

## 4.B.27 : EL SALDO PRESUPUESTARIO ESPAÑOL. EVOLUCIÓN, COMPARACIONES INTERNACIONALES Y EL PROCESO DE CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA.

<https://www.bruegel.org/first-glance/unblock-fiscal-rule-reform-eu-should-reinstate-its-excessive-deficit-procedure>

An EDP can be triggered if a country's deficit goes above a 3% of GDP threshold, or if government debt rises above 60% of GDP. Countries subject to an EDP must fix the problem through a programme of fiscal adjustment. But the EDP rule has been suspended since 2020 because of the need for government spending in the wake of the COVID-19 pandemic.

Although not directly related to the fiscal rules reform, reinstating the EDP could help break the current deadlock. The European Commission has said it will open EDPs in spring 2024 for all EU countries in breach of the 3% deficit limit. But this is not certain; the suspension of the rules has been extended before, and EU countries concerned by the move (including France, Italy and Spain) may resist.

### INTRODUCCIÓN

#### ▪ **Enganche:**

- ALFRED MARSHALL, en sus *Principios de Economía* (1890) define la economía como *la ciencia de la vida diaria en lo que respecta a las acciones humanas tomadas para alcanzar un nivel máximo de bienestar*.
  - Esta definición nos muestra cómo uno de los principios subyacentes a la reflexión económica, pero particularmente enfatizado en la teoría neoclásica, es el del individualismo metodológico<sup>1</sup>. Se contempla el objeto de la teoría como una *realidad social compuesta de individuos que se interrelacionan en economías descentralizadas*.
- En su objetivo fundamental de comprender y predecir el funcionamiento de los mercados, la **microeconomía** examina el comportamiento de dos agentes fundamentales: *consumidores y productores*<sup>2</sup>.
- Desde un *punto de vista positivo*, el resultado de la interrelación de los agentes constituye el equilibrio de mercado. Otro análisis adicional sería estudiar no solo cuál es este equilibrio de mercado sino, desde un *enfoque normativo*, **valorar la deseabilidad** del mismo.
- La **economía del bienestar** está ligada a este enfoque normativo.
  - Concretamente, las **funciones** de la economía del bienestar son<sup>3</sup>:
    - a. *Proporcionar instrumentos para valorar la deseabilidad social* de los estados alternativos, caracterizados por una asignación de recursos y una distribución de la renta. En principio, valorar esos estados alternativos requiere hacer juicios de valor explícitos sobre los mismos.
    - b. *Proporcionar normas de política económica* que permitan maximizar el bienestar social (alcanzar el estado o estados realizables socialmente más preferidos).

#### ▪ **Relevancia:**

- La comparación de diferentes alternativas es algo vital, ya que nos permite:
  - Por un lado, valorar si el resultado al que conduce un sistema económico es apropiado o mejorable.

<sup>1</sup> El *individualismo metodológico* es un método ampliamente utilizado en las ciencias sociales. Sostiene que todos los fenómenos sociales — estructura y cambios — son en principio explicables por elementos individuales, es decir, por las propiedades de los individuos, como pueden ser sus metas, sus creencias y sus acciones. Sus defensores lo ven como una filosofía-método destinada a la explicación y comprensión amplia de la evolución de toda la sociedad como el agregado de las decisiones de los particulares. En principio es un reduccionismo, es decir, una reducción de la explicación de todas las grandes entidades con referencias en las más pequeñas.

<sup>2</sup> No hay que olvidar que la microeconomía contemporánea contempla esta separación estricta entre consumidores y productores como “una hipersimplificación del proceso por el que los bienes se compran y se consumen” (EKELUND y HÉBERT, 2013). Ejemplos que muestran el desdibujado de esta frontera son las “tecnologías del consumo”, es decir, la aplicación de la teoría de la producción a las decisiones de consumo, como son el enfoque de características de KEVIN LANCASTER, la economía doméstica de GARY BECKER, la producción doméstica de REUBEN GRONAU o la economía de la información de GEORGE J. STIGLER (la información sobre los bienes de consumo, como bien económico o costoso, obliga a un proceso de búsqueda que debe combinarse con el bien de consumo físico).

Además, la microeconomía también estudia a otros agentes como las instituciones financieras o el Estado.

<sup>3</sup> Siguiendo a ANNA KOUTSOYIANNIS (“*Modern Microeconomics*”), las tareas de la teoría económica del bienestar son:

- a) Demostrar que en el estado actual  $W < W^*$ , y
- b) Sugerir las formas de elevar  $W$  hacia  $W^*$ .

- Por otro lado, valorar si una política económica que cambie la situación inicial es deseable.
- Como afirmó ATKINSON, el gran teórico de la desigualdad del siglo XX, la ciencia económica no existe sólo para describir el comportamiento humano y satisfacer la curiosidad y la vanidad de los economistas, sino para emitir recomendaciones y diseñar y valorar políticas que contribuyan a mejorar la vida de los ciudadanos<sup>4</sup>.
- Por ello, la economía del bienestar forma parte del “corazón” de la ciencia económica y como tal, debe ocupar un lugar preeminente en la formación de un economista y más aún de un *policy-maker*.

▪ **Contextualización:**

- La rama de la teoría económica que estudia la intervención del Estado en la economía, los efectos de dicha intervención sobre el bienestar social y la toma de decisiones del sector público es la **Teoría de la Hacienda Pública** o, como se le denomina cada vez con más frecuencia, la **economía pública**.
  - Frente al *laissez faire* propugnado por los clásicos, la Economía del Bienestar abre la puerta a la intervención pública en la economía para corregir aquellas situaciones en las que el mercado no funciona de forma adecuada. Para MUSGRAVE, la intervención se justifica en base a tres motivos principales que originan a su vez las **3 principales funciones del sector público**:
    - 1) Motivos de eficiencia: Para corregir fallos de mercado como la existencia de externalidades, bienes públicos, información imperfecta o competencia imperfecta. Es decir, en ejercicio de la *función asignativa*.
    - 2) Motivos de equidad: Para conseguir una redistribución más equitativa de la renta. Es decir, en ejercicio de la *función redistributiva*.
    - 3) Motivos de estabilización: Para conseguir una senda de crecimiento estable y reducir las fluctuaciones cíclicas de la economía. Es decir, en ejercicio de la función estabilizadora.
      - Estas 3 funciones no han recibido siempre el mismo grado de atención. De hecho, hasta los años 40 las *funciones redistributiva y estabilizadora* fueron, en cierto modo, desatendidas.
      - Sin embargo, a partir de entonces, con el auge del pensamiento keynesiano, tiene lugar en los países desarrollados el desarrollo del Estado del Bienestar.
  - Para conseguir sus objetivos de eficiencia, equidad y estabilización el sector público actúa básicamente de 2 formas:
    - *Actividades no financieras*, como la regulación o la producción de bienes y servicios por medio de empresas públicas.
    - *Actividades financieras*:
      - La realización de gastos asociados a las funciones del sector público.
      - La obtención de los ingresos necesarios para hacer frente a esos gastos.
  - Los ingresos y gastos necesarios para realizar sus actividades se consagran en el **presupuesto**, un instrumento de *ordenación y planificación*.
- **Problemática:**
- El objetivo de este tema será llevar a cabo un análisis más en profundidad del *saldo presupuestario* en nuestro país.

<sup>4</sup> «El principal motivo del análisis económico es contribuir a la mejora social»

## ■ Estructura:

### 0. INTRODUCCIÓN AL SALDO PRESUPUESTARIO: ¿QUÉ ES EL SALDO PRESUPUESTARIO?

Administraciones públicas (AAPP)

Sector Público Empresarial

### 1. EVOLUCIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO EN ESPAÑA HASTA LA CRISIS ECONÓMICA DE 2008

#### 1.1. *Hasta el inicio de la democracia (hasta 1975)*

Resumen

Saldo presupuestario

Deuda pública

#### 1.2. *Desde la transición hasta la adhesión a la CEE (1975-1985)*

Resumen

Gastos

Ingresos

#### 1.3. *Reducción del déficit público (1986-1989)*

Resumen

Gastos

Ingresos

#### 1.4. *Incremento sustancial del gasto y del déficit público (1990-1995)*

Resumen

Gastos

Ingresos

Medidas implementadas

#### 1.5. *Consolidación Presupuestaria: 1995-2007*

Resumen

Política fiscal 1995-1999

Cumbre del Euro de 1998

Política fiscal 2000-2008

Continúa la consolidación presupuestaria

Desequilibrios

#### 1.6. *El estallido de la crisis (2008-2009)*

Introducción

Razones

Resultado

#### 1.7. *Evolución del saldo presupuestario en España tras la crisis (2009-2018): nuevo proceso de consolidación presupuestaria (PDE)*

##### 1.7.1. Introducción

##### 1.7.2. Justificación

##### 1.7.3. Proceso de consolidación a nivel comunitario (relativamente rápido)

Introducción

Reforma de la Gobernanza a nivel europeo

1. Reforma: PEC 2011 "PEC reforzado"

2. Coordinación temporal de las políticas económicas temporales: El Semestre Europeo

3. Mecanismo de financiación permanente: Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)

4. Otros

Conclusión

##### 1.7.4. Medidas a nivel nacional

Reforma del artículo 135 de la Constitución

Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) (2012)

Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2014)

Reflejo en medidas de consolidación

Comparaciones internacionales

#### 1.8. *Programa de Estabilidad 2019-2022*

Introducción

Mantenimiento del proceso de consolidación fiscal

Gastos e Ingresos

Otros aspectos relevantes que influirán al saldo público

1. Inversiones Financieramente sostenibles

2. Sistema de financiación territorial

3. Reforma del sistema de la Seguridad Social

4. Mejora de la eficiencia del gasto público

#### 1.9. *Presupuestos Generales del Estado para 2023*

### 2. COMPARACIONES INTERNACIONALES

#### 2.1. *Unión Europea*

##### 2.1.1. Comparación antes de la crisis

Saldo presupuestario

Deuda pública

##### 2.1.2. Comparación después de la crisis

Saldo presupuestario

Deuda pública

##### 2.1.3. Cumplimiento del PEC a nivel Europeo

#### 2.2. *Comparación a nivel mundial*

##### 2.2.1. Hasta los años 80

##### 2.2.2. Década de los 90

##### 2.2.3. Desde los años 2000 hasta la actualidad

## 1. INTRODUCCIÓN AL SALDO PRESUPUESTARIO: ¿QUÉ ES EL SALDO PRESUPUESTARIO?

- Antes de analizar la evolución del saldo presupuestario español, debemos saber a qué nos estamos refiriendo.

