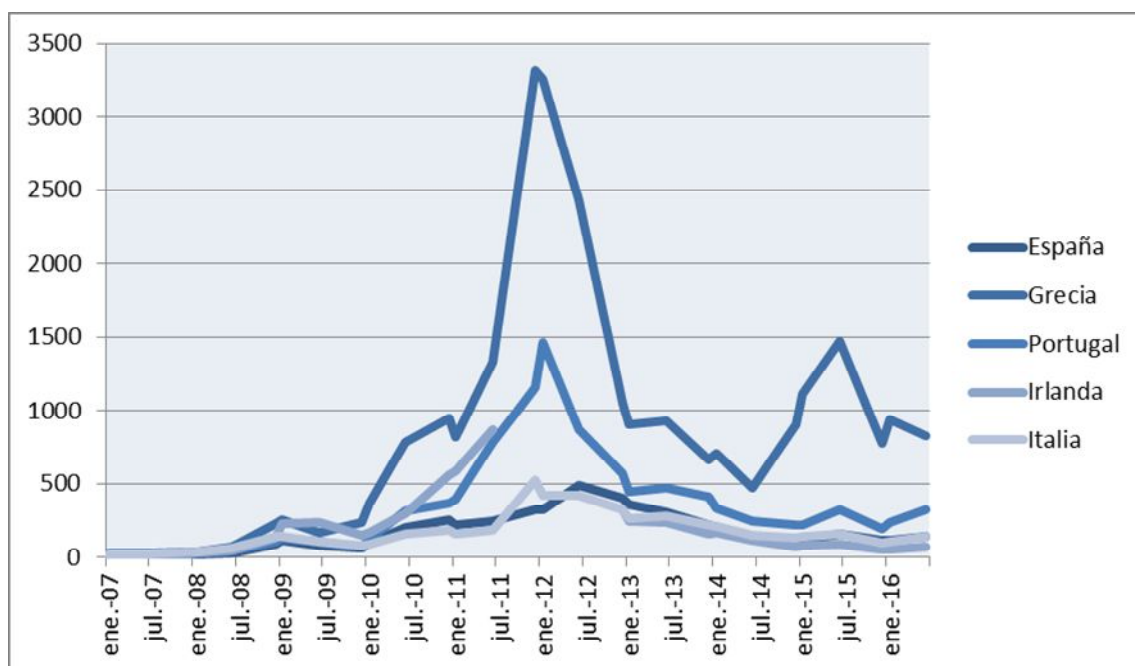
La manipulación del nivel de deuda pública de Grecia provocó un incremento de la especulación ante la posibilidad del *default*<sup>20</sup> griego que supuso el aumento de las primas de riesgo<sup>21</sup> primero de Grecia y posteriormente del resto de países periféricos.

---

<sup>20</sup>Default: Hace referencia al impago de Deuda Soberana, es decir, cuando un gobierno opta por la decisión de no pagar su deuda externa, (Expansión).

<sup>21</sup>Prima de riesgo: "Representa el sobrepago en términos de tipo de interés anual que, por razón de su solvencia, un emisor (un Estado en este caso) debe pagar para colocar en el mercado sus títulos de deuda, en comparación con un título de características similares tomado como referencia por ser considerado libre de riesgo o de riesgo muy bajo. En la UEM el título de referencia utilizado para la deuda pública es el bono alemán a 10 años, (Pernías Solera, 2014).

**Gráfico 3.1: Evolución de la prima de riesgo frente a Alemania (2007-2016)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de [www.datosmacro.com](http://www.datosmacro.com)

Como vemos, el impacto de la crisis en los países periféricos no ha sido igual que en el resto de países de la Zona Euro, lo que pone de manifiesto que la Zona Euro está muy lejos de ser una unión política y fiscal. Además del distinto impacto de crisis en dichos países, siguiendo a Martín y Cortina (2011) vemos que el origen inicial de esta situación tampoco tiene la misma naturaleza:

- I. Grecia: Manifiesta la peor situación presentando deficiencias en su déficit público, nivel de deuda pública sobre el PIB, un sector privado sin competencia sólida, crecimiento del endeudamiento privado y una elevada necesidad de financiación externa.
- II. Irlanda: Su problema fue la deuda del sector privado que empeoró con el boom inmobiliario, además de un sector financiero con gran dependencia frente a los mercados globales. La respuesta del gobierno tras el estallido de la crisis en EEUU fue tratar de garantizar los pasivos de la banca, disparando la deuda pública y el déficit con los primeros rescates bancarios.
- III. Portugal: Presentaba un crecimiento económico muy reducido respecto al resto de la UEM, endeudamiento doméstico y dependencia financiera externa elevada. La imposibilidad de crecimiento y la debilidad del gobierno deterioró la situación fiscal.
- IV. Italia: Su problema fue el elevado volumen de deuda pública que arrastraba antes del inicio de la crisis económica. La situación empeoró con la contracción de PIB sufrida y la relación entre el sistema bancario y la deuda pública del país.

- V. España: La continua expansión vivida en España durante la década anterior al comienzo de la crisis produjo una acumulación de desequilibrios como la necesidad de financiación exterior, burbuja inmobiliaria, mercado laboral ineficiente, problemas en la economía doméstica, sembrando la duda sobre el sistema financiero y las finanzas públicas tras 2007.

Estos países, que habían acumulado enormes niveles de deuda para financiar sus presupuestos, fueron los primeros en vivir la negación de los mercados a conceder préstamos.

Esta crisis de deuda que se estaba viviendo evidencia una serie de deficiencias por parte de la UE que, en una línea similar a la expuesta por Viñals Íñiguez (2013), la Comisión Europea concreta en:

- I. Excesivo énfasis en los déficits: La vigilancia sobre las finanzas públicas se basa en el déficit presupuestario, olvidando el volumen de deuda pública, indicador que ha aumentado en la mayoría de países.
- II. Insuficiente vigilancia de la competitividad y desequilibrios macroeconómicos: Las economías van perdiendo competitividad, hecho al que no se le presta atención, al igual que ocurre con el crédito al sector privado.
- III. Deficiente control de la observancia: Necesidad de un mecanismo sancionador más eficiente contra los países que incumplen las normas acordadas.
- IV. Lenta capacidad de decisión: Retardo en la adopción de medidas necesarias frente al desarrollo de la crisis, tanto de manera individual como para los países de la Zona Euro en su conjunto.
- V. Financiación de emergencia: Inexistencia de mecanismos de ayuda financiera durante el estallido de la crisis.

Continuando con el desarrollo de la crisis de deuda, en abril de 2010, Grecia se convierte en el primer país de la Zona Euro que se ve obligado a solicitar asistencia financiera debido al elevado volumen de deuda pública y déficit.

Este primer rescate se realiza mediante préstamos bilaterales por parte de los Estados Miembros del Eurogrupo y del FMI por valor de 110.000 millones de euros.

Tras el primer rescate al que se enfrenta la Unión Europea, se crean diferentes mecanismos con el fin de resolver los problemas de los países de la UEM con dificultades para hacer frente a compromisos que provienen de su deuda. En junio de 2010 se crea el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEFE) y posteriormente se introduce el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM).

Los problemas financieros que iban emergiendo aumentaron los *spreads* soberanos<sup>22</sup>, lo que disminuyó la liquidez, primero en los países periféricos, los más afectados por la crisis, y posteriormente se extendió a otros países de la Zona Euro.

En noviembre de 2010 es Irlanda quien solicita asistencia financiera pero los motivos que les llevaban a ellos eran distintos a los de Grecia, no se debía a desequilibrios fiscales, sino al colapso que habían sufrido sus finanzas públicas tras el rescate de sus bancos.

El rescate consistió en préstamos bilaterales de 85.000 millones de euros, concedidos por diferentes Estados Miembros, por el FMI, por el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera y por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

En las mismas condiciones se produjo el rescate a Portugal en mayo de 2011 y un mes después se comienza a negociar el segundo rescate a Grecia, incapaz de cumplir las fuertes condiciones de financiación que conllevaba el primer rescate. Esta segunda ayuda llegará a partir de marzo de 2012 con un valor de 164.500 millones de euros.

---

<sup>22</sup> *Spread* soberano: Margen resultante entre la diferencia de compra y la de venta de un activo financiero.



Tabla 3.1: Asistencia financiera a países de la Unión Europea

PAÍSES	FECHA	VOLUMEN DE ASISTENCIA POR INSTRUMENTO (millones €)	TOTAL
<b>Hungría</b>	Nov. 2008	FMI: 12.500 Balanza de Pagos: 6.500 BM: 1.000	20.000
<b>Letonia</b>	2008- 2012	FMI: 1.700 Balanza de Pagos: 3.100 Préstamos bilaterales países no pertenecientes a Zona Euro: 1.900 BEI, BERD y BM: 800	7.500
<b>Rumanía</b>	2009-2011	FMI: 12.950 Balanza de Pagos: 5.000 BEI, BERD y BM: 2.000	28.000
	2011-2013	FMI: 3.500 Balanza de Pagos: 1.400 BM: 1.150	
	2013-2015	Balanza de Pagos: 2.000	
<b>Grecia</b>	2010-2013	Préstamos bilaterales Eurogrupo: 80.000 FMI: 30.000	367.660
	2012-2014	FEEF: 144.700 FMI: 19.800	
	2015-2018	Préstamo puente: 7.160 ESM: 86.000	
<b>Irlanda</b>	2010-2013	EFSM: 22.500 EFSF: 17.700 FMI: 22.500 Préstamos bilaterales países no pertenecientes Zona Euro: 4.800 Fondos de reserva del tesoro y pensiones: 17.500	85.000
<b>Portugal</b>	2011-14	EFSM: 26.000 EFSF: 26.000 FMI: 26.000	78.000
<b>España</b>	2012- 2014	EFSF y ESM: 100.000	100.000
<b>Chipre</b>	May 2013-Mar 2016	ESM: 9.000 FMI: 1000	10.000

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de Comisión Europea.

Frente a estos rescates, también recibiendo asistencia financiera países como Hungría, Letonia y Rumanía, la Unión Europea impuso un programa de austeridad fiscal pero el cumplimiento de este fue imposible, manteniéndose un

elevado porcentaje de deuda pública respecto del PIB y una reducción del déficit insuficiente.

La necesidad de que algunos países de la Zona Euro tuvieran que rescatar a otros desencadenó dos medidas determinantes en el desarrollo de la crisis, como indican Benzo y Cuerpo (2012).

Una de estas medidas fue el acuerdo de *Deauville*, una cumbre franco-alemana en octubre de 2010 donde se acuerda la introducción de cláusulas, permitiendo así, la reestructuración de la Deuda Soberana si fuese necesario y la consecución de una mayor disciplina de mercado en las cuentas públicas. Sin embargo, este acuerdo disparó la prima de riesgo.

La segunda medida se produce en el verano de 2011 y se trata una condición para el segundo rescate de Grecia, consistente en la participación de acreedores privados en los rescates. Esta circunstancia aumentó la desconfianza entre los inversores y generó un incremento de la prima de riesgo en países como Italia y España.

Las inyecciones de liquidez y compras de bonos por parte del BCE en el verano de 2011, a finales del mismo año y en los primeros meses de 2012 consiguieron frenar las primas de riesgos, además canalizaron financiación mayorista hacia el sistema bancario y relajaron condiciones de crédito.

En meses finales de 2011 creció la preocupación por el importante volumen de vencimientos de la deuda bancaria, disparando el riesgo de refinanciación que podría originar insolvencias instituciones bancarias y dificultad en la consecución de crédito.

A principios de 2012, Europa entra en su segunda recesión desde el comienzo de la crisis, debido a las nada acertadas previsiones económicas y a las dudas sobre la capacidad de los países periféricos para hacer frente al pago de su deuda pública, la cual no dejaba de crecer y se cuestionaba incluso la continuidad del euro como moneda común.

Este resurgimiento de la crisis que se produce en los primeros meses de 2012 es desigual en los países de la Eurozona. Los países del centro esquivan la recesión, aunque ven como su crecimiento se ralentiza, y los países periféricos, los denominados *pigs*<sup>23</sup>, son los más perjudicados, como se observa en el crecimiento que se produce en sus primas de riesgo, que llegan a máximos históricos.

Además se iba produciendo crecientes flujos de capitales privados de los países más afectados hacia países con menos tensiones financieras, destacando Alemania cuyo interés a largo plazo se sitúa en valores mínimos, lo que perjudicaba la financiación del déficit exterior de los países vulnerables.

Las elecciones en Grecia en el mes de junio generan un aumento de las tensiones financieras que se rebajan con el nuevo gobierno al admitir estar

---

<sup>23</sup> *Pigs*: Término referente a los países periféricos, Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

dispuesto a cumplir las condiciones de la Troika (FMI, CE, BCE). Pese a esto, el país continúa en recesión.

Las tensiones también crecen en Italia y España. Por un lado, Italia mantiene elevados volúmenes de deuda pública, a lo que se suma los conflictos políticos. Mientras que en España el déficit continúa siendo elevado y preocupa la situación de su sistema financiero que tiene que ser recapitalizado con 100.000 millones de euros.

“Esta nueva fase de la crisis se producía en un contexto de marcado deterioro de las perspectivas económicas y representaba un desafío sin precedentes al concepto de política monetaria única, en la medida en que las diferencias en las condiciones financieras eran en parte consecuencia de la percepción de que la unión monetaria podría no ser completamente irreversible”. (Millaruelo y del Río, 2013).

Estos mismos autores basan esta afirmación en las diferencias producidas en los tipos de interés bancarios entre julio de 2011 y noviembre de 2012. Observando cómo los tipos bancarios aplicados en nuevos préstamos han disminuido en países como Alemania, Francia, Bélgica, Austria y Finlandia, mientras que en Italia y España los tipos han ascendido; evidenciando que la crisis ha afectado a la transmisión de la política monetaria.

Ante esta situación el BCE anuncia medidas de carácter convencional y no convencional y Mario Dragui, presidente del BCE, admite que hará lo necesario para preservar la moneda común, hechos con los que consigue reducir las tensiones habidas en los mercados. Se produjeron reducciones de los diferenciales y comenzó el retorno de los flujos de capitales a los países periféricos.

A finales de 2012 la crisis en la periferia se sigue intensificando, principalmente en Grecia, donde aumenta la necesidad de financiación, debido a las tensiones políticas y a la dificultad que muestra para cumplir el objetivo de un déficit del 3%. En el mes de Noviembre se le permite retrasar dos años más su ajuste fiscal, comprometiéndose a tomar medidas para conseguir dicho ajuste.

El año 2013 comienza con cierta estabilización pero la crisis de los países periféricos se hace notar en los países del centro, hecho que retrasaría la recuperación.

Además se producen dos acontecimientos de riesgo aunque no llegan a tener una gran repercusión en los mercados de Deuda Soberana. Por un lado, Chipre tiene que ser rescatado en el mes de mayo tras solicitar ayuda en junio de 2012, con gran participación del sector privado y con la aportación de la Zona Euro de 10.000 millones de euros ; y por otro, la creciente incertidumbre política en Italia.

El posible retraso de la salida de la recesión lleva al BCE a tomar nuevas medidas. Una nueva rebaja del tipo de referencia, situándose en 0,5% en mayo y en el 0,25% en noviembre de 2013, un incremento de la provisión de liquidez

y la relajación en los objetivos fiscales en el corto plazo, centrándose en el déficit estructural, en vez del nominal.

Además, la consecución de un déficit fiscal del 3% se aplaza un año en Portugal e Italia y a dos años en España, Francia y Eslovenia.

A comienzos de 2014 la tensión financiera es baja y se mantiene la recuperación, que se beneficia del entorno exterior favorable en países como EEUU, Reino Unido, China y algunos países emergentes.

A partir del segundo trimestre de 2014 se produce un aumento de la tensión en Europa del Este, motivada por el conflicto de Ucrania, que provoca el aumento de la demanda de bonos alemanes.

Este hecho, junto a la disminución de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos por el estancamiento de su tasa de actividad y la salida de capitales de países emergentes, generan una disminución de los tipos de interés de bonos europeos y un acercamiento en las primas de riesgo.

Con la intención de provocar una recuperación del crédito y una recuperación más acelerada de la economía, el BCE aprueba en junio de 2014 una nueva bajada de los tipos de refinanciación y otra en septiembre, llegando al 0.05% y de los tipos de depósito hasta el -0,1%. Además anuncia medidas adicionales de liquidez a largo plazo.

En este año se produce también un avance hacia la Unión Bancaria, que consta de cuatro pilares: regulación, supervisión, resolución y sistema de garantía de depósitos. Se ponen los dos primeros en marcha y se constituye el Comité Único de Resolución.

En el cuarto trimestre se publican los resultados de la revisión de la calidad de los activos (AQR) y de los test de estrés<sup>24</sup> del sector bancario con una valoración positiva. Esta publicación supone la fase principal para la Unión Bancaria.

Para tratar el problema entre riesgo bancario y soberano, el Eurogrupo aprueba la recapitalización de manera directa de los bancos europeos por parte del Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM).

Este año finaliza con una economía europea estancada, donde destaca Alemania, Italia y Francia por ser los países más perjudicados por el conflicto Ruso-Ucraniano y por la falta de reformas en los dos últimos. España e Irlanda mantienen crecimientos elevados y Portugal y Grecia también obtienen tasas positivas pero a un menor ritmo y el mercado de deuda reduce su rentabilidad.

Cabe mencionar que EEUU acaba el año con tasas de crecimiento y pone fin al programa de compra de activos dentro de su política de expansión

---

<sup>24</sup> Test estrés (pruebas de resistencia bancaria): Consiste en simulaciones acerca de la capacidad de los bancos y cajas para enfrentarse a un deterioro general de la economía y algunas de sus secuelas. Las pruebas son realizadas por supervisores nacionales y el Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), y cuentan con la colaboración del BCE y de la Comisión Europea (CE), (El País, Economía).

cuantitativa (*quantitative easing*, QE), comenzando la subida de intereses en diciembre de 2016.

La caída de la inflación a finales de 2014, lleva al BCE a anunciar a comienzos de 2015 la puesta en marcha políticas de expansión cuantitativa, permitiendo la compra de bonos emitidos por instituciones públicas. Además se produce una bajada en el precio del petróleo y la depreciación del euro frente al dólar, hechos que benefician el crecimiento económico en la Zona Euro.

En estos primeros meses del año 2015 continúa el conflicto entre Rusia y Ucrania que reduce las tasas de confianza y se produce una crisis en Grecia debido a conflictos políticos y a los desacuerdos entre el gobierno y sus acreedores sobre las reformas, resurgiendo problemas ya pasados como el riesgo de impago, la salida de la Zona Euro y el posible efecto contagio con otros países periféricos.

Este creciente riesgo de *Grexit*<sup>25</sup>, provoca a partir de la segunda mitad de año, un aumento en las primas de riesgo de los países que han sido más vulnerables a lo largo de la crisis, además de la caídas de las bolsas.

Es entonces cuando finalmente se acuerdan las reformas estructurales y ajustes necesarios a cambio de un tercer rescate de 86.000 millones de euros.

Las reformas estructurales de Francia e Italia originan también una mayor incertidumbre y sus negociaciones sobre los plazos para reducir su déficit.

En cuanto a la política fiscal, sigue teniendo un carácter neutro, pero con la novedad de la aprobación del Plan Juncker<sup>26</sup> y es a finales de año cuando comienza a tener un carácter más expansivo debido en parte al aumento de gasto público que ha supuesto la crisis de refugiados y la no consecución de ciertos objetivos.

Respecto a la política monetaria, en el presente año se desarrollan tres subastas de liquidez, que tienen como efectos una reducción de los intereses reales y el restablecimiento del crédito. Además se continúa reduciendo el tipo de depósito al -0,3% y se decide expandir el programa de compra de activos hasta el primer trimestre de 2017.

Hay que destacar en este año que Europa ha sido capaz de resistir a la ralentización de la economía a nivel mundial y a la debilidad de la economía China que ha repercutido en países emergentes.

---

<sup>25</sup> *Grexit*: Término que se emplea para referirse a una hipotética salida de Grecia de la Unión Europea, (Fundéu BBVA).

<sup>26</sup> Plan Juncker: El Plan de Inversiones de la UE es un plan puesto en marcha en julio de 2015 por Jean Claude Juncker, presidente de la Comisión Europea. Tiene como objetivos eliminar los obstáculos a la inversión profundizando el mercado único, dar visibilidad y proporcionar asistencia técnica a proyectos de inversión y hacer un uso más inteligente de los recursos financieros ya existentes y de nueva creación (Comisión Europea, 2015).

Pero Europa ha tenido y mantiene a comienzos de 2016 problemas internos como la duda sobre el sector bancario italiano, las negociaciones de Grecia con instituciones europeas, el referéndum de Reino Unido para la salida de la UE, la crisis de refugiados y las elecciones de estados europeos como España, Portugal y Francia.

Respecto al referéndum en Reino Unido, este tiene lugar el 23 de junio del presente año y sale vencedora la opción a favor del *Brexit*, es decir, Reino Unido dejará de formar parte de la Unión Europea.

A pesar de las tensiones financieras y políticas que se produjeron durante los primeros meses del 2016, la Eurozona consiguió continuar con su crecimiento, pero tras el *Brexit* la incertidumbre ha aumentado fuertemente en los mercados y la primera consecuencia ha sido la caída de la libra esterlina a sus niveles más bajos, a los que no se llegaba desde 1985.

Para cerrar este epígrafe podemos concluir que tras elevarse el gasto público en la mayoría de países miembros de la Zona Euro motivado por las medidas llevadas a cabo por el Banco Central Europeo y los gobiernos nacionales con el fin de solventar la crisis económica que apareciera en 2007, se produjo un incremento del déficit que supuso el estallido de una crisis de Deuda Soberana. Esas medidas que explicamos en el último epígrafe de este tercer capítulo han acrecentado los niveles de deuda en Europa en lugar de reducirlo.

### **3.3. Efectos de la crisis de Deuda Soberana en Alemania, España y Reino Unido.**

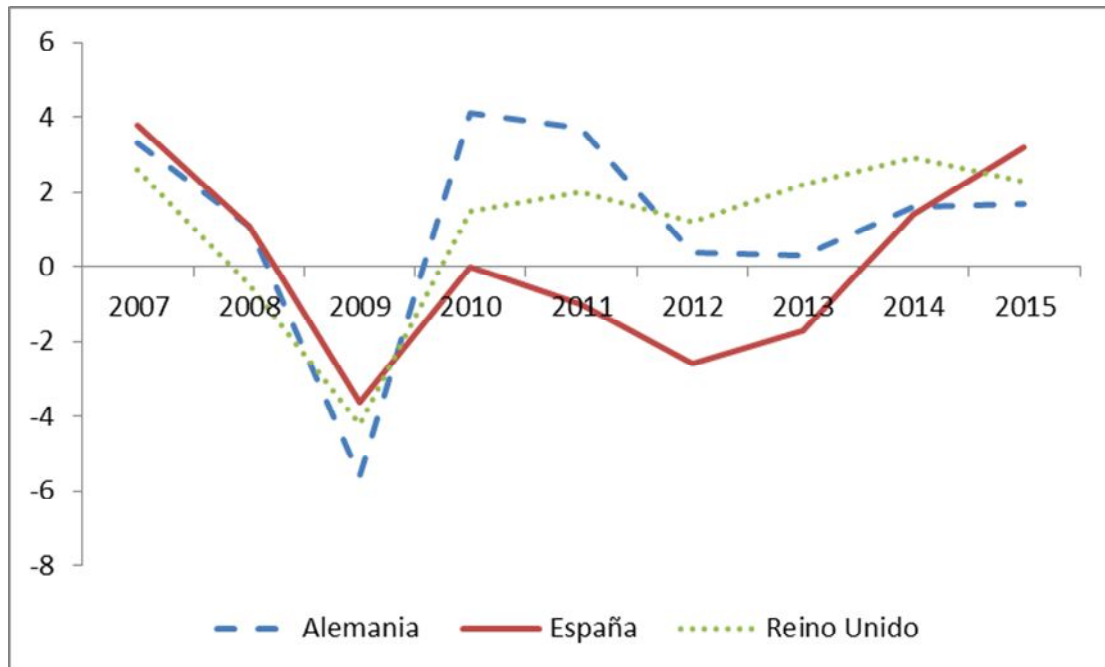
Como hemos visto en el apartado segundo de este capítulo, a lo largo de la evolución de la crisis se ha producido una gran diferencia entre los países del centro de Europa y los países periféricos.

En este epígrafe vamos a seguir el desarrollo de la crisis financiera y de deuda a través de diferentes indicadores macroeconómicos de tres países europeos: Alemania, España y Reino Unido.

Hemos escogido Alemania por ser un país referente, uno de los menos afectados por la crisis de deuda y cuyo entorno legal se desarrolla bajo la vertiente germana de la tradición civil. Dentro de los países periféricos vamos a analizar la evolución de España, también bajo un entorno de *Civil-Law*, pero de vertiente francesa, por ser uno de los países que más ha sufrido los efectos de la crisis de deuda y que tiene un sistema financiero menos desarrollado. Por último, hemos elegido a Reino Unido, al tratarse de un país con un entorno legal bajo *Common-Law* y un sistema financiero centrado en los mercados, a diferencia de los otros dos países cuyos sistemas financieros se basan en los bancos, además de no pertenecer al sistema Euro.

A continuación, mediante gráficos comparativos vamos a observar la variación de indicadores macroeconómicos como PIB, deuda pública, déficit, balanza de pagos e ingresos tributarios de los tres países mencionados.

**Gráfico 3.2: Tasa de variación real del PIB (%) de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la OCDE.

Como ya sabemos, es a partir de 2007, a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime* en EEUU, cuando comienzan a salir a la luz los desequilibrios que se habían ido gestando en la mayoría de los países europeos durante la etapa de crecimiento económico.

Desde ese año vemos como el PIB de los tres países que analizamos comienza a descender hasta el año 2009. Esta caída de la actividad tan pronunciada hacía décadas que no se producía en Europa.

Alemania, considerada la “locomotora europea” es la economía que mayor contracción sufre, pero a pesar de esto, tiene una rápida recuperación respecto al resto.

A finales de 2009 se produce cierta estabilización en las economías europeas, pero países como España y Reino Unido están inmersos en una recesión.