Esto por encima y centrándose en las AAPP, que es en lo que nos centraremos en la exposición.

- El **saldo presupuestario** es la *diferencia entre los ingresos y gastos públicos corrientes y de capital* durante el año presupuestario. Es decir, refleja la capacidad o necesidad de financiación. El saldo presupuestario español puede referirse a **diferentes entes**:
  - El saldo del Estado (*Administración Central*).
  - El saldo del conjunto de las AAPP (*Administración Central + CCAA + CCLL + Seguridad Social*).
  - El saldo del sector público español (*AAPP + empresas públicas*).
- A lo largo de toda la exposición nos referiremos al **saldo público** como el gasto del conjunto de las **Administraciones Públicas** (*Administración Central, Administraciones territoriales y Seguridad Social*).
- Para entender a qué nos referimos, comenzaremos delimitando el sector público *desde un punto de vista contable*, haciendo referencia al Sistema Europeo de Cuentas (SEC), versión europea del SCN elaborado por la ONU. Así, una unidad institucional pertenece al Sector Público *si puede clasificarse bajo 2 tipos de organizaciones*<sup>5,6</sup>:
  - i) Administraciones Públicas (AAPP).
  - ii) Sector Público empresarial.
    - En cualquier caso, en esta exposición nos centraremos en el *gasto público de las AAPP* (i.e. sin considerar el gasto de las empresas públicas).

### Administraciones públicas (AAPP)

- Según el SEC, podemos definir las **administraciones públicas** (S.13) como aquellas unidades institucionales:
  - Cuya función principal es *producir bienes y servicios no de mercado para consumo individual y colectivo y efectuar operaciones de redistribución de la renta y la riqueza nacional*.
  - Procediendo sus recursos de *pagos obligatorios efectuados por los diferentes sectores* (hogares, empresas, instituciones sin fin de lucro).
- De acuerdo con la Contabilidad Nacional en España las AAPP se subdividen en:
  - a) Administración Central: Agrupa todos los órganos del Estado y OO.AA. cuya competencia se extiende sobre todo el territorio nacional, con excepción de las administraciones centrales de la Seguridad Social.
    - *Administración Central del Estado*: Gobierno y órganos constitucionales (Cortes Generales, Casa del Rey, Tribunal Constitucional, CGPJ, etc.).
    - *Organismos Autónomos (OO.AA.)*: Organismos extrapresupuestarios y otras entidades vinculadas a la administración central (SEPE, INE, INAP, etc.).
    - *Otros entes públicos*: INE, ICEX, CNMC, AECID, la DGT, Museo del Prado, etc.
  - b) Administraciones territoriales: Cuya competencia se limita a una parte del territorio nacional (Comunidades Autónomas (CCAA) y Corporaciones Locales (CCLL)).

<sup>5</sup> Es correcto decir que todas las administraciones públicas pertenecen al sector público. Pero, por el contrario, no todas las unidades del sector público son AAPP. Hay unidades que, siendo del Sector Público, no se consideran AAPP, como por ejemplo las empresas públicas.

<sup>6</sup> Otros criterios de delimitación del sector público: según WAGNER, el sector público incluye (además de las AAPP y el sector público empresarial) a aquella parte del sector privado sujeta a protección por decisión de los poderes públicos. En este sector se incluirían empresas privadas subvencionadas y otras actividades protegidas mediante regulación de los poderes públicos.

- c) *Administraciones de la Seguridad Social*: Incluyen unidades institucionales centrales, autonómicas y locales cuya actividad principal consiste en realizar prestaciones sociales y cuyos recursos principales son las cotizaciones sociales obligatorias que recibe de otros sectores.
- De acuerdo con el artículo 66 del RDL 8/2015, que es la principal norma reguladora del sistema de la SS en España, sus entidades gestoras son el Instituto Nacional de la Seguridad Social (INSS), el Instituto Nacional de Gestión Sanitaria y el IMSERSO. Además de estas, existen también otras entidades gestoras que desempeñan funciones relacionadas con la SS, como el SEPE (antiguo INEM) o el Instituto Social de la Marina.

### Sector Público Empresarial

- Por su parte, según el SEC, El **sector público empresarial** (S.11 y S.12) está compuesto por aquellas unidades institucionales:
  - Cuya *función principal* es la *producción de bienes y servicios que posteriormente venden en el mercado, o que suministran directamente financiándolos mediante impuestos*<sup>7</sup>.
  - Procediendo sus *recursos* de sus ventas y suponiendo estos al menos el 50 % de sus costes de producción.
  - Hasta aquí se podría tratar de empresas públicas o privadas, por lo que para formar parte del sector público empresarial debemos imponer que sean controladas por las administraciones públicas.
    - Así, su definición es menos precisa que la de AAPP ya que no se indica qué se entiende por control ni qué porcentaje de propiedad se considera determinante para calificar a una empresa como pública. En la práctica, cada país aplica sus propios criterios para catalogar a una empresa como empresa pública.
    - En España el criterio seguido actualmente es poseer más de la mitad de las acciones con derecho a voto o mediante una disposición legal que autorice a determinar la política de la unidad empresarial.
- Pueden clasificarse en 2 grandes grupos<sup>8</sup>:
  - *Sociedades no financieras* (S.11):
    - *Sociedades mercantiles y asimiladas*:
      - Sociedades de la DG de Patrimonio (Paradores de Turismo).
      - Otras Sociedades controladas por el Estado.
      - Sociedades controladas por la SEPI (Agencia EFE).
      - Sociedades controladas por otras Entidades Públicas Empresariales.
    - *Otros organismos públicos y entidades empresariales*:
      - Organismos Autónomos (BOE).

<sup>7</sup> ¿Qué tienen en común y en qué se diferencian las AAPP de las empresas públicas?

- AAPP y empresas públicas *tienen en común* que ambas son públicas. En términos de contabilidad nacional, ser público es equivalente a “estar controlado por las AAPP”. A su vez, en contabilidad nacional, una unidad está controlada por las AAPP si éstas tienen la capacidad para determinar la política general de dicha entidad, por ejemplo eligiendo a los miembros del consejo o si las AAPP tienen la titularidad de la mayoría de las acciones. Se consideran unidades privadas todas aquellas que no están controladas por las AAPP (son de titularidad mayoritariamente privada y las AAPP no definen su política general)
- ¿En qué se diferencian las AAPP y las empresas públicas? Las AAPP son productores no de mercado, mientras que las empresas públicas son productores de mercado.
  - Los productores no de mercado (como las AAPP) proporcionan su producción de forma gratuita o a precios muy inferiores a sus costes de producción. Su objetivo principal no es la obtención de beneficios.
  - Por el contrario, los productores de mercado, están orientados a obtener beneficios y venden su producción a precios económicamente significativos.

▪ En la práctica, en general, se considera que una empresa pública es un productor de mercado si sus ventas cubren al menos el 50 % de sus costes de producción (*criterio cuantitativo*). El SEC 2010 ha añadido además los llamados *criterios cualitativos*, que deben verificarse también a la hora de determinar el carácter de mercado o no de mercado de una unidad pública. Dichos criterios se basan en analizar quién consume los bienes y servicios producidos por la unidad (por ejemplo, si las ventas se hacen a la AAPP) y si la unidad compite en la práctica con otros productores en el mercado o, si por el contrario es el único suministrador.

<sup>8</sup> El FROB, el Fondo de Garantía de Depósitos, RTVE, TRAGSA y SEITTSA, a pesar de ser “empresas públicas”, son productores no de mercado y, por tanto, forman parte del sector de las AAPP (S.13).



- Entidades Públicas Empresariales (RENFE, Loterías y Apuestas del Estado, AENA, Correos, el Canal de Isabel II, etc.).
- Sociedades financieras públicas (S.12):
  - Banco Central<sup>9</sup>.
  - Otras Instituciones Financieras Monetarias Públicas (ICO)<sup>10</sup>.
  - Otros Intermediarios Financieros Públicos.
  - Auxiliares Financieros Públicos (Fondo de Garantía de Depósitos).
  - Empresas de Seguro y Fondos de Pensiones Públicos (CESCE).
- En cualquier caso, una empresa pública puede estar clasificada en el S.11 o el S.12 y, debido a un cambio en su estatuto, en su estructura, en sus actividades o en sus cuentas puede pasar a ser parte del S.13. Por ello, no es conveniente aprenderse la lista de unidades de memoria sino más bien comprender el principio que lleva a clasificar una unidad en las AAPP o en el sector público empresarial.
  - De la delimitación de las AAPP en contabilidad nacional se encarga la IGAE, en colaboración con el INE y el Banco de España. A su vez, Eurostat hace un seguimiento periódico de esta clasificación y proporciona su opinión para los casos dudosos.
- Clasificar correctamente las unidades públicas como AAPP (S.13) o como parte del sector empresarial (S.11 y S.12) es crucial a la hora de calcular correctamente el déficit y la deuda pública.
  - Se entiende por déficit público al déficit del sector AAPP según la sectorización de contabilidad nacional y por deuda pública a la deuda del sector AAPP.
  - Por tanto, el déficit y la deuda de empresas públicas que son productores de mercado no computarán como déficit/deuda pública, sino como déficit y deuda de los sectores S.11 y S.12. La deuda de las empresas públicas se integra dentro de los pasivos contingentes de las AAPP.
    - La clasificación incorrecta de una empresa pública llevará pues a cifras erróneas del déficit y la deuda pública en contabilidad nacional.

## 2. EVOLUCIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO EN ESPAÑA HASTA LA CRISIS ECONÓMICA DE 2008

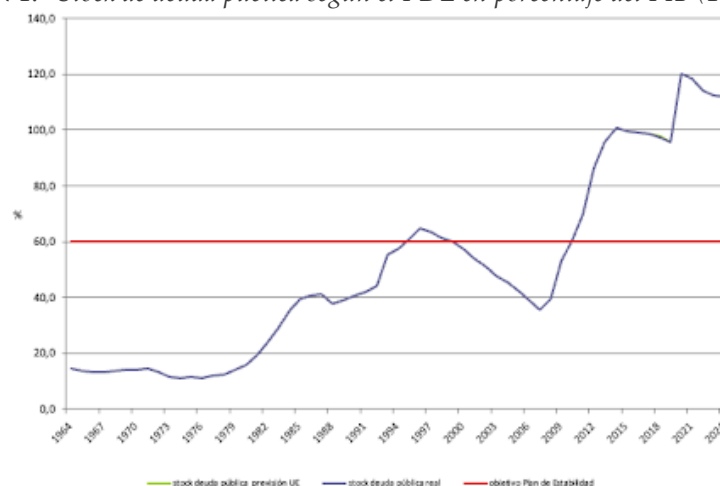
### ▪ Resumen:

1. Hasta el inicio de la democracia (hasta 1975): Situación de relativo equilibrio presupuestario.
2. Desde la transición hasta la adhesión a la CEE (1975-1985): Déficit público estructural y persistente. En este período, el déficit público se vuelve crónico, convirtiéndose en uno de los desequilibrios macroeconómicos más preocupantes de la economía española.
3. Reducción del déficit público (1986-1989): Reducción del déficit público derivado de la entrada de España en la UE. No obstante sigue siendo muy elevado para la fase expansiva del ciclo en la que se encuentra la economía.
4. Incremento sustancial del gasto y del déficit público (1989-1995): Nuevo aumento del mismo debido a la crisis económica derivada de la Guerra del Golfo y crisis del SME.
5. Consolidación presupuestaria (1995-2007): Proceso de consolidación presupuestaria. En este período se produce un largo e intenso proceso de consolidación presupuestaria (muy ligado a la incorporación a la UEM).
6. El estallido de la crisis (2008-2009): Estallido de la crisis y aumento del déficit debido a la implementación de importantes políticas discrecionales.
7. Proceso de consolidación presupuestaria (2009-2018), especialmente en 2012.
8. Programa de Estabilidad.
9. Presupuestos Generales del Estado para 2023.

<sup>9</sup> El Banco de España sigue una contabilidad *sui generis* basada en los estatutos del SEBC.

<sup>10</sup> Su contabilidad la audita la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

IMAGEN 1.– Stock de deuda pública según el PDE en porcentaje del PIB (1964-2024)



Fuente: Esteve, V. y Prats, M.A. (27/4/2023). "Cambios en la ratio stock de deuda pública/PIB de la economía española y sus componentes, 2000-2024", Universidad de Valencia, Blog Viaje al Fondo de las Finanzas Internacionales.  
<http://vicenteesteve.blogspot.com/2023/04/cambios-en-la-ratio-stock-de-deuda.html>

## 2.1. Hasta el inicio de la democracia (hasta 1975)

### Resumen

- Hasta 1975, el presupuesto público presenta un saldo relativamente equilibrado.

### Saldo presupuestario

- El equilibrio en las cuentas públicas se explica, en gran medida, por la reducida dimensión del sector público:
  - Los ingresos públicos eran reducidos debido a un sistema tributario con escasa capacidad recaudatoria.
  - El gasto del sector público apenas representaba el **25 %** del PIB en 1975, mientras que en **otros países europeos ya rondaba el 40 %**.
- *A nivel internacional*, la mayoría de los países de la OCDE mostraron déficits muy reducidos. La bonanza económica permitió mantener unas cuentas relativamente equilibradas a pesar de la expansión del gasto público por la creación del Estado del Bienestar.

### Deuda pública

- Por el mismo motivo, la deuda pública en 1975 apenas va a representar el **13 %** del PIB, cuando en muchos países europeos se movía en el entorno del 50 %.
  - Esto hizo que las cargas de deuda fuesen reducidas, favoreciendo la contención del gasto.

## 2.2. Desde la transición hasta la adhesión a la CEE (1975-1985)

### Resumen

- Notable crecimiento del déficit público (**que pasa del 1 % en 1975 al 7 % en 1985**).

### Gastos

- Con la llegada de la democracia, van a tener lugar una serie de acontecimientos que van a producir un crecimiento exponencial del **gasto público del 25 % del PIB en 1975 al 41 % en 1985**:
  - Consolidación del Estado del Bienestar:
    - Se produce un incremento del gasto para alcanzar la protección social que presentaban otros países con un nivel socioeconómico equivalente.

- Descentralización del Estado:
  - La Constitución española conduce a una nueva organización territorial del Estado, esto es, a un traspaso de competencias desde la Administración Central hacia las Administraciones territoriales.
    - La aparejada descentralización del gasto no supuso un simple cambio de quién incurría en el gasto, sino que éste aumentó debido a: i) aparición de duplicidades propias del proceso de descentralización; y ii) sistema de financiación autonómico deficiente, pues en ese momento los ingresos de las Administraciones territoriales procedían de transferencias incondicionales del Estado, sin corresponsabilidad fiscal.
- Crisis económica:
  - Lo que afectó a los (escasos) estabilizadores automáticos. Además, las medidas de reconversión industrial (p.ej. ayudas al cierre) afectaron negativamente al saldo presupuestario.
- Además, durante este período, el gasto público no sólo creció sino que se vio modificada su **composición**.
  - Hasta 1975: El gasto público se destinaba principalmente a:
    - Funciones tradicionales (administración, defensa); y
    - Servicios económicos (p.ej. subvenciones a sectores industriales).
  - A partir de 1975: Las funciones antes descritas van a experimentar una pérdida de peso relativo en favor de los gastos asociados al Estado del Bienestar (educación, sanidad, prestaciones económicas).

### Ingresos

- Los ingresos no aumentaron al mismo ritmo.
  - A pesar de los **Pactos de la Moncloa** y la **Reforma Fiscal de 1977** de FUENTES QUINTANA, que sin duda supuso un hito en el sistema fiscal español al introducir la figura del **IRPF** y del **IS**, no fueron suficientes para compensar el aumento del gasto público.
- Los ingresos públicos pasaron del **25 % en 1975 al 34 % en 1985**.

### Saldo presupuestario y comparaciones internacionales

- Debido a la rapidez del aumento del gasto público (41 % del PIB en 1985) y a que los ingresos públicos no siguieron el mismo ritmo (34 % del PIB en 1985) se produjo un notable crecimiento del déficit público (**que pasa del 1 % en 1975 al 7 % en 1985**).
- En otros países, la crisis del petróleo llevó a un aumento de los déficits en los países de la OCDE. En cualquier caso, el nivel de déficit medio a lo largo de esta década siguió siendo bajo (entre el 1 % y el 2 %).

### **2.3. Reducción del déficit público (1986-1989)**

#### Resumen

- Reducción del déficit (**que pasa del 7 % en 1985 al 3 % en 1989**) derivado de un **ciclo expansivo** así como de la entrada de España en la UE (IDE, fondos de cohesión, efectos riqueza...).
- No obstante, no se aprovecha la recuperación económica para controlar el déficit. Así, aunque éste se modera, se va a seguir moviendo en el entorno del **3 %-4 %**. Dada la fase expansiva del ciclo en que se encuentra la economía, esto implicaba la existencia de un **déficit estructural** muy elevado.

### Gastos

- Contención del gasto público debido a:
  - Racionalización del **gasto público**.



- Reducción de las **prestaciones por desempleo** al disminuir éste con los contratos temporales introducidos con la reforma del Estatuto de los Trabajadores en 1984.
- **Reducción de las ayudas a empresas** debido a la política comunitaria.
- Coste financiero:
  - A pesar de la contención del gasto público, merece la pena destacar el progresivo aumento del **coste financiero del creciente endeudamiento** (4 % del PIB), debido a:
    - Déficit estructural desde 1975, que aumenta la deuda y, con ella, el pago de intereses.
    - Puesta en marcha a partir de 1982 de una política de deuda, de manera que el déficit dejó de monetizarse y pasó a financiarse con deuda.
- Nuevas partidas de gasto.
  - Durante este período 1986-1990 surgen **nuevas partidas de gasto**:
    - Aportación al presupuesto comunitario como consecuencia de la adhesión de España a la CEE.
    - Gasto en protección medioambiental (hasta entonces prácticamente inexistente).

### Ingresos

- Aumento de los ingresos públicos, debido a:
  - Lucha más decidida contra el fraude fiscal.
  - Introducción del IVA en 1986, impuesto de creación obligatoria para la adhesión a la CEE.

### 2.4. Incremento sustancial del gasto y del déficit público (1990-1995)

#### Resumen

- Aumento del déficit, que vuelve a alcanzar los niveles de 1985 (pasa del 3 % en 1989 al 7 % en 1995).

#### Gastos

- El fuerte aumento del gasto (que alcanza el 49 % del PIB en 1993) y por ende del déficit<sup>11</sup> estuvo relacionado con:
  - Crisis económica:
    - A partir de 1990, la economía española entró en una fase de agotamiento del ciclo expansivo que desembocó en la crisis económica de 1992-1993 debido a:
      - *Crisis de la economía mundial* (relacionada con la Guerra del Golfo).
      - *Crisis del Sistema Monetario Europeo (SME)*.
    - La crisis se hizo sentir con intensidad en las finanzas públicas, particularmente por el lado del gasto, debido al aumento de las prestaciones por desempleo (24 % de desempleo) y el aumento de los costes financieros (tipos de interés del 15 %).
  - Inversión pública:
    - También contribuyeron al crecimiento del gasto los numerosos proyectos de inversión pública (p.ej. línea AVE Madrid-Sevilla) y los eventos internacionales de 1992 (EXPO de Sevilla, Juegos Olímpicos de Barcelona).
  - Consumo público:
    - Aumento del empleo público.

#### Ingresos

- Aumento de la presión fiscal: el tipo medio del IVA se eleva del 13 % al 15 % y el tipo marginal máximo del IRPF se eleva del 53 % al 56 %.

<sup>11</sup> Las políticas de ajuste llevadas a cabo durante la primera legislatura del gobierno socialista, sí como la insatisfacción que mostraron las fuerzas sindicales ante la capacidad redistributiva de la economía española durante el período de expansión previo. El punto de partida fue la huelga general de 1988 que paralizó el país y llevó al ejecutivo a aumentar el gasto social (p.ej. aumentaron las prestaciones por desempleo, ya que la reforma del mercado laboral de 1984 incentivó la contratación temporal, provocando una fuerte dualidad en el mercado de trabajo y que cuando llegara la crisis el aumento del paro fuera muy acusado [ver tema 4.A.16]).

- Reducción de los ingresos vía estabilizadores automáticos.