Ya en ese año, se apuntaba a una lenta recuperación de la economía española. El crecimiento que se había producido en la última década, el exceso de dependencia del crecimiento español del sector de la construcción y la financiación exclusivamente bancaria, son algunos de los rasgos que dejaban ver las dificultades de nuestro país para una mejora económica, como se indica en el Cuaderno de Coyuntura Económica de La Rioja, (2009).

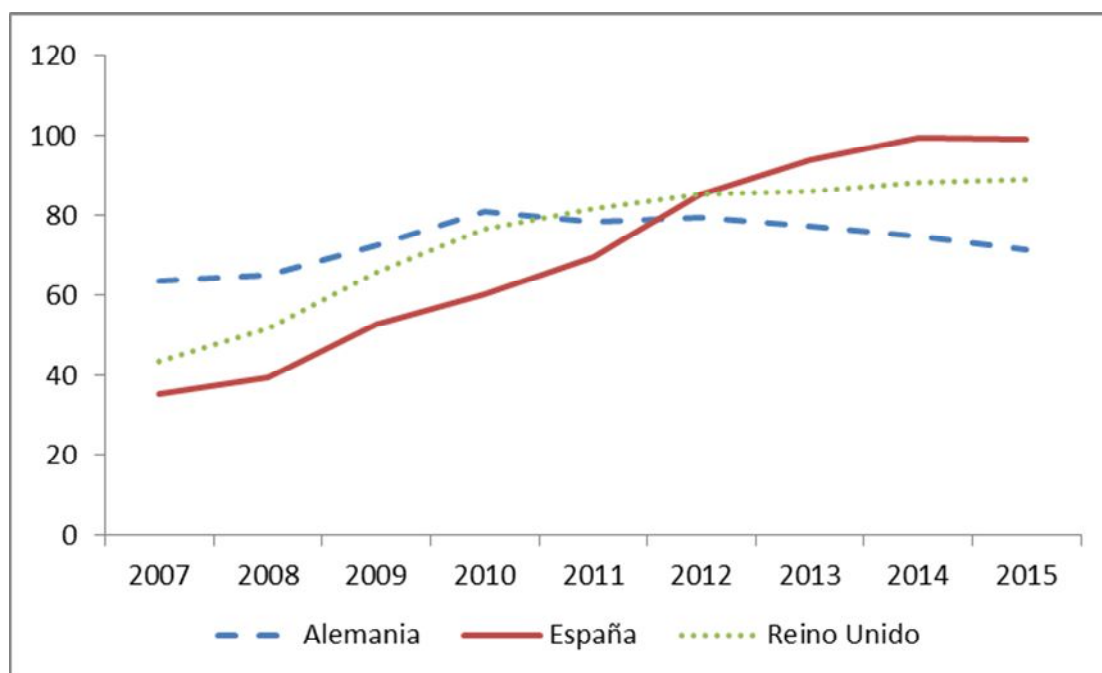
En el año 2010 tiene lugar un crecimiento en el PIB de los tres países que tratamos pero la crisis de Deuda Soberana que brota principalmente en los países periféricos provoca un resurgimiento de la incertidumbre que desacelera la mejora que se estaba viviendo.

Es entonces cuando se incrementa la fragmentación financiera y vemos en el gráfico como mientras Alemania y Reino Unido viven un crecimiento en su actividad, en España este crecimiento vuelve a tener valores negativos, dado el grave problema de Deuda Soberana que soportaba y no se verá mejora hasta 2012, tras la asistencia financiera por parte del BCE, la Comisión Europea y el FMI.

Respecto al crecimiento del PIB de Reino Unido y Alemania, vemos como mientras el primero a partir de 2010 muestra un crecimiento estable, el segundo entre 2010 y 2012 sufre una ralentización de su economía y desde 2012 el crecimiento ya se produce de manera continua.

Este crecimiento que se produce a partir de 2012 es generalizado en gran parte de los países europeos como ya hemos desarrollado en el segundo epígrafe de este capítulo.

**Gráfico 3.3: Volumen de deuda pública (%PIB) de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015).**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat.

En este segundo gráfico vemos como desde 2007 el volumen de deuda pública comienza su ascenso hasta la actualidad, aunque en los últimos años su crecimiento se ha ralentizado.

Observamos que en los orígenes de la crisis España es el país de los tres analizados que menor volumen de deuda respecto de su PIB tiene, un



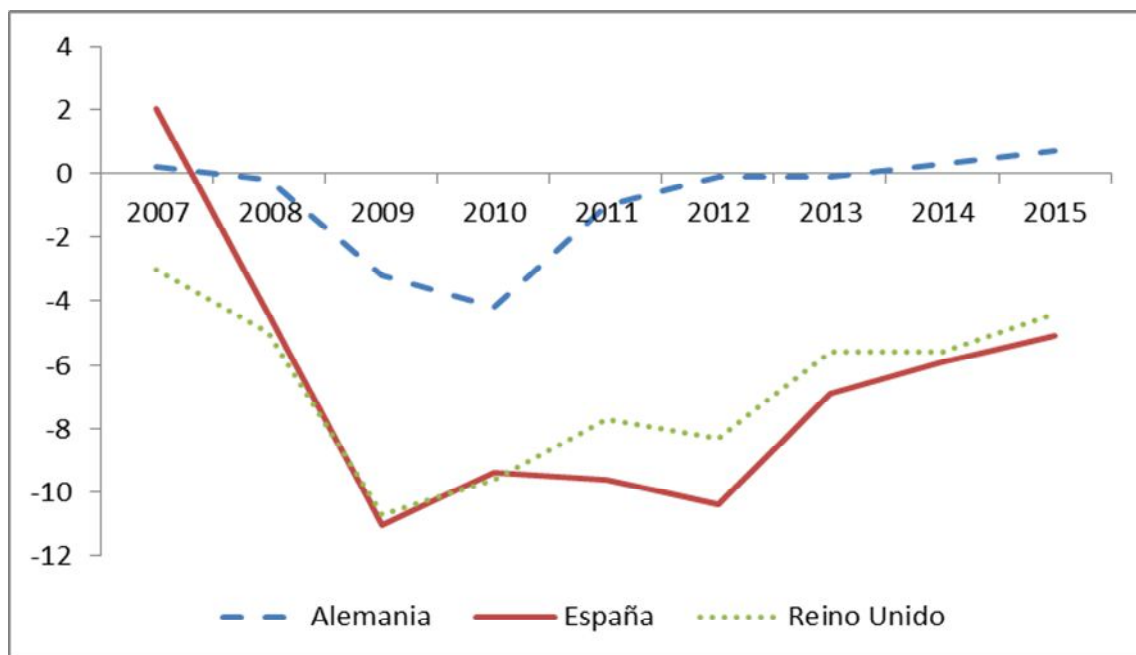
35,5%, pero se convierte en uno de los países más perjudicados por el volumen de deuda acumulada, que sobrepasa el 100% del PIB en el año 2016.

Por otro lado, la deuda pública de Alemania representa un porcentaje mayor respecto a su PIB en el año 2007 en comparación con los otros dos países, pero consigue mantener cierta estabilidad a lo largo de la crisis, suponiendo a comienzos de la crisis un 63,5% de su PIB y un 71,2% en 2015.

El país germano además de ser capaz de tener un volumen de deuda pública con un crecimiento más pausado, logra disminuir esa cantidad de deuda a partir de 2012.

Reino Unido mantiene una posición intermedia. Comienza la crisis con un volumen de deuda pública en torno al 43,5%, cifra más cercana a la de España y sufre un crecimiento acelerado hasta que se desencadena la crisis de deuda pública, llegando en 2010 a un volumen de 76,6%. Es a partir de 2011 cuando el crecimiento de la deuda se produce de manera más calmada y supone en 2015 un 89,2% del PIB.

**Gráfico 3.4: Evolución del déficit público (%PIB) de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Eurostat.

Nuevamente observamos como Alemania es el país que mayor estabilidad presenta, en este caso, en la evolución del déficit público respecto al PIB.

Tanto Alemania como España logran en el año 2007 superávit en sus balanzas pero la evolución de este indicador es bien diferente en ambos países.

Tras el estallido de la crisis, los dos países pasan a tener unas balanzas deficitarias al aumentar el gasto público. Pero mientras que Alemania, tras su

máximo de 4,2% de déficit en 2010, comienza a tener valores cercanos al cero y a partir de 2014 consigue valores positivos, el caso de España es bien distinto.

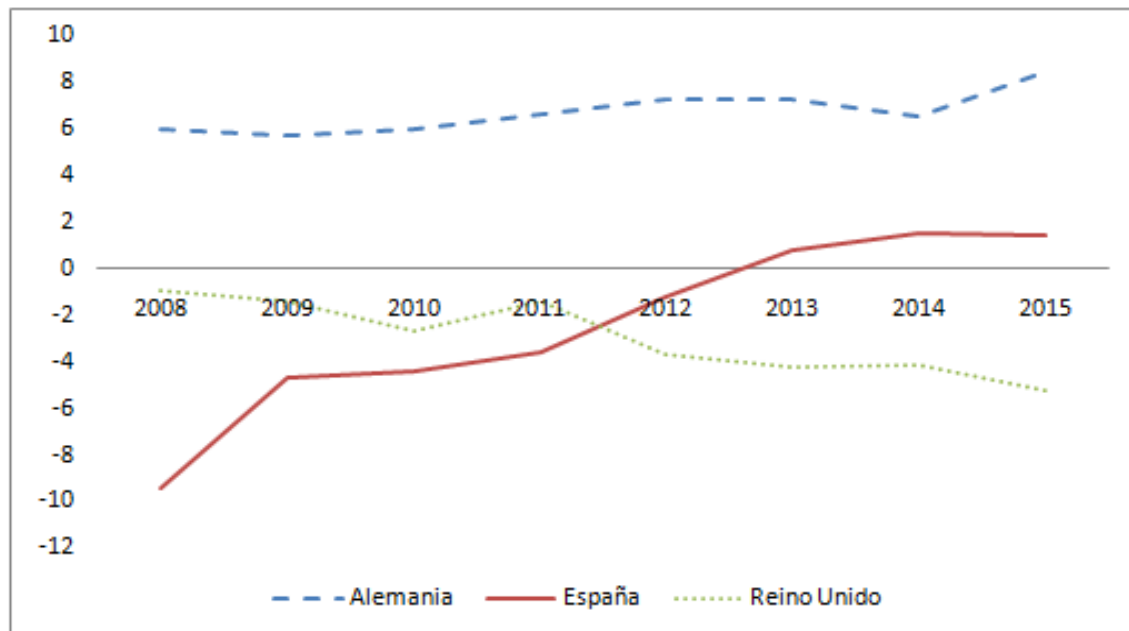
España pasa de un déficit del 2% sobre su PIB a un 11% en el año 2009, su valor más alto a lo largo de la crisis. Desde entonces este indicador comienza a reducirse, exceptuando el año 2012, momento en el que se viven graves problemas económicos en el país que como hemos dicho tiene que ser rescatado. En el año 2015 el déficit supone un 5,1% respecto de su PIB, valor que pese a haber conseguido una gran reducción sigue siendo elevado.

Recordamos que desde la Unión Europea se establece un límite máximo del 3% de déficit, valor muy lejano al obtenido por la mayoría de países europeos a lo largo de la crisis.

Por último, Reino Unido desde el estallido de la crisis muestra valores negativos en su balanza, ya en 2007 situaba su déficit en un 3% del PIB. Desde entonces, la evolución de este indicador es similar al de España, alcanzando un valor máximo en 2009 de un 10,7% y mejora desde entonces, con la excepción también en el año 2012. El país anglosajón pese a reducir su déficit, continúa en el año 2015 representando un 4,4% del PIB.

Esta reducción del déficit que se produce en los últimos años en los tres países analizados se debe a la puesta en marcha de medidas de políticas más contractivas con el fin de cumplir las exigencias de la UE.

**Gráfico 3.5: Variación de la balanza de pagos por cuenta corriente (%PIB) de Alemania, España y Reino Unido (2008- 2015)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la OCDE y Eurostat.

Como se aprecia en el gráfico, la evolución de la balanza de pagos es diferente en los países analizados.

Por un lado, España desde comienzos de la crisis presenta saldos deficitarios en su balanza, hasta lograr en el año 2013 saldos positivos.