### Medidas implementadas

- TUE 1992:
  - El TUE de 1992 estableció una serie de reglas de disciplina fiscal (3 % déficit, 60 % deuda pública y establecimiento de criterios de convergencia) como condición para entrar en la UEM. Esto llevó a la obligación por parte de los países a reflejar sus compromisos de ajuste vía los Planes de Convergencia.
- Primer Programa de Convergencia de 1992:
  - El Programa establecía como objetivos básicos precisamente los criterios de convergencia que se habían definido para el ingreso en la UEM.
  - Sin embargo, fue un programa poco efectivo ya que: *i)* se basaba en previsiones demasiado optimistas; y *ii)* no afrontaba algunas de las principales necesidades de la economía española.
- Decreto-Ley de julio de 1992:
  - Ante el empeoramiento de la situación económica, se hace necesario tomar medidas. Así, en plena crisis económica, el Gobierno aprueba un Decreto-Ley que contempla, entre otras medidas:
    - Reducción del gasto público en 200.000 millones de pesetas.
      - Sin embargo, la reducción se llevó a cabo sin ninguna selectividad, simplemente por un procedimiento de reducción proporcional para todos los organismos.
    - Aumento de la presión fiscal:
      - Tipo medio del IVA del 13 % al 15 % y tipo marginal máximo del IRPF del 53 % al 56 %.
  - Resultados:
    - No se logra el control del déficit público (de hecho, éste alcanzará su máximo en **1993: 7,3 %**. **La deuda pública por su parte alcanza niveles del 63 %**).
- Esto hizo que a partir de 1995 se comenzase con un periodo de fuerte consolidación fiscal que duró hasta la crisis de 2007.

## 2.5. Consolidación presupuestaria (1995-2007)

### Resumen

- Disminución del déficit, llegando a alcanzar el primer superávit de la democracia (del déficit del 7 % en 1995 al superávit del 2 % en 2006).
- Distinguiremos 2 etapas:
  - 1995-1999: Consolidación presupuestaria para satisfacer criterios de Maastricht.
  - 2000-2007: Consolidación presupuestaria en el marco del PEC.

### Política fiscal 1995-1999

- El compromiso de participar en la UEM desde el principio hizo que los problemas de las finanzas públicas españolas fueran abordados de manera más decidida desde 1995, iniciándose así un proceso de consolidación fiscal.
  - Actualización en 1994 del Programa de Convergencia:
    - Que introdujo un mayor rigor en la política fiscal, fijando además unos objetivos de déficit más realistas.
  - Primera legislatura del Gobierno de AZNAR (1996):
    - Credibilidad:
      - Del compromiso del Gobierno de tener como objetivo prioritario de política económica el cumplimiento de los criterios de convergencia.

- *Disciplina presupuestaria:*
  - **Ley de Medidas de Disciplina Presupuestaria de 1996**, que imponía medidas muy restrictivas para las modificaciones presupuestarias.
  - **Primeros presupuestos de AZNAR (1997)**, muy restrictivos en todas sus partidas (p.ej. congelación del sueldo de los funcionarios, la 2ª en la historia de la democracia).
  - **Programa de Convergencia 1997-2000:** Continúa la consolidación fiscal.
- *Privatizaciones:*
  - Política de privatizaciones, que aumentó los ingresos y disminuyó el gasto. Además, los ingresos se utilizaron para amortizar la deuda.

### Cumbre del Euro de 1998

- En marzo de 1998, la Comisión y el Instituto Monetario Europeo examinaron qué países estaban preparados para entrar en la UEM y, en base a su trabajo, el Consejo Europeo aprobó en la “Cumbre del euro” de mayo de 1998 en Bruselas que 11 países podían entrar en la fase 3, entre ellos España.
  - Para tomar esta decisión, las instituciones comunitarias se basaron en la versión laxa del criterio de sostenibilidad de las finanzas públicas (si no, sólo Francia, Luxemburgo y Finlandia habrían entrado en el euro).
- Otros factores que contribuyeron a conseguir el objetivo fueron:
  - Recepción de fondos del Fondo de Cohesión.
  - Inicio de fase de crecimiento económico.

### Política fiscal 2000-2008

#### Continúa la consolidación presupuestaria

- Tras la entrada de España en la Eurozona, el proceso de consolidación presupuestaria **continuó**, pues los países deben respetar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que instaura los límites de déficit y de deuda pública en el ordenamiento comunitario.
  - Se prosigue con el proceso de consolidación fiscal:
    - *Ley General de Estabilidad Presupuestaria de 2001:*
      - En 2001 se aprueba la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, que exige que los presupuestos muestren cada año o bien superávit o bien equilibrio presupuestario.
    - *Ley General de Estabilidad Presupuestaria de 2006:*
      - En 2006 se reforma la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, pues el principio de equilibrio presupuestario anual vigente hasta entonces limitaba la capacidad del sector público para ejercer su función estabilizadora y, de hecho, podía conducir a la articulación de una política fiscal procíclica.
      - Por ello, la Ley sustituyó el principio de equilibrio anual por el de equilibrio a lo largo del ciclo económico.
  - Nuevos mecanismos de financiación del gasto productivo. Por ejemplo, se incentiva una mayor participación del sector privado en la financiación de inversiones vía concesiones.
  - Uso del superávit. El superávit que se alcanza en esta época se utiliza para reducir deuda (35,5 % en 2007) y para dotar al Fondo de Reserva de la Seguridad Social.
  - Reforma del sistema de financiación autonómica. Se reforma el sistema de financiación autonómica para promover una mayor corresponsabilidad fiscal lo que produce un fuerte crecimiento del gasto público de éstas (hasta el punto de que el gasto público de las Administraciones Territoriales llegó a representar el 50 % del gasto público total).

- Como consecuencia de todas las medidas anteriores, se produce un significativo saneamiento de las cuentas públicas, alcanzándose el primer **superávit** de la democracia en 2005, con un **máximo del 2,2 % en 2006**.
  - De los 8 puntos porcentuales que cae el déficit, el BCE calcula que 5 puntos se explican por factores cíclicos y por la caída de la carga de intereses, mientras que el resto del ajuste se debió al incremento extraordinario de los ingresos impositivos (vinculado a la excesiva expansión inmobiliaria).
- Es significativa la reducción de la **deuda pública** que va a descender 8 puntos porcentuales: del 46 % del PIB en 1995, al **38 % en 2006** (el 2º porcentaje más bajo de los países de la UE-15).

### Desequilibrios

- En cualquier caso, el nuevo marco fiscal presentaba numerosos problemas, dando pie a **desequilibrios** que quedarían evidenciados durante la crisis financiera global:
  - El gasto público se reduce en términos porcentuales por la reducción del desempleo. Sin embargo, el gasto público primario, descontadas las prestaciones por desempleo, creció a un ritmo anual superior al 7 %, muy por encima del crecimiento tendencial, lo que confirma su comportamiento procíclico.
    - En definitiva, el nuevo marco fiscal no garantizaba una mayor contraciclicidad fiscal que contribuyera a atemperar suficientemente las fases expansivas del ciclo.
  - Debilidades en la medición del *output gap*, lo cual llevó a considerar como estructurales aquellos ingresos que en realidad eran cíclicos.
  - Las CCAA y algunos municipios no utilizaron la primera década del siglo XXI para sanear sus cuentas públicas e incluso llegaron a incrementar su deuda pública a pesar del aumento de sus ingresos públicos.
  - Finalmente, este marco fiscal también adolecía de falta de mecanismos y reglas de corrección automática de desequilibrios, así como sanciones y multas creíbles a los países incumplidores.
    - Esto lleva a que se produzca divergencia entre los países europeos en este período. Así, algunos países como Francia, Alemania, Italia o Portugal mostraron claras dificultades para cumplir con el límite del déficit del PEC.

## 2.6. Estallido de la crisis (2008-2009)

### Introducción

- En septiembre de 2008, la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, significó el pistoletazo de salida de una crisis financiera internacional que redujo fuertemente los niveles de liquidez de los mercados financieros internacionales. Esta reducción de los niveles de liquidez se transmitió rápidamente a aquellos sistemas financieros nacionales altamente expuestos a los mercados financieros internacionales como el español. La escasa liquidez se manifestó en los sistemas financieros nacionales a través de escenarios de restricción de crédito, lo que provocó una notable contracción de la inversión y el consumo, así como un aumento del desempleo, abocando a la mayoría de economías mundiales a la *recesión económica*.
  - Con el objetivo de combatir coordinadamente la recesión económica mundial, el G-20 acordó en diversas conferencias en 2008 y 2009, la *activación de políticas fiscales expansivas* que contribuyeran a estabilizar el ciclo.
    - De esta forma, esta expansión fiscal discrecional potenciaría la labor de los estabilizadores automáticos a la hora de impulsar la demanda agregada para estabilizar el ciclo.

- Adicionalmente, la coordinación de estas medidas fiscales podría producir unos efectos desbordamiento positivos, capaces de aumentar el efecto multiplicador, a nivel nacional, de las políticas fiscales.
- En España, las políticas discrecionales de estímulo se adoptaron mediante el Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo (Plan E), que incluía recortes impositivos y expansión del gasto público.
- Ello llevó a la interrupción brusca del proceso de consolidación presupuestaria, alcanzándose un **déficit público récord del 11 %** en 2009 (apenas 3 años después de haber alcanzado el récord histórico de superávit).
- Esto fue resultado de:
  - El desplome de los ingresos, que pasan de representar el 41 % del PIB en 2007 al 35 % en 2009.
  - El aumento de los gastos, que pasan de suponer el 39 % del PIB en 2007 al 46 % en 2009.

### Razones

- Actuación de los estabilizadores automáticos:
  - Provocó una **reducción de la recaudación impositiva** (IRPF, IS, IVA, etc.) y un **aumento de los gastos sociales** (sobre todo de las prestaciones por desempleo).
  - Resulta destacable la **comparación con otros países de nuestro entorno**. Se comprueba que en muchos países el gasto público aumentó tanto o más que en España, pero el rasgo característico de nuestra economía fue la caída tan brusca de los ingresos.
    - Aunque es cierto que en los prolegómenos de la crisis se bajaron algunos impuestos (IS, IRPF) que explican parcialmente esta caída, la razón principal radica en el **deterioro de la demanda interna y del empleo** (que son elementos clave de la recaudación).
    - Además con el estallido de la burbuja inmobiliaria los ingresos provenientes del **ITPAJD** disminuyó hasta en 8 puntos porcentuales.
- Política fiscal expansiva discrecional: Plan E
  - España, para combatir los efectos de la crisis, puso en marcha, en coordinación con otros países del G-20 y de la UE, un programa de medidas de estímulo tanto por el lado de los ingresos como por el lado de los gastos, aglutinadas en lo que se conoció como Plan E. Comentamos a continuación las principales medidas vía ingresos y gastos.
  - Ingresos:
    - *Medidas de apoyo a las familias:* Valoradas en **14.000 millones de euros** para 2008-2009, como la deducción de **400 € en el IRPF**, la eliminación del **impuesto de patrimonio**.
    - *Medidas de apoyo a las empresas* (especialmente pymes): **Valoradas en 17.000 millones de euros:** la reducción del **tipo de sociedades en 5 puntos** para empresas de menos de **25 trabajadores** que mantuviesen o aumentasen su plantilla respecto a 2008.
    - *Medidas de fomento del empleo:* Reducción de cuotas de la Seguridad Social por **contratación de desempleados** con cargas familiares, contratación del primer asalariado por parte de un autónomo, o por contratación de trabajadores a tiempo parcial.
  - Gastos:
    - *Desempleo:* Aumento temporal de la protección por desempleo.
    - *Facilitación de acceso al crédito:* Medidas para facilitar el acceso al crédito valoradas en **29.000 millones de euros** (principalmente a través del aumento de las líneas ICO, que además financian por primera vez capital circulante de las empresas y no solo inversión).
    - *Sector automóvil:* **Plan 2000-E** para la **renovación de automóviles** (i.e. ayuda directa a los compradores de vehículos nuevos que cumplan ciertas condiciones medioambientales).



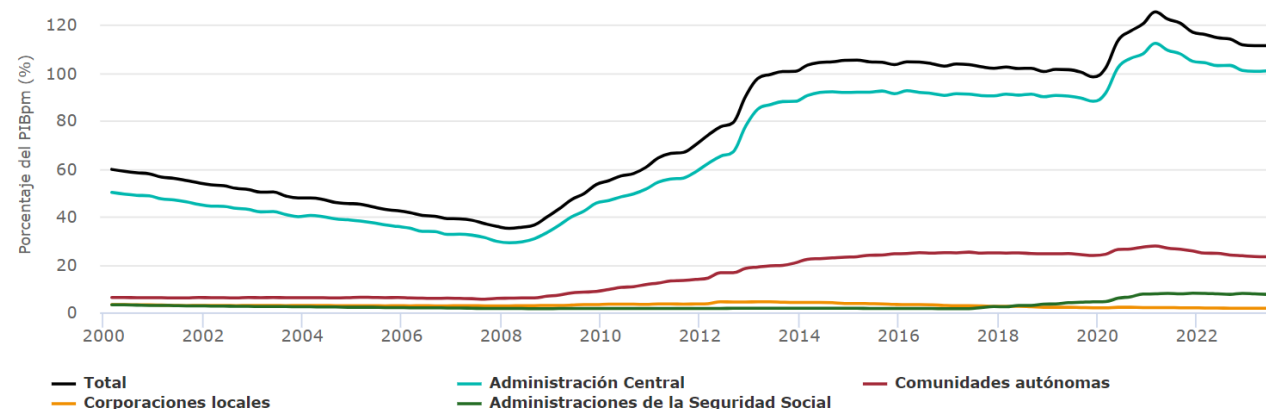
## Resultado

- Tras estas medidas y la crisis económica el déficit público de las AAPP se situó en el **10,9 % en 2009 y el nivel de deuda en el 53 %**.

IMAGEN 2.– Deuda según el PDE de las AAPP

### DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO DE LAS AAPP

Porcentaje del PIBpm



FUENTE: Banco de España. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Cuadro 11.5

Fuente: <https://www.bde.es/webde/es/estadisticas/temas/administraciones-publicas.html>

## 2.7. Evolución del saldo presupuestario en España tras la crisis (2009-2018): nuevo proceso de consolidación presupuestaria (PDE)

### 2.7.1. Introducción

- Desde 2009 hasta 2012 el déficit público se mantuvo entre un 9 % y un 11 % entrando España en el Procedimiento por Déficit Excesivo (PDE).
  - A partir del 2009, y con un fuerte impulso a partir de 2012, se inició un importante un proceso de consolidación fiscal que finalizó en 2018 con el abandono del PDE al registrar un déficit público del 2,5 % y con previsiones de plena eliminación del déficit (0,0 %) para el año 2022 según el Programa de Estabilidad enviado por el gobierno a Bruselas el 1 de mayo de 2019.
  - Durante este período se adoptaron algunas medidas presupuestarias de consolidación fiscal, como moderación de determinadas partidas de gasto (p.ej. gastos de personal), y subidas de algunos impuestos (p.ej. impuestos especiales sobre el tabaco y los hidrocarburos).

### 2.7.2. Justificación

- A diferencia del proceso de consolidación presupuestaria iniciado en 1995, éste tiene lugar en un contexto de recesión económica mundial. ¿Por qué?
  - Efectos no keynesianos: La idea detrás de un proceso de consolidación presupuestaria son los efectos no keynesianos de la política fiscal, esto es, aceptar que, en determinadas circunstancias, el multiplicador keynesiano de la política fiscal puede ser negativo.
    - Mejora de las expectativas de agentes racionales, que en sus decisiones de consumo e inversión no sólo responden a su renta actual, sino también a las rentas futuras previstas. Así, si la reducción del déficit es percibida como una forma de evitar correcciones mayores en el futuro o como una forma de prevenir futuras crisis financieras, esta medida podría tener un efecto positivo sobre la inversión y el consumo privado presentes.
    - La reducción del déficit disminuye el tipo de interés, estimulando la inversión.
  - Problemas de riesgo moral: Además tal y como muestra FRENKEL en un trabajo de 2016 la razón de la coordinación a nivel UEM hacia una consolidación fiscal reside en el problema de riesgo moral debido a la no credibilidad de la cláusula de no bail-out. Esto fue en parte lo que llevó a Grecia a llevar a cabo un gasto público excesivo que desencadenó la crisis de deuda en Europa.



### 2.7.3. Proceso de consolidación a nivel comunitario (relativamente rápido)

#### Introducción

- La crisis puso de manifiesto los importantes desequilibrios entre países de la UE así como la ineffectividad de los mecanismos comunitarios de coordinación económica:
  - Control laxo de las políticas fiscales: Reforma laxa del PEC de 1997 en 2005 debido a los constantes incumplimientos por parte de economías como Alemania, Francia o Portugal.
  - Ausencia de implementación de políticas estructurales: Llevó a importantes desequilibrios internos y externos con grandes disparidades en términos de competitividad.
  - Mecanismo de financiación permanente inexistente: El marco de gobernanza económica no contaba con un marco adecuado para la gestión de la crisis, esto es, un sistema que permitiese instrumentar de forma rápida y transparente la asistencia financiera a países en dificultades.

#### Reforma de la Gobernanza a nivel europeo

##### 1. Reforma: PEC 2011 “PEC reforzado”.

- La base del nuevo PEC reforzado se encuentra en una serie de reglamentos y directivas que refuerzan la supervisión y control presupuestario, supervisión macroeconómica, y la coordinación de las políticas económicas. Estas medidas se estructuran en:
  - Six-pack (2011).
  - Two-pack (2013).
  - Fiscal Compact (2012).
    - Es la parte sobre política presupuestaria del **Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza** firmado en 2012 (excepto Reino Unido y La República Checa).
    - Establece la regla de equilibrio presupuestario que debe introducirse en la Constitución de todos los países firmantes, lo que llevó en España a la famosa reforma del artículo 135 de la Constitución.
    - El objetivo a medio plazo específico de cada país es que:
      - Déficit estructural **máximo** del **-0.5 %** del PIB, lo cual se conoce como la *Regla de Oro*.
      - Déficit público total: **3 %**
- El **PEC reforzado** se compone así de **2 elementos**:
  1. Componente preventivo:
    - Sigue basado en la supervisión multilateral del ECOFIN y la CE de los programas de estabilidad y convergencia.
    - Se implementan las siguientes **novedades** en el gasto público:
      - El gasto público no puede crecer por encima del crecimiento potencial a medio plazo del PIB.
      - Las desviaciones de gasto por encima del crecimiento estarán sujetas a sanciones.
      - Las desviaciones positivas en la tasa de crecimiento sobre el gasto deben dedicarse obligatoriamente a reducir el endeudamiento.
  2. Componente correctivo:
    - Sigue integrado por la activación del PDE en caso de superarse o haber indicios de que se superen el déficit del 3 % y las excepciones.
    - Pero además se implementa el Criterio Deuda operativo:
      - La experiencia durante la crisis mostró que la no operatividad del criterio de la deuda ya que los procedimientos de déficit excesivo se habían abierto sólo por incumplimiento del objetivo de déficit.

- Por lo tanto el PEC hace operativo el criterio de deuda de forma que el PDE se iniciará si el ratio DP / PIB supera el 60 % SIN que ésta esté disminuyendo a un ritmo adecuado (reducción anual de 1/20).
- Más automatismos:
  - El PEC también ha introducido un mayor automatismo en las decisiones de forma que una vez abierto un PDE a un Estado miembro, si éste no adopta medidas que aseguren la corrección del déficit, las sanciones son automáticas salvo que se aponga una mayoría cualificada en el Consejo que es lo que pasó con España.
- Todo ello, acompañado de un procedimiento de coordinación de las políticas económicas (i.e. el Semestre Europeo).

## 2. Coordinación temporal de las políticas económicas temporales: El Semestre Europeo

- El **Semestre Europeo** es un procedimiento de **coordinación** temporal de las políticas **económicas, estructurales y presupuestarias** dentro de la UE que abarca el primer semestre del año.
- Abarca **3 tipos de políticas**:
  - Políticas estructurales: Dedicadas a promover el crecimiento y el empleo de conformidad con la Estrategia Europa 2020.
  - Políticas presupuestarias: Para garantizar la sostenibilidad de la hacienda pública de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
  - Políticas macroeconómicas: Prevención de desequilibrios macroeconómicos excesivos.
- A grandes rasgos el proceso podría resumirse en **3 grandes etapas**:
  - Marzo: El Consejo Europeo presenta las orientaciones de la UE en términos de política económica en base al Estudio Anual sobre Crecimiento y el Empleo realizado por la Comisión Europea.
  - Abril: Los Estados miembros presentan sus *programas de estabilidad y convergencia* (en línea con el PEC y el PDM) junto con los *programas nacionales de reforma* (en línea con los objetivos de la E2020), así como un *informe sobre la posición cíclica*.
  - Junio: Basándose en estos programas cada país recibe recomendaciones de la Comisión Europea para la realización de sus presupuestos nacionales.