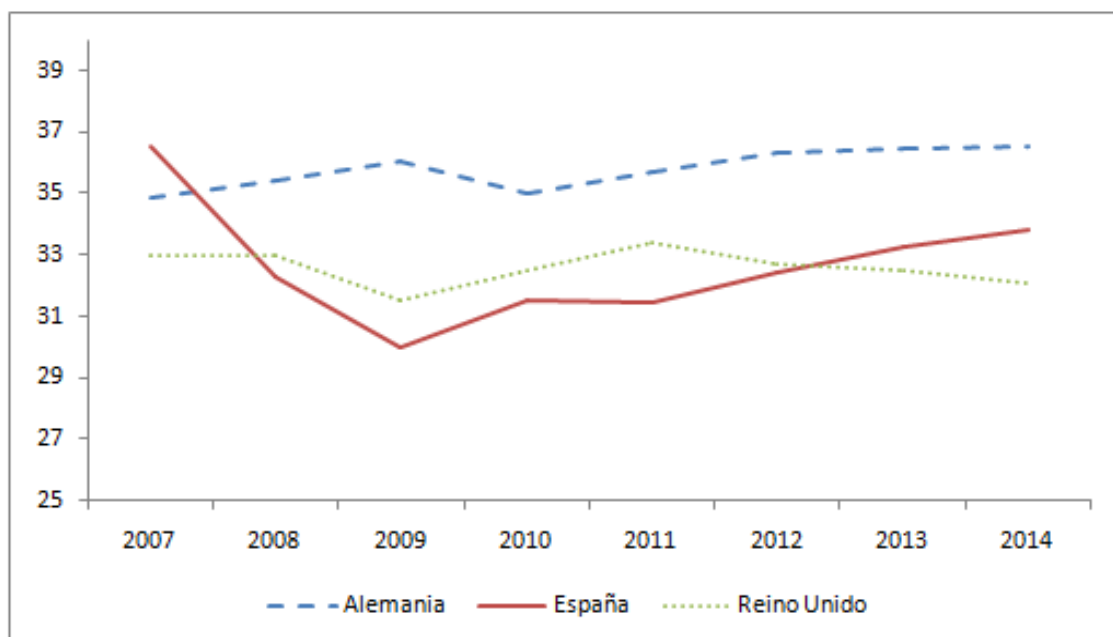
Desde 2007, pese al déficit en la balanza de cuenta corriente, este comienza a disminuir, debido en parte al incremento de las exportaciones, por encima de las importaciones y a los saldos positivos en la balanza de bienes y servicios, principalmente provenientes de los servicios turísticos.

Por otro lado, Reino Unido se caracteriza por tener una evolución deficitaria en su balanza de pagos y este tiene a ascender a lo largo de la crisis sufrida.

Este continuo ascenso del déficit comercial se debe a la continua superioridad de las importaciones tanto de bienes como de servicios sobre las exportaciones, diferencia que se acentúa en los años 2012 y 2014.

Por último, Alemania, a diferencia de España y Reino Unido, manifiesta un superávit continuado. Pero muestra cierto déficit en su balanza de servicios, a diferencia de los otros dos países, debido probablemente al sector turístico, de gran importancia en España y Reino Unido.

**Gráfico 3.6: Evolución de los ingresos impositivos de Alemania, España y Reino Unido (2007- 2015)**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la OCDE

Por último vemos como han ido evolucionando durante la crisis los ingresos tributarios, es decir, la recaudación sobre ingresos y beneficios, impuestos sobre bienes y servicios, sobre nómina, propiedad, transferencia de bienes y contribuciones a la seguridad social.

En el gráfico observamos como España se encuentra por debajo de Alemania y Reino Unido a partir de 2008, obteniendo el año anterior una recaudación mayor. A partir del año 2009 los ingresos fiscales aumentan,

superando en 2014 a Reino Unido. El incremento de los impuestos como medida ante la crisis no ha impedido que nuestro país continúe por debajo de la media en cuanto a recaudación de impuestos.

Alemania es de estos tres países el que mayor recaudación logra, siendo capaz también de mantener esta variable en los años analizados, debido a la menor variación en el consumo en este país al verse menos afectado por la crisis económica y de deuda.

Las diferencias existentes en este porcentaje total, también se observan en la recaudación de las diferentes categorías, debido en parte a la diferencia de los sistemas tributarios entre países.

De acuerdo con datos de Eurostat, la variación total durante los años estudiados, los ingresos públicos han disminuido en 9,2 puntos en España, mientras que Reino Unido ha tenido una variación positiva de 17,5 y de 20,2 en Alemania. Siendo países como Italia, Portugal, Irlanda y Grecia, los que junto a España, menor recaudación han obtenido.

### **3.4. Medidas del BCE para solventar la crisis de Deuda Soberana.**

“La gran crisis del siglo XXI ha planteado retos formidables a los gestores de las políticas económicas en todo el mundo y, muy particularmente, a los bancos centrales, por la importancia que han tenido los componentes financieros en el desencadenamiento y desarrollo de aquella y por el hecho de que, no en balde, la política monetaria es el instrumento más ágil, y más poderoso a corto plazo, de la política económica, aunque limitada frente a determinados tipos de perturbaciones” (Malo de Molina, 2013).

Desde inicios de la crisis económica en el año 2007, la respuesta de EEUU y Europa ha sido medianamente rápida, aunque la del continente norteamericano más intensa e inmediata, como señala Sicilia et al. (2013).

El mismo autor narra cómo mientras EEUU contaba con un Tesoro con capacidad de maniobra y una Reserva Federal (Fed) con flexibilidad para implantar las medidas necesarias, la UEM mostraba dificultades para coordinar políticas monetarias, financieras y fiscales y no contaba con un Tesoro que le respaldase, además de las grandes diferencias entre los países miembros y el desajuste institucional, ya mencionados.

La fragmentación financiera surgida en la Zona Euro complicó, aún más, la actuación del BCE, originada por el modelo de política monetaria única que se establece sobre los 17 Estados pero con restricciones en el resto de instrumentos de política económica.

“Las medidas impuestas por el BCE tienen entre sus objetivos mantener la solvencia de las entidades financieras y restablecer la confianza entre

entidades financieras, calmar las turbulencias bursátiles y tranquilizar a los depositantes de ahorros.” (Hernández Martín *et al.*, 2010).

Estas medidas, como ya hemos mencionado, impuestas por los bancos centrales de Estados Unidos y Europa fueron de carácter convencional y no convencional, tal y como narramos a continuación en orden cronológico.

En el año 2008, tras la caída de Lehman Brothers, entre las medidas convencionales que se llevaron a cabo a causa de la recesión vivida y el creciente riesgo de deflación, fue la bajada de los tipos de interés oficiales. En la Zona Euro se encontraban en torno al 4,25% en octubre de 2008 y la reducción llegó a suponer el 1% en mayo de 2009.

La dificultad de transmisión de la política monetaria, supuso la puesta en marcha de un tipo de medidas de carácter no convencional. La primera de estas medidas no convencionales fue la adjudicación en las operaciones de financiación con el BCE de tipo de interés fijo, además, la falta de ciertas divisas en los mercados financieros europeos llevó al BCE a establecer una línea de swap con la Reserva Federal y con el Banco Nacional Suizo.

En mayo de 2009, se constituyó un Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (*Covered Bonds*) por activos de alta calidad con el objetivo de mejorar en los Estados Miembro la provisión de crédito y contribuir en el restablecimiento del mecanismo de transmisión de política monetaria.

Este programa se volvió a activar en octubre de 2010 con el fin de mantener la provisión de liquidez y en septiembre de 2014 de nuevo.

En el año 2010, tras el primer rescate a Grecia en el mes de mayo, se puso en marcha el Programa para el Mercado de Valores (SMP), consistente en la compra de valores de deuda pública y privada en los mercados secundarios. Además de este, los primeros instrumentos temporales creados fueron el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) para apoyar a los miembros de la UE con mayores dificultades y permitir la inversión directa en sus bancos.

En el año 2011 continuaban los problemas financieros en Grecia, quien mostró dificultades para cumplir las exigencias del primer rescate. El país heleno se vio obligado a solicitar ayuda financiera nuevamente y para su concesión, el BCE le obliga a reestructurar su deuda pública en manos del sector privado (SPI), hecho que finalizó en la primavera de 2012 con incontables pérdidas para la banca del país, la cual tuvo que ser recapitalizada.

Siguiendo en 2011, se volvieron a establecer líneas de swaps con la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, por las tensiones habidas en la financiación en dólares y una líneas de swaps con el Banco de Inglaterra, por la creciente demanda de libras esterlinas tras el rescate de Irlanda. Se reactivó el Programa para los Mercados de Valores (SMP), se volvieron a establecer subastas ilimitadas como mecanismo de inyección de liquidez con un plazo mayor en diciembre de 2011, conocida esta medida como Operaciones de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO), se amplió el tipo de activos que las

instituciones pueden usar como garantía y se redujo el coeficiente de reservas obligatorias de las entidades de crédito, del 2% al 1%.

En el año 2012, se hizo de nuevo una subasta ilimitada, denominada LTRO II y en julio entra en funcionamiento con carácter permanente el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM), sustituyendo al FEEF y al MEEF. Aún así la situación empeoraba también en países como Italia, España y Chipre, teniendo que solicitar asistencia financiera estos dos últimos en junio de 2012.

Este hecho, junto al crecimiento de las primas de riesgo, obligó al BCE a seguir disminuyendo el tipo de interés oficial, situándose en el 0,75%, además de mantener el tipo de depósitos al 0%, y activó medidas de carácter no convencional, consistentes en la creación de un Programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT), sustituyendo este al SMP, con el objetivo de fortalecer el mecanismo de transmisión de política monetaria y consistía en la adquisición de títulos soberanos a corto plazo por parte del BCE y para cuya activación los países debían solicitar previamente asistencia financiera al FEEF o al MEEF.

En el año 2013 continuaron las medidas convencionales, a través de una reducción del tipo oficial en mayo y noviembre, hasta situarse en un 0.25%, al encontrarse un entorno complejo. En cuanto a las medidas no convencionales, continuaron las provisiones de liquidez.

En esta situación, con el objetivo de asegurar las buenas expectativas en los mercados, el BCE aseguró que mantendría los tipos de interés e incluso se reducirían y así se produjo en el año 2014, con nuevas rebajas en los tipos oficiales. Una primera se dio en junio, situándose en el 0,15% y una segunda en septiembre, reduciéndose al 0,05%. Además, la tasa de depósito se llevó a valores negativos, -0,1%. En el último trimestre de ese año se pusieron en marcha medidas de liquidez de nuevo, operaciones de financiación condicionadas a largo plazo (TLTRO) y la activación de un nuevo programa de compra de activos de deuda privada (ABS) y la reactivación del tercer programa de *covered bonds*.

A partir de 2015 se puso en marcha un programa de compras de activos a gran escala, en el que se incluían bonos de deuda pública. Este se conoce como Programa Expandido de Compra de Activos y suponía la adquisición de títulos, tanto privados como públicos, por un valor de 60.000 millones de euros al mes, el cual finalmente se prorroga hasta marzo de 2017 y tiene entre sus objetivos la vuelta de la inflación a tasas cercanas al 2%, al ser este el valor de referencia para la política monetaria

A finales de este año se activaron nuevas subastas de TLTRO, con el objetivo de reforzar la transmisión de la política monetaria mediante el canal del crédito.

Ambas medidas repercutieron en los tipos de interés oficiales y en la composición y tamaño del balance del BCE. Los tipos de depósito se redujeron nuevamente en diciembre al -0,3% y en marzo de 2016 hasta alcanzar el valor

de -0,4%. En esta última fecha también se produjeron reducciones en los tipos de operaciones principales de financiación que alcanzaron el 0% y el tipo de facilidad marginal de crédito el 0,25%.

Para finalizar, en marzo de 2016, el BCE decidió incrementar el volumen mensual de compras de los 60.000 millones a los 80.000 millones de euros e introducir un nuevo programa con el nombre de Programa de Compra de Bonos Corporativos (CSPP) que tenía el fin de reducir el coste de estas emisiones y aumentar los préstamos bancarios para pequeñas empresas, al decantarse las grandes empresas por los mercados de renta fija y añadir que en el mismo mes se aprobaron cuatro operaciones de financiación a largo plazo, TLTRO II, que se iniciaron en junio de 2016.

Estas últimas medidas llevadas a cabo por el BCE han permitido la continuación de un crecimiento económico en la Eurozona, así como una relajación de las condiciones financieras y la lucha contra las disminuciones de las tasas de inflación, aun así no se han solucionado los problemas de Deuda Soberana, continuando en unos volúmenes elevados y lejos del nivel que exige el PEC.

**Tabla 3.2. : Medidas de política monetaria no convencional del BCE**

FECHA	POLÍTICAS NO CONVENCIONALES
2007- 2011	LTRO A 3, 6 Y 12 MESES
Octubre 2008- Mayo 2009	Líneas de Swap con Fed y Banco Nacional Suizo
Mayo 2009- Mayo 2010	Programa de Adquisición de Bonos Garantizados (CBPP)
Mayo 2010- Julio 2011	Programa para el Mercado de Valores (SMP)
Julio 2011- Agosto 2012	Programa para el Mercado de Valores (SMP)
Septiembre 2011	Líneas de Swap CON Fed, Banco Nacional Suizo y Banco de Inglaterra
Nov. 2011- Oct. 2012	Programa de Compra de Bonos Garantizados (CBPP2)
Diciembre de 2011	VLTRO a 3 años
Marzo 2012	VLTRO II a 3 años
Julio 2012	OMT o OMC (Sustituye a SMP)
Sept- Dic. 2014- Marzo 2015	TLTRO
Septiembre 2014	(Programa Compra de Bonos Garantizados CBPP 3)

Septiembre 2014	Programa de Compra de Bonos de Titulación de Activos (ABSPP)
Enero 2015	Programa de Compra de Valores del Sector Público (PSPP)
Marzo 2016	Programa de Compra de Bonos Corporativos (CSPP)
Marzo 2016- Junio 2016	TLTRO 2

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo y Banco de España



# **CAPÍTULO 4**

## ***SOLUCIONES A LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA***



#### **4.1. Propuestas de solución a la crisis de Deuda Soberana.**

En el capítulo anterior hemos conocido como se ha ido desarrollando la crisis económica que emergió en Europa en el año 2007 y cómo se convirtió en una crisis de deuda soberana que afectó principalmente a los países periféricos.