## 3. Mecanismo de financiación permanente: Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)

- Sustituyendo al FEEF y al MEEF se crea en 2012 el **Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)** por los Estados miembros de la zona euro.
- Principales **características**:
  - Mecanismo de financiación permanente:
    - Representa un mecanismo permanente de rescate para los países de la zona euro.
  - Supeditado a una condicionalidad estricta:
    - *Condicionalidad ex-ante*: Firma del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, para evitar problemas de selección adversa.
    - *Condicionalidad ex-post*: Para evitar problemas de riesgo moral.
  - Fondos:
    - *Capital*:
      - Desembolsado: 80.000 millones de euros.
      - Suscrito: 700.000 millones de euros.
      - El capital garantiza las emisiones del MEDE.
      - Sus accionistas son los 20 Estados Miembros de la zona euro.
    - *Financiación ajena*:
      - El MEDE moviliza fondos mediante la emisión de instrumentos del mercado monetario y de deuda a medio y largo plazo, con vencimientos de hasta 30 años.

- También puede celebrar acuerdos con sus miembros, con entidades financieras o con otras partes.
- Capacidad máxima de préstamos:
  - 500.000 millones de euros.

#### 4. Otros

- Otras medidas incluyeron:
  - Procedimiento por desequilibrio macroeconómico.
  - Coordinación temática de las políticas económicas (E2020 y el pacto Europlus).
  - Reforma del sector financiero y bancario: SESF y UB (MUR, MUS, SGD, Código normativo único).

### Conclusión

- Todas estas medidas resultaron en importantes **reformas fiscales** en España que pasamos a comentar a continuación.

#### 2.7.4. Medidas a nivel nacional

### Reforma del artículo 135 de la Constitución

- Con motivo del Fiscal Compact (realmente, fue después, pero todo parte del mismo proceso), se incorporó la **regla de oro** (constitución fiscal) en la Constitución Española. Tras la reforma, el artículo hace hincapié en cuatro aspectos:
  - Límite de déficit.
    - El Estado y las Comunidades Autónomas no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los límites establecidos por la UE, siendo una Ley Orgánica (que luego veremos) la que fije el déficit estructural máximo permitido.
    - Las Corporaciones Locales deberán presentar equilibrio presupuestario.
  - Límite de deuda.
    - Las Administraciones Públicas no podrán incurrir en una deuda que supere los límites establecidos por la UE.
  - Autorización para emitir de deuda y contraer crédito.
    - El Estado y las CCAA deberán estar autorizados por ley para emitir deuda pública o contraer crédito.
  - Prioridad absoluta del servicio de la deuda.
    - El pago de capital y de intereses gozará de prioridad absoluta.

### Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPSF) (2012)

- Esta Ley establece limitaciones en **3 ámbitos**:
  - Déficit público (art. 11):
    - Ninguna Administración pública podrá incurrir en déficit estructural.
    - Excepciones al mandato de déficit estructural nulo:
      - *Reformas estructurales*: Si se llevan a cabo reformas estructurales con efectos presupuestarios a largo plazo, podrá alcanzarse en el conjunto de las Administraciones Públicas un **déficit estructural del 0,4 %** del PIB nominal.
      - *Recesión económica*: En estos casos, se podrá incurrir en déficit estructural si se aprueba por mayoría absoluta del Congreso de los Diputados.
  - Regla de gasto (art. 12):
    - La tasa de crecimiento del gasto público del conjunto de las Administraciones Públicas no podrá superar la tasa de crecimiento del PIB de medio plazo.
    - Corresponde al Ministerio de Economía calcular la tasa de referencia de crecimiento del Producto Interior Bruto de medio plazo de la economía española.

- Deuda pública (art. 13):
  - La deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas no podrá superar el 60 % del PIB nominal.
  - Este límite se distribuye de acuerdo a los siguientes porcentajes:
    - Administración central: 44 puntos porcentuales.
    - Comunidades Autónomas: 13 puntos porcentuales.
    - Corporaciones Locales: 3 puntos porcentuales.
- Mecanismos correctivos para las CCAA.
  - La Ley imita para las CCAA los mecanismos correctivos comunitarios:
    - En caso de incumplimiento de los objetivos de déficit, deuda pública y regla de gasto, la CCAA deberá elaborar un plan de ajuste, y en caso de incumplimiento reiterado, se le podrá exigir un depósito de hasta el 0,2 % del PIB autonómico, que podría acabar convirtiéndose en multa.
  - El Gobierno ha utilizado este esquema coercitivo para condicionar la financiación del Fondo de Liquidez Autonómica a la contención del gasto por parte de las Comunidades Autónomas.

### Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2014)

- Tiene su origen en una **directiva de la UE de 2011** que señalaba que: “*el seguimiento de los objetivos presupuestarios debe basarse en análisis fiables e independientes realizados por órganos independientes respecto de las autoridades presupuestarias de los Estados miembros*”:
  - Vela por el cumplimiento efectivo de estabilidad presupuestaria también en consonancia con lo previsto en el artículo 135.
  - Medios:
    - Informes (previsiones macroeconómicas, metodología de cálculo de ingresos y gastos, planes económico-financieros, etc.).
    - Opiniones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, seguimiento de la ejecución presupuestaria, etc.

### Reflejo en medidas de consolidación

- Las anteriores reformas se han visto reflejadas en diversas medidas de consolidación fiscal por el lado de gastos y por el lado de los ingresos desde 2010 hasta la actualidad. Entre las principales medidas destacan:
  - Reducción de gastos:
    - Recortes en educación, sanidad y prestaciones por desempleo.
    - Recorte salarial de los funcionarios públicos.
    - Suspensión de la revaloración de las pensiones.
    - Aumento de la edad de la jubilación (65-67 años).
    - Reestructuración y racionalización del sector público empresarial.
      - Ejemplo: Privatización del 49 % de AENA (completada a principios del 2015).
  - Aumento de ingresos:
    - Aumentos sucesivos del IVA hasta alcanzar el 21 % de tipo general actual.
    - Introducción de un “recargo de solidaridad” en el IRPF que elevaba el tipo a las rentas más altas (superiores a 120.000 €).
    - Amnistía fiscal (2012).
- A partir de finales de 2013 se empieza a ver un cambio de tendencia, y la recuperación económica permite la mejora en las cuentas públicas. El gobierno se comprometió a devolver a los ciudadanos los esfuerzos de 2012 en cuanto mejorara la coyuntura, lo que llevó a una

reducción de los tipos impositivos el IRPF en 2015. Esto aplazó la salida del procedimiento de déficits excesivos hasta 2018 (de modo que este proceso duró 10 años, desde 2009 hasta 2018).

- Vemos, por tanto, que la fuerte disminución del déficit se produce por un proceso de consolidación fiscal como por la mejora del déficit público.

### Comparaciones internacionales

- En los países de la OCDE se aprecian también procesos de reducción de los déficits públicos, de modo que desde 2014 ha ido aumentando el número de países que registraron superávits o equilibrio presupuestario tras el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2011.
  - En cualquier caso, cabe mencionar que en algunos países como Rusia se registraron importantes déficits en 2014 como consecuencia de la caída del precio del petróleo.

### 2.8. Programa de Estabilidad 2019-2022

Esto, si se va a cantar, actualizar. Sólo he actualizado la tabla de capacidad/necesidad y deuda.

(\*\*NO HE ACTUALIZADO ESTE PROGRAMA AL DE 2022-2025, PERO SI HE INCLUIDO PGE 2023)

[https://portal.mineco.gob.es/es-es/ministerio/estrategias/Paginas/01\\_Programa\\_de\\_estabilidad\\_Actualizacion\\_2020.aspx](https://portal.mineco.gob.es/es-es/ministerio/estrategias/Paginas/01_Programa_de_estabilidad_Actualizacion_2020.aspx)

[https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/comun/enlaces/destacados/2204029\\_Programa\\_Estabilidad\\_2022-2025\\_vf\\_FINAL.pdf](https://portal.mineco.gob.es/RecursosArticulo/mineco/comun/enlaces/destacados/2204029_Programa_Estabilidad_2022-2025_vf_FINAL.pdf)

### Introducción

- Como se ha mencionado anteriormente, el 1 de mayo de 2019, el gobierno emitió el nuevo Programa de Estabilidad a Bruselas con las principales proyecciones en materia de estabilidad presupuestaria. Comentamos a continuación los principales aspectos en materia del saldo presupuestario y política fiscal.

### Mantenimiento del proceso de consolidación fiscal

- El esfuerzo de consolidación fiscal se mantendrá hasta 2025 mediante un conjunto de medidas fiscales, previéndose una progresiva reducción del déficit y de la deuda:

	2021	2022	2023	2024	2025
Cap./Nec. de financiación	-6,8 %	-5,0 %	-3,9 %	-3,3 %	-2,9 %
Deuda Pública	118,4 %	115,2 %	112,4 %	110,9 %	109,7 %

- Además:

- El Gobierno prevé destinar los ingresos o ahorros excepcionales (por ejemplo derivados de la reducción de tipos de interés) a la reducción adicional del déficit o de la deuda pública.
- Además se prevé que desde 2019 se registren superávits primarios, lo que permitirá acelerar el ritmo de reducción de la ratio de deuda pública sobre PIB.

### Gastos e Ingresos

- En términos de ingresos y gastos el gobierno prevé para el marco 2019-2022:

- Ingresos:

- Aumento desde el 39 % hasta un 40,7 % en 2022.
- Aumento de la presión fiscal desde un 35 % hasta un 37 %.
- Esta mayor recaudación provendrá principalmente de:
  - Aumento del Impuesto sobre Sociedades para las grandes empresas (reducciones para pymes).
  - Aumento selectivo del IRPF para las rentas más altas.
  - Aumento en el Impuesto sobre el Patrimonio.
  - Introducción de nuevos impuestos: Ecotasa (fiscalidad verde), tasa Google, tasa Tobin.

- Lucha contra el fraude.
- Gastos:
  - Reducción de gastos desde el 41,3 % hasta un 40,7 %.
  - Esta disminución del gasto provendrá principalmente de:
    - Reducción del gasto de intereses.
    - Reducción de las transferencias de capital.
  - Las partidas de formación bruta de capital fijo junto con las prestaciones sociales permanecerán constantes y aumentarán respectivamente.

### Otros aspectos relevantes que influirán al saldo público

#### 1. Inversiones Financieramente Sostenibles

- Ahora bien, el importante proceso de consolidación fiscal llevado a cabo a lo largo de los últimos años ha llevado a que la inversión pública se haya reducido considerablemente.
- Por tanto, para recuperar los niveles de inversión pública se han impulsado las Inversiones Financieramente Sostenibles las cuales tienen un impacto positivo sobre el output potencial y al mismo tiempo no comprometen la reducción de la deuda y sostenibilidad de las finanzas públicas. Estas se han llevado a cabo entre otros en los siguientes ámbitos:
  - Inversión en equipos de alta tecnología sanitaria.
  - Inversiones ferroviarias.
  - Equipamientos para formación profesional
- Es por ello que en 2018 y prorrogado para 2019 se ha aplicado la regla del destino del superávit para IFS y su ampliación al gasto de inversión en vivienda.

#### 2. Sistema de financiación territorial

- Para el desempeño adecuado de la política fiscal es necesario abordar la reforma del sistema de financiación autonómica y local. Para ello se está avanzando en dos direcciones:
  - Reforma del sistema de financiación autonómico y local
  - Salida gradual a los mercados de las CCAA
    - Un aspecto fundamental que influirá de forma considerable el marco de la política fiscal será la salida gradual a los mercados de las CCAA en situación financiera saneada con el objetivo de refinanciar las operaciones de crédito a corto plazo de carácter estructural mediante endeudamiento a largo plazo.

#### 3. Reforma del sistema de la Seguridad Social

- Se han llevado a cabo medidas para aumentar los ingresos de la Seguridad Social:
  - RDL de diciembre de 2018 para el aumento de los ingresos de la Seguridad Social:
    - *Régimen General:*
      - Aumento en un 7 % del tope máximo de la base de cotización.
      - Obligación de incluir a quienes participen en programas de formación, prácticas no laborales o prácticas académicas externas
      - En los contratos de duración igual o inferior a 5 días, el recargo sobre la cuota empresarial pasa del 36 % al 40 %.
    - *Régimen Especial de Trabajadores Autónomos (RETA):*
      - Aumento de la base mínima en un 1,25 %
  - Efectos del SMI:
    - El aumento del SMI se espera que aumente las bases de cotización a la Seguridad Social. Concretamente el aumento a 900 euros del SMI elevará la base mínima de cotización de la Seguridad Social hasta los 1.050 euros en el Régimen General.



#### 4. Mejora de la eficiencia del gasto público

- Por mandato del Gobierno, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) está llevando a cabo una evaluación detallada de los programas de gasto público, *spending reviews* (CSR 1.8) para asegurar eficacia y eficiencia del gasto y con el objetivo de plantear reformas o reajustes en consecuencia.
  - Se revisaron partidas como: gasto farmacéutico, políticas activas de empleo, becas de educación universitaria y ayudas para promoción del talento y la competitividad, y servicio postal universal.
  - El 14 de diciembre de 2018 el Consejo de Ministros encargó a la AIReF la segunda fase de la revisión del gasto, que se desarrollará durante 2019 y tratará sobre beneficios fiscales, gasto hospitalario, incentivos a la contratación e infraestructuras de transporte.

### 2.9. Presupuestos Generales del Estado para 2023

(Ley 31/2022, de 23 de diciembre)

- El año **2021** estuvo marcado por la recuperación económica tras la **pandemia** de la COVID-19.
- En **2022** este proceso de recuperación y crecimiento económico se ha visto afectado por la **invasión de Ucrania** por parte de Rusia, que ha alterado considerablemente el contexto geopolítico y económico.
  - El conflicto bélico ha impactado de lleno en las perspectivas económicas de la Unión Europea en términos de **menor** crecimiento económico y **mayor** inflación e incertidumbre.
  - En España, los primeros efectos sobre la economía se han manifestado a través del **alza** sin precedentes de los **precios** de la energía, de las materias primas y de los alimentos.
- Ante esta situación:
  - En marzo, de 2022 el Gobierno aprobó el Real Decreto-Ley 6/2022, por el que se adoptan **medidas urgentes** en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania.
  - En mayo, la Comisión comunicó la **extensión** de la **cláusula de salvaguarda** del Pacto de Estabilidad y Crecimiento **para el año 2023**, justificándolo en el aumento de la incertidumbre, en los fuertes riesgos a la baja para las perspectivas económicas, en las subidas sin precedentes de los precios de la energía y en las continuas perturbaciones de las cadenas de suministro.
- **Para 2023**, el Gobierno:
  - Ha fijado el **límite de gasto no financiero** en **198.221** millones de euros.
  - Respecto a la fijación de los objetivos de estabilidad presupuestaria y deuda pública, determinó el mantenimiento de la **suspensión de las reglas fiscales** por apreciarse la persistencia de circunstancias excepcionales que **autorizan la superación de los límites de déficit estructural y deuda pública** (conforme a lo previsto en los artículos 135.4 de la Constitución Española y 11.3 de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera).
- De esta forma, la ley de Presupuestos para el año 2023:
  - Recoge el testigo de la norma a la que sucede.
  - Se redacta con el propósito de consolidar una recuperación económica y social justa que permita la creación de un escenario económico **resiliente** y un **crecimiento sostenible** basado en la modernización estructural del tejido productivo en un contexto de cohesión social y territorial.
  - Asimismo, incorpora a los Presupuestos los fondos procedentes de la puesta en marcha del **Mecanismo de Recuperación y Resiliencia**, dentro del instrumento excepcional de recuperación **Next Generation EU**, para la realización de reformas e inversiones sostenibles y favorables al crecimiento.

## – Objetivo:

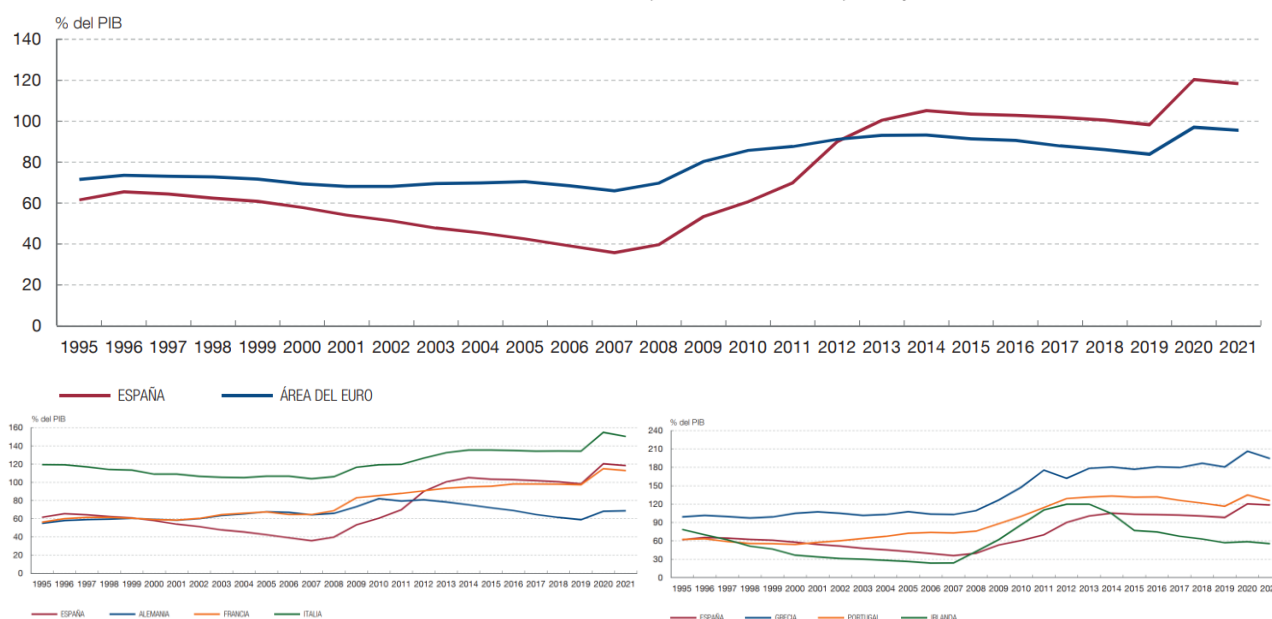
- Se espera que la **desviación** temporal de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo de **equilibrio presupuestario** se dirija progresivamente hacia la consecución de situaciones presupuestarias similares a las anteriores a la pandemia.
- Se **garantiza** de esta forma el compromiso de **responsabilidad fiscal**, que habrá de plasmarse en una reducción del déficit que permita cumplir con la exigencia de consolidación y alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria a medio plazo.

### 3. COMPARACIONES INTERNACIONALES

#### 3.1. Unión Europea

[https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov\\_10dd\\_edpt1/default/table?lang=es](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1/default/table?lang=es)

IMAGEN 3.– Evolución de la ratio Deuda pública/PIB en España y en la zona euro



Fuente: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/22/T4/Fich/be2204-ne09.pdf>

##### 3.1.1. Comparación antes de la crisis

#### Saldo presupuestario

- La evolución del saldo presupuestario español **antes de la crisis fue, en general, similar a la de otros países de su entorno**: tendencia a aumento del déficit, aunque con ciclos, hasta 1995, y consolidación fiscal desde entonces.
  - No obstante, **desde el año 2000 y hasta el estallido de la crisis, la evolución del saldo presupuestario español fue más favorable** que la de los principales países de la zona euro, que experimentaron un bache entre 2000 y 2004.
  - Esto hizo que España encarase el comienzo de la crisis económica en una situación más cómoda que otros países, al menos nominalmente.

#### Deuda pública

- La mejor evolución del saldo presupuestario español tendrá un reflejo en la evolución de deuda pública: España partía en 1995 de unos niveles de deuda similares (aunque inferiores) a los de la media europea (63,4 %), pero durante el proceso de consolidación presupuestaria consiguió reducirla más drásticamente, hasta situarse en el 38 % en 2007 (casi la mitad del nivel de 1995).

##### 3.1.2. Comparación después de la crisis

#### Saldo presupuestario

- En 2008, primer año de crisis, el déficit español fue similar al de otros países de su entorno (4,4 %). Sin embargo, en 2009 y 2010 el **déficit español aumentó fuertemente**, siendo España

uno de los países de la Eurozona donde el **déficit creció muy por encima de la media** (junto a Reino Unido y Grecia).

- Aunque 2016 fue el primer año que España cumplió con el objetivo de déficit comunitario, su 4,33 % fue el mayor déficit de toda la UE.
  - Esta **característica se mantiene para el 2017** a pesar de la reducción al 3,1 % pero **cambió en 2018** donde España ocupó junto con Francia el tercer lugar de países con déficits más elevados con un 2,5 % tras Rumanía (3 %) y Chipre (4,8 %).