Frente a esta situación económica se han ido introduciendo medidas por parte de los gobiernos nacionales y por parte de la Unión Europea con el fin de una recuperación económica, tratando de recobrar la confianza del sector privado y que el sector público vuelva a disfrutar de autonomía financiera.

Esas medidas, tratadas las de carácter europeo en el capítulo anterior, han provocado ciertas mejoras en las economías de los países pero aún queda mucho por hacer, tanto medidas conjuntas como individuales.

Desde la Unión Europea, como sabemos, se puso en marcha un proceso de Unión Fiscal y Bancaria, el cual se ha ido ralentizando por el no cumplimiento de las previsiones y objetivos de determinados indicadores, como el déficit y Deuda Soberana sobre el PIB, porcentajes excesivos tras la crisis en la Eurozona.

Ya desde el comienzo de la crisis se comienza a proponer diferentes alternativas para reducir dicho exceso de Deuda Soberana, además de tratar de avanzar hacia la unión fiscal, y en este apartado vamos a describir las propuestas de mayor importancia que se han planteado en estos últimos años, propuestas de carácter conjunto en forma de mutualizaciones de deuda.

Las propuestas de mutualización se basan en la puesta en circulación de deuda soberana común en euros, iniciativa que ya se comenzaron a barajar con la introducción del euro como moneda común y renacieron en 2009 con el fin de resolución de la crisis.

Este instrumento de deuda común tiene dos funciones principales. A corto plazo, pueden estabilizar los mercados financieros y el sistema bancario, y a medio plazo, interviene en la mejora del marco de gobernanza económico europeo mediante el tratamiento de la disciplina fiscal y el riesgo compartido.

Si seguimos a Cleassens et al. (2012) podemos clasificar en tres categorías los objetivos que se persiguen con la emisión de deuda en común:

- **Riesgo fiscal compartido y disciplina fiscal:** La emisión de deuda soberana en común conlleva un incremento del riesgo fiscal que será compartido por los países de la Zona Euro y la preocupación de países menos endeudados aumentará cuanto mayor sea el volumen de deuda compartido. Con un compromiso en común de los países participantes, mejora de instituciones y una mayor vigilancia a priori se cumplirá la disciplina fiscal, reduciendo así el riesgo.
- **Estabilidad financiera:** El vínculo existente entre riesgo bancario y soberano se podría disminuir con un activo en común y la oferta de un activo seguro evitaría la huida de los inversores hacia bonos de mayor calidad. Además, este activo en común podría finalizar con los problemas de liquidez, reforzar el papel del euro como moneda reserva, y favorecer así a más largo plazo la estabilidad financiera a nivel europeo.
- **Transmisión de política monetaria y funcionamiento del mercado financiero:** Las características de la crisis de deuda vivida han llevado en los últimos años al BCE a la puesta en marcha de políticas no convencionales con el fin de rehabilitar el buen funcionamiento de los mercados financieros y facilitar así la transmisión de política monetaria. Un mercado de bonos de deuda común sería la apuesta necesaria para restaurar los mecanismos de transmisión de política monetaria y reducir la fragmentación producida en los mercados financieros.

A continuación describimos las cinco propuestas de deuda en común que mayor consideración han tenido en los últimos años.

### **4.1.1. Blue Bonds.**

Blue Bond o Propuesta del Bono Azul nace en mayo de 2010 por Delpla y Von Weizsäcker y proponen la puesta en común del segmento a corto plazo del mercado de Deuda Soberana. Consiste en la combinación de dos tipos de bonos, Deuda Azul y Deuda Roja. La Deuda Azul, conocida como Eurobonos, sería una deuda en común, permitiendo un volumen de hasta el 60% del PIB de cada país participante.

La Deuda en común tendría un carácter *senior*, es decir, tiene preferencia en el pago sobre otras deudas soberanas y estaría garantizada conjunta y solidariamente por todos los países de la Zona Euro. Estas características lo convertirán en un activo AAA, el único activo libre de riesgo de la Eurozona.

La emisión de esta deuda pública en común tendría vencimiento homogéneo para todos los países, igual o menor a 12 meses.

En cuanto a la Deuda Roja, se trata de bonos nacionales, dependen de las necesidades de financiación de cada país, una vez superado el límite de emisión en común del 60% del PIB. Esta deuda tiene un carácter junior, esto es, menor nivel que la deuda común, su coste variará según el país emisor y a diferencia que la Deuda Azul, no cuenta con el respaldo del resto de países participantes.

El límite máximo de deuda con garantía solidaria se establece en un 60% del PIB ya que este es el nivel de deuda soberana que se considera sostenible, de acuerdo con el Tratado de Maastricht.

Una de las cuestiones importantes de esta emisión de deuda común es el organismo emisor de la deuda. Según esta propuesta de Delpla y von Weizsäcker, el encargado será una institución de carácter supranacional, un Consejo de Estabilidad Independiente integrado por profesionales independientes.

Todos los países pertenecientes al Euro pueden participar en esta propuesta. Una participación plena favorecerá la credibilidad de la propuesta.

Sobre la salida de un país de este mecanismo de deuda común, serían el resto de países los responsables de la decisión, mediante votación. El hecho de que un Estado abandonase la emisión en común perjudicaría al resto de participante, esto hace que el Consejo de Estabilidad de la Deuda tenga incentivos para evitarlo.

Cada país miembro deberá poner en marcha políticas fiscales sostenibles y otros requisitos para disminuir posibles riesgos y poder mantenerse en esta propuesta y que el mencionado Consejo les permita estar asegurados por países más estables. Este organismo debe reflejar credibilidad para mantener la confianza en el mercado de deuda.

Esta propuesta de bonos en común asume riesgos, que ampliaremos en el siguiente apartado de este capítulo, y para tratar de reducirlos una de las características por las que se apuesta es la responsabilidad solidaria que ya hemos mencionado, garantizando un activo de máxima calidad crediticia y asegurar de este modo al inversor un menor riesgo de incumplimiento y reducir así el coste de dicha deuda.

En cuanto a los bonos rojos hay ciertas dudas que precisar principalmente para convencer a los detractores de esta propuesta de su

validez, como el límite máximo de esta deuda y la necesidad de firmar una cláusula sobre el volumen de esta deuda adicional por los Estados Miembros.

Respecto a la cantidad de deuda azul que pueden convertir los países, aunque la propuesta inicial expone un máximo del 60% del PIB para todos los países, otros autores consideran que el volumen de deuda común debe diferenciarse en función de la credibilidad de la política fiscal de cada país, con el objetivo de reforzar la disciplina fiscal. De este modo, países menos comprometidos con la política fiscal verán disminuido su porcentaje de deuda en común.

Por último, la introducción de los bonos azules se producirá de manera gradual, según los autores en un periodo de 3 ó 4 años, lo que podría aumentar la credibilidad en el mecanismo y conseguir un mayor apoyo político.

#### **4.1.2. Eurobills.**

En esta segunda opción, se apuesta por las Euroletras o *Eurobills*, una apuesta por la mutualización de deuda a corto plazo, de hasta un máximo de un año. Se trata de una emisión de deuda soberana en común, garantizada de manera conjunta y solidaria o por garantías proporcionales al PIB de cada país y tanto el vencimiento, menor de un año, como el volumen de emisión se fijarán de antemano.

La cantidad de emisión prevista es un 10% del PIB de cada país como máximo, aunque posteriormente se ha propuesto también el 30% del PIB como límite. Cabe mencionar que esta propuesta impide a los Estados la creación de otro tipo de deuda soberana a corto plazo que no sean *Eurobills*.

Aquellos países que necesiten un mayor volumen de financiación, que exceda el 10% del PIB que se emite en común, tendrán que optar por el endeudamiento a largo plazo y cada país sería el único responsable de ese endeudamiento adicional.

Esta propuesta de C. Hellwig y T. Philippon pretende ayudar en la gestión de la crisis de Deuda Soberana y en la regulación financiera, mediante la creación de dicho activo que se caracterizaría por ser altamente líquido y seguro y se convertiría en el activo soberano de mayor calidad crediticia.

En este sistema de mutualización de deuda podrían participar todos los países de la Eurozona, excepto aquellos que se encuentren bajo programas de ajuste.

Para la puesta en funcionamiento de esta alternativa, se establecería una Oficina de Gestión de Deuda (DMO) encargada de las emisiones y amortizaciones, además de ejercer de supervisor sobre las asignaciones de cada país participante.

Previamente al comienzo de cada trimestre, cada Estado Miembro deberá presentar su plan de emisiones de Deuda Soberana a corto plazo y el DMO emitirá esa deuda en forma de *Eurobills* mediante subastas.

En caso de quedar un determinado volumen de esa deuda sin solicitar, sería el BCE el encargado de su compra para posteriormente venderlo en el mercado secundario, siguiendo el modelo del Bundesbank alemán<sup>27</sup>.

Los autores de este instrumento manifiestan que el mercado de *Eurobills* podría alcanzar un tamaño que le hiciese comparable con el mercado a corto plazo de Estados Unidos (*T-bill*).

Una vez instaurado el mercado de *Eurobills*, se permitiría a los Estados Miembros salir de este sistema y dicho proceso se realizaría de forma transparente y sería costoso, con el fin de compensar los efectos negativos que pudiese tener dicha salida para el resto de países.

Esta opción de salida del sistema de *Eurobills* debe servir al organismo encargado de la gestión de la deuda de incentivo para hacer cumplir las exigencias requeridas, ya que el abandono de un país de esta forma de mutualización de deuda emitiría al mercado señales negativas.

#### **4.1.3. Bonos de Estabilidad.**

La Comisión Europea plantea también una propuesta de emisión de eurobonos, los denominados “Bonos de Estabilidad”. Esta institución busca que los gobiernos se financien mediante un bono líquido y seguro, creando un mercado de bonos amplio e integrado en Europa, semejante al mercado de bonos de Estados Unidos.

El objetivo de la Comisión Europea es una Unión Europea más integrada, con un mercado único, donde exista solidaridad y responsabilidad compartida.

Esta entidad apuesta por las siguientes tres opciones que varían en función de dos factores, el grado de sustitución de deuda nacional y de la naturaleza de la garantía del eurobono.

#### **Sustitución completa de los bonos nacionales por “Bonos de Estabilidad”**

La idea consiste en convertir el total de bonos nacionales en bonos conjuntos, conocidos como Bonos de Estabilidad como ya hemos mencionado, estando garantizados de forma conjunta y solidaria por los Estados Miembros participantes.

La sustitución plena estaría garantizando la refinanciación total de los Estados participantes aunque podría hacer disminuir la prima de liquidez de algunos Estados Miembros.

Los países podrán refinanciarse con independencia de las condiciones de sus finanzas nacionales y los ingresos se distribuirán entre los Estados Miembros en función de sus necesidades.

---

<sup>27</sup> Bundesbank: Banco central de Alemania.

En cuanto al organismo emisor de Bonos de Estabilidad, la Comisión Europea apuesta por la creación de una Agencia Común de Estabilidad de Deuda, encargada de la emisión de los bonos en el mercado, distribuiría como ya hemos mencionado los beneficios en función de las necesidades de financiación de cada país y recogería los pagos del principal y de intereses.

El mecanismo de implantación de esta propuesta estaría por decidir, valorando dos opciones. Por un lado, el proceso de introducción de los bonos se podría realizar de forma acelerada, con emisiones íntegras y conversión de los bonos nacionales en circulación en Bonos de Estabilidad. Por otro lado, se podría implantar de manera más gradual, produciéndose la emisión de bonos comunes en su totalidad o parcial y no convirtiendo los bonos nacionales en circulación en Bonos de Estabilidad.

A esta propuesta todavía le quedan características que detallar, como la posibilidad de abandonar el programa, pero lo que es evidente, es la necesidad de la modificación de Tratados, lo que implicará un plazo mayor para la introducción de esta propuesta.

### **Sustitución parcial de bonos nacionales por “Bonos de Estabilidad”**

Esta segunda propuesta es similar a la ya explicada “Propuesta del Bono Azul”, diseñada por Delpla y von Weizsäcker, con la creación de dos tipos de bonos soberanos, Bonos de Estabilidad y bonos nacionales.

Como ya hemos explicado, el mercado estaría formado por dos tipos de bonos. Por un lado, el Bono de Estabilidad, que actuaría de forma similar al *Blue Bond*. Este bono se podría emitir hasta un determinado límite, pudiendo no cubrir toda la necesidad de refinanciación de los países de la Unión Europea. Estos Bonos de Estabilidad estarían garantizados de forma mancomunada y solidaria.

El volumen que se podría emitir de deuda en común está aún por determinar, pudiendo fijarse el límite en el 60% del PIB, como en la propuesta de Delpla y von Weizsäcker, o establecer un sistema más flexible, estableciendo el límite en función del cumplimiento de políticas.

Los autores de esta propuesta consideran que establecer un límite del 60% puede ser excesivo, al traspasar mayor riesgo a los bonos nacionales.

El otro tipo de bonos que encontraríamos en el mercado son los bonos nacionales, semejantes a los Bonos Rojos, cuya garantía es nacional y están subordinados a los Bonos de Estabilidad. Su emisión estaría en función de las necesidades de financiación de los países participantes.

En cuanto al organismo emisor de estos Bonos de Estabilidad, cabe la posibilidad de crear una agencia de gestión, al igual que en la opción anterior, para una mayor eficacia.

Todavía quedan temas por aclarar como el proceso de implantación, acelerado o gradual, y la posibilidad de salir del programa.



El hecho de que las garantías sean de forma conjunta y solidaria, lleva a la necesidad de modificar los Tratados y la fase de despliegue se alargaría varios años.

### **Sustitución parcial de bonos nacionales por “Bonos de Estabilidad” con garantías conjunta**

Este tercer planteamiento permitiría a los Estados financiar parte de su deuda mediante la emisión de Bonos de Estabilidad pero a diferencia de las anteriores propuestas, estos títulos de deuda no están avalados por el conjunto de la Eurozona, las garantías son mancomunadas pero no solidarias.

Cada país sería responsable de su respectiva cuota de emisión, tanto deuda conjunta como deuda nacional.

La cantidad de bonos que se emitirán en común no está especificada por el momento, se valora la posibilidad de emitir hasta el 60% sobre el PIB, al igual que en la anterior propuesta.

En cuanto a la institución encargada de la emisión de deuda conjunta, la Comisión Europea anuncia distintas alternativas, entre las que encontramos la propia Comisión Europea, el MEDE, el BCE, la creación de un organismo exclusivo para desempeñar este papel, como una Agencia de Gestión de Deuda (DMO) y también se opta porque sean el mecanismo emisor los Tesoros nacionales en un principio, hasta crear un Tesoro independiente en la Eurozona.

La puesta en funcionamiento de eurobonos con estas características supone la imposición de determinadas condiciones y aquellos países que no cumplan las obligaciones fiscales podrían ser expulsados de este mecanismo de eurobonos.

Pero esta propuesta no considera necesaria la modificación del Tratado de la UE, acortando los plazos de implantación.

#### **4.1.4. Pacto de Amortización de Deuda.**

El Gobierno alemán es uno de los países que más trabas pone a la mutualización de deuda mediante la emisión de eurobonos, de ahí que opten por elaborar una propuesta. El Consejo Alemán de Expertos Económicos en noviembre de 2011, expone su idea de crear un Pacto de Amortización Europeo (ERP).

La idea clave de dicho Pacto es separar una parte de Deuda Soberana de los países participantes, transfiriendo aquella que exceda del 60% del PIB, límite que se fija en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), a un Fondo de Amortización de Deuda Europeo (ERF).

Esta forma de mutualizar deuda a través de dicho Fondo convierte a los Estados Miembros responsables solidariamente y de forma conjunta y cada uno tendrá unas obligaciones de pago con el Fondo, de acuerdo a su volumen de deuda transferido, de manera que se estima que cada país podrá pagar su

deuda en un plazo de 20- 25 años y haber reducido esta por debajo del 60% del PIB.

A medida que se vayan pagando las amortizaciones al Fondo, los bonos con garantías se van reduciendo, de este modo el Fondo de Redención se va eliminando.

La deuda restante, la no transferida, no debe sobrepasar del 60% del PIB, además deberán mantener un déficit estructural por debajo del 0,5% del PIB, de acuerdo con lo establecido en el PEC.

El Consejo Alemán incluye en su propuesta la posibilidad de crear un fondo de depósito al que se destinará una determinada cantidad de fondos, en torno un 20% en forma de reservas internacionales, oro y divisas, que se perderían en caso de incumplir las obligaciones contraídas con el Pacto, además de otras posibles sanciones aún por determinar.

En cuanto a los participantes, el Consejo no excluye a ningún Estado Miembro pero considera que aquellos países que se encuentren inmersos en un programa de ajuste no podrán transferir su deuda hasta que dicho ajuste no haya finalizado de manera exitosa.

Una vez transferida la deuda excedente al Fondo, los países deben amortizarla mediante el pago de obligaciones, que se producirá anualmente y la cantidad será una fracción constante del PIB, y de este modo todos los países habrán redimido su deuda en el Fondo en un plazo de 20-25 años, gracias a esos bonos *senior*.

Sobre dicha propuesta quedaría todavía acordar el plazo de la fase inicial en la que se producirá la transferencia de la deuda superior al 60% del PIB al Fondo de Amortización Europeo, estimándose en un principio 3- 4 años. Durante este tiempo se practicarán los posibles cambios institucionales, ya que es necesaria una modificación del Tratado de la UE.

Sobre la salida de un país de este mecanismo de mutualización de deuda, esta opción no permite la salida a menos que la deuda soberana se haya reducido por debajo del 60% del PIB o se haya amortizado el total de la deuda transferida, habiendo pasado los 20-25 años que se consideran.

#### **4.1.5. European Safe Bonds (ESBies).**

En último lugar presentamos la alternativa por la que apuesta el grupo Euronomics<sup>28</sup>, quienes consideran necesario la creación de un activo seguro para la Unión Europea.

Este grupo de economistas creen que la no existencia de un bono seguro ha influido en dos de los problemas que ya hemos tratado, el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario y la huida de flujos de capitales. Por un

---

<sup>28</sup> Euro-nomics: Grupo de nueve economistas europeos cuyo objetivo es proporcionar ideas concretas, consideradas cuidadosamente y políticamente viables para hacer frente a los problemas actuales de la Zona Euro, (<http://euronomics.princeton.edu/>).

lado, consideran que con la existencia de dichos bonos, los bancos estarían menos expuestos al riesgo soberano, ya que en sus balances encontraríamos Bonos Europeos Seguros, denominados ESBies, en lugar de bonos soberanos nacionales. Por otro lado, la falta de un bono seguro en la Zona Euro, ha convertido a los bonos de países del centro y norte en activos seguros, provocando la marcha de capitales de países periféricos hacia aquellos de mayor seguridad, causando desequilibrios en los mercados financieros de la Eurozona.

Brunnermeier et al. (2011) proponen la creación de Bonos Europeos Seguros y serán emitidos por una Agencia Europea de Deuda (EDA) conforme a los Tratados existentes en la Unión y sin necesidad de mayor integración fiscal que la ya existente.

La propuesta funcionaría de la siguiente manera. La Agencia de Deuda sería la encargada de adquirir los bonos soberanos de los diferentes países miembros, manteniéndolos como activo de su balance y empleándolos como garantía para emitir dos valores, ESBies y *European Junior Bonds* (EJB).

Los ESBies serían el tramo *senior* de una cartera diversificada de bonos y en caso de producirse un impago por parte de algún soberano, los titulares de estos bonos europeos no tendrían pérdidas. Además la EDA tendría una garantía adicional sobre el pago de ESBies.

El segundo tramo, estaría formado por EJB, correspondiente a bonos subordinados. Estos bonos tendrían un riesgo mayor y las pérdidas existentes serían asumidas por los inversores titulares, no hay garantía por lo tanto para este segundo tramo de bonos europeos.

El volumen de deuda soberana nacional que compraría la EDA sería del 60% sobre el PIB de la Eurozona, donde el tramo preferente sería del 70% y el tramo subordinado del 30%.

Para el funcionamiento de esta alternativa, el BCE debería dar un trato preferencial, considerándolos su principal garantía en otras operaciones y determinados reguladores bancarios, como es el caso de Basilea, que daría una ponderación de riesgo cero de manera automática a estos bonos.

En el posible caso en el que un país tenga desequilibrios económicos, la Agencia de Deuda no estaría capacitada para incrementar la compra de sus bonos, ya que existen otras instituciones con la misión de ofrecer recursos a países en situación de apuro.

En cuanto a la emisión de ESBies, en caso de aceptar esta propuesta, se pondrían en circulación de manera gradual estos bonos con diferentes vencimientos y entre autoridades nacionales debería haber cierta coordinación sobre fechas de emisiones.

## **4.2. Efectos de las propuestas de soluciones a la crisis de Deuda Soberana.**

Una vez explicadas cinco las diferentes alternativas que se han ido desarrollando con el objetivo de plantar cara a los problemas de Deuda Soberana, analizamos los posibles efectos que pueden tener dichas propuestas.

Por lo general, la puesta en marcha de bonos en común en la Zona Euro sería una solución para la crisis de Deuda Soberana actual y reforzaría el sistema financiero ante la posibilidad de futuras crisis, incrementaría la confianza en el mercado de manera inmediata, supondría un refuerzo para el euro como divisa de reserva internacional al tratarse de una inversión segura y de mayor liquidez.

A pesar de estos beneficios que podría suponer para la Unión Europea, estas alternativas tienen opositores, principalmente aquellos países con mejor gestión sobre la Deuda Soberana, entre los que sobresale Alemania.

Los países contrarios a la implantación de alguna de estas propuestas no ven óptimas estas por el posible aumento de sus costes de financiación y por la necesidad de modificar el Tratado de la UE y determinados Tratados nacionales, además del posible riesgo moral.

### **4.2.1. *Blue Bonds.***

Esta propuesta consistente en la mutualización de la deuda del 60% del PIB de cada país participante, como ya hemos explicado, separando la deuda en bonos azules y bonos rojos, es considerada una de las más apropiadas para tratar el problema del sobreendeudamiento y es un paso hacia la unión fiscal. A pesar de tratarse de una medida con una puesta en funcionamiento lenta, aún por determinar el modo de transición al régimen de deuda común, asegura efectos a largo plazo.

La puesta en marcha de esta medida supondría según sus autores un beneficio principalmente para aquellos países con menor liquidez, quienes verían incrementada esta con la introducción de los bonos europeos, incluso esa liquidez adicional sería mayor que en países que presentan una mejor situación económica.

La gran liquidez que caracterizaría a los bonos azules le permitiría rivalizar con los bonos del Tesoro de Estados Unidos, además de convertir al euro en la segunda moneda de reserva mundial.

La existencia de un bono en común líquido y seguro evitaría las huidas de inversores en busca de mayor calidad de un país a otro, como ha ocurrido durante los años de crisis y que ha convertido a bonos de países de la Zona Euro del centro y norte en bonos seguros, incrementando las desigualdades entre países.

Otro de los efectos positivos que tiene esta alternativa es la reducción del vínculo que existe entre riesgo soberano y riesgo bancario, ya que los bancos nacionales tendrían menor volumen en su balance de bonos soberanos de carácter nacional.

La propuesta manifestada por Delpla y Weizsäcker puede generar incentivos de ajuste fiscal para países con mayores dificultades, aquellos con un elevado ratio de deuda pública sobre el PIB, para que estos no superen el margen de la deuda en común. Los incentivos supondrían una reducción de costes de financiación tanto de deuda azul como roja, además que facilitaría la sostenibilidad de las finanzas públicas y se permitiría a los países continuar con medidas de disciplina fiscal.

La práctica de medidas que desfavorezcan la disciplina fiscal, provocará un aumento de los costes de endeudamiento de la deuda roja, de la que el único responsable es el país emisor, siendo ese aumento de costes un incentivo para limitar la emisión de Deuda Soberana.

La emisión de eurobonos puede ser favorable para los países más endeudados, quienes podrían ver mejoradas sus condiciones de financiación como ya hemos mencionado, pero esta medida cuenta con la oposición de países acreedores, como es el caso de Alemania, países menos vulnerables a la situación económica, quienes consideran que elevarían el riesgo moral, es decir, asumirían riesgos por el posible incumplimiento de países más vulnerables.

Con el fin de reducir ese riesgo moral, se propone un mayor control y garantías, estableciéndose el Consejo de Estabilidad Financiera<sup>29</sup> como encargado del buen funcionamiento y entre sus funciones está regular la transferencia de ingresos fiscales para hacer posible la amortización de la deuda.

Los países que se oponen argumentan que los eurobonos servirían de incentivo a la indisciplina fiscal, ya que los países periféricos se beneficiarían de unos costes de emisión de deuda bajos en comparación con el coste que les supondría la emisión de su deuda sin la garantía conjunta de los Estados Miembros, y tampoco consideran creíble las posibles sanciones en caso de incumplimiento, ya que medidas sancionadoras se han impuesto en otras propuestas ya en rodaje y no se han llevado a cabo.

Los opositores consideran que la existencia de deuda de países periféricos en bonos europeos podría incrementar la incertidumbre en este tipo de deuda y se estaría poniendo en peligro la estabilidad de la Eurozona, además manifiestan también como problema el excesivo volumen de deuda que se pone en común.

---

<sup>29</sup> Consejo de Estabilidad Financiera: Organismo internacional independiente que reúne autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera, instituciones financieras, agrupaciones internacionales de reguladores y supervisores, comités de expertos de los bancos centrales y el BCE y su función es promover la estabilidad financiera internacional.

Si un país se negase a participar en esta propuesta de bono en común disminuiría la credibilidad de la propuesta y se reflejaría de manera negativa en los mercados.

Entre los efectos de mayor importancia que provoca esta propuesta de Eurobonos, principalmente para países opositores, se encuentra la modificación del artículo 125 del Tratado de la Unión Europea<sup>30</sup>, el cual prohíbe a un Estado Miembro la asunción de Deuda Soberana de otro.

Esta posible modificación del Tratado necesario para la instauración de algunas de las propuestas es el principal problema legal que interponen los países contrarios a los Eurobonos.

#### **4.2.2. Eurobills.**

La propuesta basada en la emisión de *Eurobills* consiste en la puesta en común de deuda soberana de cada país en un volumen de hasta el 10% de su PIB, convirtiendo este activo en el único activo soberano a corto plazo en la Zona Euro.

Con esta medida de mutualización a muy corto plazo se pretende evitar problemas de liquidez, busca que los países respeten la disciplina fiscal y reducir el riesgo moral.

La responsabilidad compartida es una de las características de esta propuesta de Hellwig y Philippon y esto permite que se trate de títulos muy seguros y además se reduciría la prima de riesgo, es decir, los países más endeudados tendrán que pagar un coste de financiación más reducido que el habitual.

En caso de incumplimiento de los compromisos fiscales, los países podrían dejar de emitir deuda de manera conjunta o podrían pagar un interés de demora. El objetivo de esta condición es incentivar la disciplina fiscal y reducir así el riesgo moral.

Al establecer límites de volumen de emisión en función del volumen total de deuda por país se permite una mayor diversificación de deuda en los balances de los bancos y así tratar de reducir el círculo vicioso entre riesgo bancario y deuda soberana, hecho influido también por la consideración de los *Eurobills* como un activo seguro.

Además al tratarse de un volumen de deuda en común menor, supondría una puesta en funcionamiento de forma más inmediata que el resto de propuestas.

---

<sup>30</sup>Art. 125, Tratado UE: La Unión no asumirá ni responderá de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos. Los Estados miembros no asumirán ni responderán de los compromisos de los Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de otro Estado miembro, sin perjuicio de las garantías financieras mutuas para la realización conjunta de proyectos específicos.

Otro de los puntos a favor de esta medida es que la emisión de *Eurobills* no es una medida inconstitucional en Alemania. Aún así, el Gobierno alemán no ha aceptado esta propuesta.

El rechazo de esta propuesta por parte de los países acreedores se basa en el hecho de que no proporciona financiación en el largo plazo, es decir, se trataría de aliviar la crisis de liquidez pero no trata el problema de solvencia, además del posible incremento en su coste de financiación al tener deuda en común con países de la periferia y la posibilidad de incrementar el riesgo moral.

#### **4.1.3. Bonos de Estabilidad.**

Como ya hemos expuesto en el epígrafe anterior, la Comisión Europea diseña tres opciones de mutualización de deuda que varían en función de las garantías y en el volumen de deuda puesto en común.

#### **Sustitución completa de los bonos nacionales por “Bonos de Estabilidad”**

En cuanto a la primera propuesta, sustitución completa y responsabilidad compartida, la Comisión Europea ha expuesto que esta puede ser la propuesta más positiva de cara a la estabilidad económica de los Estados Miembro y de cara al objetivo de lograr una Unión Económica y Social, además de considerarla eficaz en el corto plazo frente al problema de financiación.

Dado el nivel de integración que requiere este planteamiento es poco probable que se implante en un corto periodo de tiempo.

La sustitución completa por los bonos de estabilidad supondría un mayor volumen de negocio, a menores tipos de interés para aquellos países más vulnerables al tratarse de bonos bajo garantía conjunta y solidaria.

El amplio mercado que se crearía permitiría competir con los Bonos del Tesoro estadounidenses.

Como punto a favor encontramos también la ruptura del vínculo existente entre riesgo soberano y riesgo bancario al tratarse de un activo seguro y de la mayor diversificación en el balance de los bancos.

La propuesta tiene entre sus objetivos la reducción del riesgo moral existente y para ello se apostaría por ajustes fiscales y reformas estructurales.

Como ya he mencionado el plazo de aplicación sería largo y además requiere la modificación del Tratado de la UE.

### **Sustitución parcial de bonos nacionales por “Bonos de Estabilidad”**

La segunda propuesta, sustitución parcial de los bonos de estabilidad, es similar a la propuesta de Bonos Azules y es considerada por la Comisión Europea como la más viable.

Esta segunda alternativa sería beneficiosa para la transmisión de política monetaria y en términos de estabilidad financiera.

Entre sus efectos positivos se encuentran la reducción de costes de financiación, principalmente para aquellos Estados en una situación más delicada durante la crisis de Deuda Soberana.

Se formaría un mercado de gran tamaño con bonos seguros, reduciendo así el vínculo entre riesgo soberano y bancario y al igual que la anterior propuesta, podría competir con los bonos del Tesoro de EEUU.

Frente a la existencia de riesgo moral, se proponen determinados ajustes y reformas con el fin de disminuirlo

Al igual que en la alternativa de Bonos Azules, hay países que se oponen por el elevado volumen de deuda puesta en común, por el posible incremento de sus costes de financiación y por la necesidad de modificación del Tratado.

### **Sustitución parcial de bonos nacionales por “Bonos de Estabilidad” con garantías conjunta**

Por último, la tercera opción de la Comisión Europea, la sustitución parcial con garantías conjuntas prorrateadas, la cual podría ser la menos eficaz de las tres expuestas en cuanto a consecución de objetivos de estabilidad e integración financiera.

Esta alternativa reduciría los costes de financiación para los países participantes, el riesgo moral sería menor que en otras propuestas por las características de las garantías y disminuiría el vínculo entre riesgo soberano y bancario.

La puesta en marcha sería inmediata, ya que al depender las garantías de la Deuda Soberana de cada país, no implica cambios legislativos y se respeta la cláusula “*no bail-out*”, de no rescate, del Tratado de la UE.

#### **4.2.4. Pacto de Amortización de Deuda.**

Como hemos explicado, esta propuesta consiste en la creación de dos fondos, uno dedicado a la mutualización de la deuda acumulada que sobrepase el 60% del PIB y otro un fondo de depósitos, cuyas reservas perderá el país que no cumpla las condiciones del pacto.

El objetivo de esta alternativa es crear un equilibrio entre la disciplina fiscal que se interpone a cada país y la solidaridad que tiene que existir con los estados más vulnerables. Se pretende cumplir la cláusula de no rescate (*no-*



*bail out*), cláusula incluida en el Tratado de Maastricht e indica que los Estados Miembros no son responsables ni deben asumir compromisos del resto de socios, como ya hemos explicado.

Esta alternativa apuesta por un pacto fiscal, manteniendo los límites de déficit estructural y Deuda Soberana respecto al PIB que establece el PEC, además que conseguiría eliminar la deuda mutualizada en los siguientes 20-25 años.

El hecho de que la deuda transferida tenga garantías mancomunadas y solidarias incrementaría la confianza de los mercados financieros y reduciría el coste de financiación de los países más vulnerables a la crisis de deuda soberana.

Sobre las tasas de interés, habría diferencias entre la deuda transferida y la deuda nacional, pero ambas serían menores que los tipos de interés de un escenario sin Fondo de Amortización Europeo.

Los Estados Miembros participantes en dicho Pacto deberían cumplir una serie de condiciones como la transferencia de un determinado porcentaje de sus ingresos fiscales al Fondo para cumplir las obligaciones de pago, además de adoptar las reformas necesarias.

A pesar de estos posibles efectos positivos, en el que incluimos que su puesta en marcha sería de forma inmediata, a esta propuesta le surgen problemas como su elevado montante y la consideración de que beneficia a países con mayor volumen de deuda, además de considerar los contrarios a esta medida que no evitaría posibles crisis futuras similares a la actual, es decir, es concebida como una medida de carácter temporal y de no apostar por la integración fiscal.

La deuda mutualizada es aquella que excede del 60% del PIB, es decir, la deuda conjunta proviene en su mayoría de países con elevados volúmenes de deuda y por ello podría considerarse un activo menos seguro que los bonos comunes de otras propuestas.

Para terminar con esta propuesta decir que entre sus efectos negativos está la necesidad de reformar el Tratado de la UE para su implantación.

#### **4.2.5. *European Safe Bonds (ESBies).***

Por último, la propuesta realizada por Euro-nomics se centra en la creación de bonos en común denominados ESBies, siendo la única propuesta sin garantías intergubernamentales.

Los ESBies serían un bono seguro que limitaría el vínculo de riesgo bancario y soberano, como ya hemos mencionado anteriormente, y además de formarse un mercado de gran tamaño y con liquidez, permitiría la reducción de costes de financiación para países participantes, al igual que las anteriores propuestas.

Se verían reducidos los movimientos de flujos de capital hacia países considerados más seguros por su calidad crediticia.

La implantación de esta medida podría tener una duración de varios años y no se trata de una medida temporal como la anterior, sino de carácter permanente.

Uno de los principales efectos positivos de esta propuesta según sus autores es la no necesidad de modificar los Tratados existentes, ya que los Estados Miembros no tienen responsabilidad solidaria frente a la emisión conjunta de ESies, además que supondría la reducción del riesgo moral y tampoco considera necesario una mayor unificación fiscal a la actual.

A pesar de estos efectos favorables para la solución del sobreendeudamiento, hay países que se oponen, al igual que en el resto de propuestas, principalmente por el excesivo volumen de deuda que se pretende poner en común, que aun estando por determinar, no será mínimo del 60% del PIB de cada Estado Miembro.

Para cerrar este capítulo, mostramos a continuación una tabla resumen de las cinco propuestas ya explicadas, con sus efectos y los países principales a los que van dirigidas, y de donde extraemos que son aquellos países con mayor inestabilidad financiera los que apuestan por la mutualización de deuda, siendo estos países bajo un entorno civil francés, mientras que países bajo una tradición civil germana y escandinava se oponen a estas propuestas de eurobonos, coincidiendo estos con países con mayor estabilidad económico financiera y entre los que destacamos a Alemania y los países nórdicos.

Tabla 4.1. Propuestas de Eurobonos como solución a la crisis de Deuda Soberana.

Propuesta	Autor/es	Efectos	País a quién se dirige	Objetivos
<b>Blue- Red Bond</b>	Delpla y Von Weizsäcker	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Responsabilidad solidaria</li> <li>• Reducción de los tipos de interés de <i>Blue Bond</i> para países deudores.</li> <li>• Disminuye el riesgo del país.</li> <li>• Menores problemas de liquidez.</li> <li>• Cambios en los Tratados.</li> <li>• Aparición de riesgo moral.</li> </ul>	A todos los países de la Zona Euro, principalmente a aquellos más afectados por la crisis.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disciplina presupuestaria y control del déficit.</li> <li>• Financiación en mejores condiciones y menor volatilidad del mercado.</li> <li>• Disminuir la relación entre riesgo soberano y bancario.</li> </ul>
<b>Eurobills</b>	Hellwig y Philippon	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Responsabilidad solidaria.</li> <li>• Menores problemas de liquidez.</li> <li>• Reducción de los tipos de interés para países deudores.</li> <li>• Riesgo moral.</li> </ul>	A todos los países, excepto aquellos que estén bajo algún programa  Mayor consideración hacia los países del centro y norte de Europa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Disciplina fiscal.</li> <li>• Reducir riesgo moral.</li> <li>• Disminuir la relación entre riesgo soberano y bancario.</li> </ul>
<b>Bonos de estabilidad</b>	Comisión Europea	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Responsabilidad solidaria.</li> <li>• Cuanto mayor volumen de sustitución de bonos se dé, menos disminuirá el riesgo moral.</li> <li>• Reducción de los tipos de interés para países deudores.</li> <li>• Modificación de Tratados.</li> </ul>	A todos los países de la Zona Euro, principalmente a aquellos más afectados por la crisis.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mayor integración en la UE.</li> <li>• Estabilidad financiera.</li> <li>• Fortalecer la posición del Euro como divisa.</li> </ul>

Propuesta	Autor/es	Efectos	País a quién se dirige	Objetivos
<b>Pacto de Amortización de Deuda (ERF)</b>	Consejo Alemán de Expertos Económicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Responsabilidad solidaria.</li> <li>• Reducción de los tipos de interés.</li> <li>• Disminución del riesgo moral.</li> <li>• Puede empeorar a corto plazo la situación macroeconómica, al ser un Programa de Austeridad Fiscal.</li> <li>• Modificación de Tratados</li> </ul>	A países con mayor volumen de deuda que no están dentro de programas de rescate y a países cuya deuda se encuentra por debajo del 60%.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reducción de la deuda por debajo del 60% en 25 años.</li> <li>• Disciplina fiscal.</li> </ul>
<b>ESBies</b>	Euro-nomics	<ul style="list-style-type: none"> <li>• No responsabilidad conjunta.</li> <li>• No se asumen costes por la deuda de otros países.</li> <li>• Disminución de los tipos de interés.</li> <li>• Disminución de los problemas de liquidez.</li> <li>• Disminución del riesgo moral.</li> <li>• No cambios en los Tratados de los países, sí en los del BCE.</li> </ul>	A todos los países de la Zona Euro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estabilización de mercados.</li> <li>• Convertir la Deuda Soberana de todos los países en un activo seguro.</li> <li>• Disminuir la relación entre riesgo soberano y bancario.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

## CONCLUSIONES

Pasamos en este último apartado del trabajo a exponer las principales conclusiones extraídas a raíz del análisis realizado sobre la Deuda Soberana en Europa, la influencia en esta del entorno legal y las medidas propuestas para su solución.

1. España es considerado como el país con mayor número de impagos de Deuda Soberana a lo largo de la historia, siendo pionero en este tipo de financiación, teniéndose constancia de su endeudamiento público desde el siglo XVI. España se caracteriza por financiarse mediante monetización de Deuda Pública y este sistema no cambia hasta que desea formar parte de la Unión Europea, momento en que se produce un cambio en su sistema financiero, cambiando el instrumento de monetización por la financiación a través de mercados e instituciones privadas, hecho que provoca la estabilidad de la Deuda Soberana.
2. El entorno legal sobre el que se asienta un país, *Common-Law* o *Civil-Law*, es determinante en la estructura y desarrollo de su sistema financiero, y lo comprobamos tras el análisis de diferentes variables que afectan a la estructura de empresas, al desarrollo de mercados y sistemas bancarios, y al riesgo de enfrentarse a una crisis de Deuda Soberana. En cuanto a esta última variable, podemos decir que aquellos países bajo una tradición común y una tradición civil francesa muestran mayores posibilidades de sufrir crisis de Deuda, siendo los países periféricos europeos los más afectados por la crisis económica y de deuda que hemos vivido en los últimos años, en comparación con aquellos países bajo influencia civil germana y escandinava.
3. La crisis económica-financiera que llega a Europa evidencia la existencia de una relación entre el riesgo bancario y soberano y un entramado institucional europeo deficiente que dificulta la posibilidad de respuesta a la situación de crisis. Estos problemas suscitan mayores diferencias entre los sistemas financieros, provocando una fragmentación financiera, especialmente entre países del centro de Europa y de la periferia, es decir, demostrando diferencias entre países bajo un entorno legal *Common-Law* y *Civil-Law*.

4. Estas diferencias que se dan en los sistemas financieros de los países analizados dejan ver que a pesar de tener la Unión Europea una política monetaria común, no existe una política económica común a todos los países miembros, dificultando la transmisión de unas medidas resolutorias comunes. Esto motiva que el BCE abandone las medidas convencionales, apostando por medidas no convencionales, las cuales tampoco han sido capaces de sanar el problema de deuda existente en Europa. Además de estas medidas, se definen una serie de propuestas de solución basadas en mutualizaciones de deuda con las que se pretende lograr estabilidad financiera, mejorar la transmisión de la política monetaria y compartir el riesgo financiero, hecho que provoca la negativa de los países menos endeudados, aquellos establecidos en un entorno germano y escandinavo.
  
5. La aceptación de una propuesta de emisión de deuda en común como solución a los problemas de Deuda Soberana debería plantearse junto a políticas comunes económicas para todos los países europeos y hacer hincapié en la vigilancia sobre la disciplina fiscal, de cara a una integración fiscal, financiera y política que garantice el futuro de la Unión Europea. Con el fin de un Mercado Común y de la supervivencia del Euro, los diferentes sistemas financieros, bajo el modelo inglés y alemán, irán evolucionando hacia un entorno de unificación.

## BIBLIOGRAFÍA

**Álvarez- Nogal, C. (2010):** *La demanda de juros en Castilla durante la edad moderna: los juros de alcabalas de Murcia. Studia Histórica: Historia Moderna*, 47-82.

**Álvarez- Nogal, C. y Comín, F. (2015):** *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI- XXI)*. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.

**Antoniou, A., Guney, Y. y Paudyal, K. (2008).** *The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions*. The Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol 43, N°1, pp. 59-92.

Artículo no publicado. Pp. 1-42.

**Badenes Gasset, R. (1997):** *Conceptos fundamentales del Derecho. Las relaciones jurídicas patrimoniales*. Barcelona: Marcombo.

**Barciela et al. (2005):** *Estadísticas históricas de España (siglos XIX-XX)*. Fundación BBVA.

**Benzo, A. y Cuerpo, C. (2012):** *La crisis de Deuda Soberana: Una perspectiva europea*. "La crisis de la Deuda Soberana". Perspectivas del sistema financiero, N° 105, octubre 2012.

**Bofinger, P. et al. (2011):** A European Redemption Pact. VoxEU, Noviembre 2011.

**Boria, C. y Disyatat, P (2009):** *Unconventional monetary policies: an appraisal*. BIS Working Papers from Bank for International Settlements, N° 292.

**Borraz, F.; Fried, A. y Gianelli, D. (2011):** *Análisis de las calificaciones de riesgo soberano: el caso uruguayo*. Jornadas de Economía del Banco Central del Uruguay, agosto 2011.

**Brunnermeier, M. et al. (2011):** *ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture*. VoxEU, Octubre 2011.

**Brunnermeier, M. et al. (2016):** *ESBies: Safety in the trenches*. European Systemic Risk Board, Working Paper Series, N° 21, Septiembre 2016.

**Burkart, M., Gromb, D. y Panunzi, F. (1997):** *Large shareholders, monitoring, and the value of the firm*. Quarterly Journal of Economics. Vol. 112, N°3, pp. 693- 728.

**Butler A. y Fauver, L. (2006):** *Institutional environment and sovereign credit ratings*. Financial Management, vol. 35, N° 3, pp. 53-79.

**Camarero, M. y Tamarit, C. (2014):** *¿Debe reducirse el exceso de deuda en la eurozona?: principales alternativas*. "Devaluación interna y recuperación de la economía española". Cuadernos de información económica, N° 242, Septiembre-Octubre 2014.

**Chan-Lau, J. (2001):** *The impact of corporate governance structures on the agency cost of debt*, Working Paper, WP/01/204, Fondo Monetario Internacional.

**Claessens, S. et al. (2012):** *Paths to Eurobond*. IMF Working Paper, WP/12/172.

**Comín Comín, F. (2015):** El laberinto de las deudas finalistas de la dictadura de Franco, 1939-1975. En Álvarez- Nogal, C. y Comín Comín, F., *Historia de la deuda pública en España (sglos XVI- XXI)* (págs. 159- 186). Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.

**Comisión Europea (2011):** *Green Paper on the Feasibility of Introducing Stability Bonds*. Noviembre 2011.

**CRESPO, C., (2012):** *La reforma de la supervisión de las políticas fiscales en la Unión Europea durante la crisis. ¿Huracán o brisa de cambio?* Ministerio de Economía y Competitividad. Madrid.

**Cuattromo, J. y Beltrani, M. (2010):** *Política monetaria no convencional*. Nota técnica correspondiente al informe económico N°73 del tercer trimestre de 2010, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

**De Francisco Olmos, J. (1998):** *El maravedí de oro de Alfonso VIII: un mensaje cristiano escrito en árabe*. *Revista General de Información y Documentación* , 283-301.

**Delpla, J. y von Weizsäcker, J. (2010):** *The Blue Bond Proposal*. Bruegel Policy Brief, Mayo 2010.

**Delpla, J. y von Weizsäcker, J. (2011):** *Eurobonds: The Blue Bond concept and its implications*. European Parliament's Committee on Economic and

**Doluca, H. et al (2012):** *The European Redemption Pact: An illustrative guide*. Working Paper 02/2012.

**Faccio, M., Lang, L. y Young, L. (2001).** *Debt and corporate governance*.

**Fernández, F. (2015):** *Anuario del Euro 2015*. Papeles de la Fundación. Fundación de Estudios Financieros, Madrid, 2015.

**Filatotchev, I. y Mickiewicz, T. (2002):** *Ownership concentration, private benefits of control and debt financing*, Artículo no publicado.

**Gianviti, F. et al. (2010):** *A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A proposal*. Bruegel, Noviembre 2010.

**Hellwig, C. y Philippon, T. (2011):** *Eurobills, not Eurobonds*. VoxEU, Diciembre 2011.

**Hernández, A. et al. (2010):** *Crisis económicas a lo largo de la historia*. Instituto de Estudios Fiscales, *Cuadernos de Formación*. Colaboración 5/11, Vol. 12/2011.

**La Porta, R. L. (1998):** *Law and Finance*. The University of Chicago Press.

**La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997):** *Legal determinants of external finance*. *Journal of Finance*. Vol. 52, pp. 1131-1150.

**La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998):** *Law and finance*. *Journal of Political Economy*. Vol. 106, N° 6, pp. 1113-1155.

**Levine, R (1996):** *Foreign Banks, financial development and economic growth*. *International Financial Markets*. AEI Press. Washington DC.

**Levine, R. (1997):** *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. *Journal of Economic Literature* . Vol 35, N°2, pp. 688.726.



- Levine, R. (1999):** *Law, finance, and economic growth*. Journal of Financial Intermediation. Vol. 8, pp. 8-35.
- Malo de Molina, J.L. (2013):** *La respuesta del Banco Central Europeo a la crisis*. Banco de España. Boletín económico del Banco de España, julio- agosto 2013.
- Marco Peñas, E. (2016):** *Necesidad de incrementar la inversión pública y la aplicación de la regla de gasto*. Revista catalana de dret públic, Nº 53, 2015.
- Martín Queralt, J. (2015):** *Curso de Derecho Financiero y Tributario*. Tecnos, 2015.
- Martín, D. y Cortina, A. (2011):** *La crisis de la Deuda Soberana europea: Una visión general*. "La crisis en Europa: ¿un problema de Deuda Soberana o una crisis del euro?". Papeles de la Fundación, Nº 44. Fundación de Estudios Financieros, Madrid.
- Merton, R. y Bodie, Z. (2005):** Design of financial systems: Toward a synthesis of function and structure. *Journal of Investment Management*. Vol. 3, Nº1, pp. 1-23.
- Mesén Figueroa, V. (2008):** *Los instrumentos financieros derivados: concepto, operación y algunas estrategias de negociación*. Revista de Ciencias Económicas, Vol. 26, Nº 2, 2008.
- Millaruelo, A. y del Río, A. (2013):** *Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis*. Banco de España. Boletín económico del Banco de España, enero 2013.
- Monetary Affairs, Marzo 2011.
- Oreja, M. et al (2013):** *Propuestas para el futuro de Europa: En camino hacia una Unión Económica y Política*. Instituto Universitario de Estudios Europeos. CEU Ediciones, Madrid.
- Pernías, S (2014):** *Crónica de la crisis económico-financiera (2007-2013)*. Revista de Derecho de la Unión Europea. Madrid ISSN 1695- 1085, Nº 28, enero-junio 2015, pp. 25-58.
- Saona, P. (2011):** "Determinants of the profitability on the US Banking Industry". International Journal of Business and Social Science, Vol. 2, Nº2, pp. 155-269.
- Saona, P. (2011):** *Endeudamiento bajo la Teoría de Agencia y el Enfoque "Law & Finance": Un estudio para Chile y España*. EAE Editorial Academia Española.
- Sicilia, J. et al. (2013):** *Fragmentación financiera y unión bancaria: hacia una Europa más integrada*. "Crisis y reforma regulatoria del sistema financiero en la UE". ICE: Revista de economía, Nº 874, Septiembre-Diciembre 2013.
- Tedde, P. y. (1994):** *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX)*. Estudios de Historia Económica.
- Toboso Sánchez, P. (1987):** *La deuda pública castellana durante el Antiguo Régimen (juros) liquidación en el siglo XIX*. Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.

**Utrero, N. (2007):** *Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data.* The Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 47, N°4, pp. 481-506.

**Vallejo Pousada, R. (2015):** *Las vicisitudes de la deuda pública en un período turbulento: de Canga Argüelles a Mon, 1808- 1850.* En Álvarez- Nogal, C. y Comín Comín, F., *Historia de la deuda pública en España (sglos XVI- XXI)* (págs. 159- 186). Madrid: Instituto de Estudios Fiscales.

**Viñals, J. (2013):** “*La respuesta de Europa a la crisis financiera.*” Crisis y reforma regulatoria del sistema financiero de la UE. ICE: Revista de economía, N° 874, Septiembre-Diciembre 2013.

**Zweigert, K. y Kötz, H. (1992):** *A introduction to comparative Law: The Framework.* Clarendon Press.

## LEGISLACIÓN

Ley 47/2003, de 27 de Noviembre, General Presupuestaria. España.

Real Decreto 1775/2004, de 30 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. España.

Real Decreto 634/2015, de 10 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades. España.

Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General Presupuestaria. España.

Reforma del artículo 135 de la Constitución Española, de 27 de Septiembre de 2011. España.

Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF). España.

Tratado de la Unión Europea, de 7 de febrero de 1992, firmado en Maastricht.

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, de 25 de marzo de 1957, firmado en Roma.

## WEBGRAFÍA

**Banco de España:** <http://www.bde.es>

**Ministerio de Economía, Industria y Competitividad:** <http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/>

**Eurostat:** <http://ec.europa.eu/eurostat>

**Foro Económico Mundial:** [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2012-13.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2012-13.pdf)

**EUR-Lex.** (2016): [http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/excessive\\_deficit\\_procedure.html?locale=es](http://eur-lex.europa.eu/summary/glossary/excessive_deficit_procedure.html?locale=es)

**Reserva Federal de Estados Unidos:** <http://www.federalreserve.gov>

**Comisión Europea:** [https://ec.europa.eu/commission/index\\_es](https://ec.europa.eu/commission/index_es)

**Datosmacro:** <http://www.datosmacro.com/>

**El País:** <http://economia.elpais.com/>

**OECD:** <http://www.oecd.org/>

**Fundéu BBVA:** <http://www.fundeu.es/>

**Coyuntura económica de La Rioja:**  
<http://www.larioja.org/estadistica/es/publicaciones-informes/catalogo-publicaciones/coyuntura-economica-rioja>

**BBVA Research:** <https://www.bbvaresearch.com>

**Euro-nomics:** <http://euronomics.princeton.edu/>