## Deuda pública

IMAGEN 4.– Evolución de la ratio Deuda pública/PIB en España y en la zona euro



Fuente: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/NotasEconomicas/22/T4/Fich/be2204-ne09.pdf> / [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov\\_10dd\\_edpt1/default/table?lang=es](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1/default/table?lang=es)

- **Grecia** se ha colocado en la 1ª posición.
- **Portugal** y **España** también ocupan los primeros puestos gracias a que han afrontado esta crisis de mejor manera que la ocurrida en 2010.
- En concreto, nuestro país se encuentra entre los miembros que ha notificado un mejor dato de inflación ya que Argelia es el principal suministrador de gas y no Rusia (como le ha ocurrido a Letonia)
- **Alemania** ha sido otro de los países que se ha visto **afectado** por las **sanciones** de la **Unión Europea a Rusia**: se ha visto obligado a asignar fondos por valor de alrededor del 7 % de su PIB para ayudar con los altísimos costes de la energía, lo que ha provocado un aumento de su deuda pública (Dentro del *ranking* se encuentra en la posición 30 de los 34 miembros a pesar de su estabilidad política, mientras que Estonia y Letonia ocupan el último lugar del mismo).

- En Italia, por ejemplo, los precios promedio al consumidor han aumentado un 11 % este año, pero "solo" dos tercios de su canasta básica tienen una inflación superior a la media. En esta línea, se encuentran Japón y Reino Unido.
- Sin embargo, en Suiza los precios al consumidor han aumentado solo un 3 %. El banco central del país, ayudado por una moneda fuerte, respondió rápidamente al aumento de los precios a principios de este año.
- La OCDE rebaja el crecimiento de España al 1,5 % en 2023, con Alemania sumida en una caída económica del -0,7 %

### 3.1.3. Cumplimiento del PEC a nivel Europeo

Para actualizarlo leer esto:

[https://www.ifo.de/DocDL/07-11\\_FO\\_Beetsma\\_Larch\\_0.pdf](https://www.ifo.de/DocDL/07-11_FO_Beetsma_Larch_0.pdf)

[https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2-19-onlineversion-august\\_0.pdf](https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2-19-onlineversion-august_0.pdf)

- Según el instituto alemán IFO, entre 1999 y 2015, los países que han incumplido con el PEC han sido (veces en 16 años (actualizado a 2015)):
  - **Francia: 11**, Grecia: 10, Polonia: 10, Portugal: 10, **Reino Unido: 9**, **Italia: 8**, Hungría: 7, **Alemania: 5**, Irlanda: 4, Bélgica: 4, **España: 4**.
  - No obstante, a estos datos habría que añadirle los incumplimientos de 2016 y 2017.
- Ahora bien, **la superación del límite del 3 % de déficit no implica automáticamente el incumplimiento del Pacto**, que prevé ciertas excepciones (p.ej. cuando hay recesión).
  - Así, los incumplimientos de **2009, 2011, 2012 y 2013** no han sido considerados como incumplimiento del PDE dado que fueron los años en que la tasa de crecimiento del PIB fue negativa.

## 3.2. Comparación a nivel mundial

### 3.2.1. Hasta los años 80

- Años 60: La mayoría de los países de la OCDE mostraron **déficits prácticamente nulos** durante los años 60.
- Años 70: No obstante, las **crisis del petróleo de los 70** llevaron a un **aumento de los mismos**, aunque el nivel de **déficit medio a lo largo de esta década siguió siendo bajo** (entre el 1 % y el 2 %), si bien por encima del prácticamente equilibrio presupuestario medio español.
- Años 80: Ya en la década de los **80 el déficit medio de la OCDE alcanzó el 3 %**, mientras que en España se situó algo por encima, en el 4,4 %.

### 3.2.2. Década de los 90

- Principios de los años 90: A principios de los 90 la **crisis mundial** provocó un aumento generalizado del déficit, aunque este aumento fue de nuevo especialmente acusado en España. De hecho, en 1993, mientras que el déficit medio de la **OCDE fue del 4,9 %** en España se llegó al 7,3 %.
- Proceso de consolidación fiscal:
  - A partir de entonces se inicia en los países de la OCDE un intenso **proceso de consolidación fiscal**, que permitió a países como EEUU mantener superávits en 1999 y 2000.
  - **Japón**, por su parte, atravesó su particular década pérdida, y los superávits de principios de los 90 se **transformaron en déficits** que se han mantenido hasta la actualidad (Deuda Pública en torno al 250 % del PIB).

3.2.3.Desde los años 2000 hasta la actualidad1. Países de la OCDE

- Tras el estallido de la crisis
  - o Prácticamente todos los países de la OCDE incurrieron en déficit o vieron agravado el que ya presentaban, y el déficit medio pasó del 1,3 % en 2007 al **8,3 % en 2009**. De hecho, el déficit más alto de los países de la OCDE desde los 70 corresponde al déficit de **Irlanda del año 2010, que fue del 32 % por el rescate de su sistema bancario**.
- No obstante, pese a la tendencia generalizada entre los países de la OCDE a presentar déficit durante la crisis existen excepciones, como la de Suiza, que ha mantenido un superávit permanente (salvo un -0,2 % de déficit en 2014) o Noruega, que desde los años 70 nunca ha incurrido en déficit, llegando a alcanzar un superávit del 18,7 % del PIB en 2008.
- En 2018, Francia fue el país de la OCDE con mayor déficit (hasta 2017 lo fue España) y el país con mayor superávit Noruega.
- *\*\*\*En el año 2022 la mayoría de los países de la OCDE han notificado cifras récord de inflación y deuda pública, derivado de las consecuencias económicas que ha ocasionado la guerra de Ucrania.*
- Los países con mayores niveles de deuda en 2021 son:
 

Japón (257 % del PIB) un histórico en los rankings de endeudamiento mundial.

Sudán (210 % del PIB)

Grecia (181,3 % del PIB)

Eritrea (175 % del PIB)

Cabo Verde (133,8 % del PIB)

Italia (132,6 % del PIB)

2. Países emergentes

\*\*\*

- Respecto a los países emergentes, cabe señalar que algunos como Brasil o Rusia, **muy dependientes de la exportación de petróleo**, registraron en 2014 importantes déficit públicos como consecuencia de la **caída del precio del barril**.
- La mayoría de los bancos centrales de los mercados emergentes, con la salvedad de los mercados emergentes de Asia, donde las presiones inflacionarias se han rebajado hasta principios de 2022, **ya estaban subiendo los tipos antes del despegue de la Fed**, por lo que las condiciones financieras internas se habían endurecido.
- Recientemente, ha prevalecido la aversión al riesgo, las condiciones de financiación externa se han fortalecido y las monedas de los mercados emergentes han caído fuertemente frente al dólar. Y no hay manera de escaparse de la mano de la Fed, los bancos centrales de los países emergentes deben seguir la senda marcada en los próximos meses para evitar las peores consecuencias. La primera de todas: **los capitales están huyendo de emergentes**.
  - o Las salidas corren el riesgo de exacerbar las crecientes crisis financieras en las economías en desarrollo. **Sri Lanka** ha dejado de pagar su deuda soberana en los últimos tres meses, y tanto **Bangladesh** como **Pakistán** han recurrido al Fondo Monetario Internacional en busca de ayuda.



- En el punto de mira están **Chile, Polonia, India, Filipinas y Tailandia**, cuyos déficits de cuenta corriente probablemente se verán presionados por los persistentemente altos precios de la energía en los próximos trimestres que compensan con creces el superávit del comercio de alimentos en algunos de estos países.
- Muchos bancos centrales emergentes ahora se enfrentan a la opción de endurecer aún más para poner un límite a las presiones sobre los precios (pero arrastrando el crecimiento) o dejar que sus monedas caigan aún más (pero importando más inflación). Especialmente, hay que destacar a **Turquía** que si bien no entra en la lista anterior podría entrar en breve.

## CONCLUSIÓN

### ▪ **Recapitulación (Ideas clave):**

- A lo largo de esta exposición hemos visto cómo ha evolucionado el saldo presupuestario español y los factores que **han influido sobre esta evolución**.
- Hemos visto cómo, aunque a raíz de la crisis financiera se tomaron varias medidas de **consolidación fiscal**.
  - Efectivamente se redujo el déficit.
  - Pero no se alcanzaron los **límites impuestos** por la UE.
    - De hecho, podemos considerar que en España existe un problema estructural para cuadrar las cuentas que ha provocado que se llegue a la crisis de la pandemia con un déficit del 2,8 % del PIB.
- En la actualidad, con la crisis del coronavirus, esto ha supuesto una gran desventaja:
  - Al reducir el margen de la política fiscal para combatir la pandemia, y
  - Abriendo mayores brechas con otros Estados miembros que partían de unas métricas más positivas.
- Por esto, a futuro es importante:
  - Corregir algunos riesgos latentes del sistema (como el creciente envejecimiento de la población española que afecta a la sanidad y a la sostenibilidad del sistema de pensiones).
  - Y llevar a cabo **profundas reformas estructurales** que hagan sostenibles las finanzas públicas con el fin de disponer de “espacio fiscal” ante la siguiente recesión.
- En este sentido, el **PRTR** tiene un papel clave de cara al crecimiento a medio y largo plazo de la economía española, y de fomentar así un **desapalancamiento pasivo**. No obstante, es importante garantizar una adecuada gestión de los fondos europeos.
- Así, podemos realizar el siguiente análisis DAFO:
  - **Debilidades:**
    - En España existe un problema estructural para cuadrar las cuentas. Hemos visto cómo, desde la crisis financiera global, el saldo presupuestario español se ha deteriorado y los desequilibrios no se corrigieron de manera suficiente, dando pie a una elevada deuda pública y un importante efecto bola de nieve.
  - **Amenazas:**
    - A corto plazo, es necesario llevar a cabo una consolidación fiscal tras la crisis ocasionada por la pandemia, que ha llevado a un fuerte aumento de la deuda pública.
    - A largo plazo, el envejecimiento de la población española supone una amenaza para la sostenibilidad de las finanzas públicas al preverse un aumento del gasto en pensiones y en sanidad.
  - **Fortalezas:**



---

- *Oportunidades:*

- El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, así como la aplicación de las reglas fiscales por parte de la Unión Europea suponen una oportunidad para mejorar la situación en este sentido.

- *Relevancia:*

—

- *Extensiones y relación con otras partes del temario:*

—

- *Opinión:*

—

- *Idea final (Salida o cierre):*

—

## Bibliografía

Tema María Palacios Carrere

Tema Juan Luis Cordero

“Economía pública”, Albi.

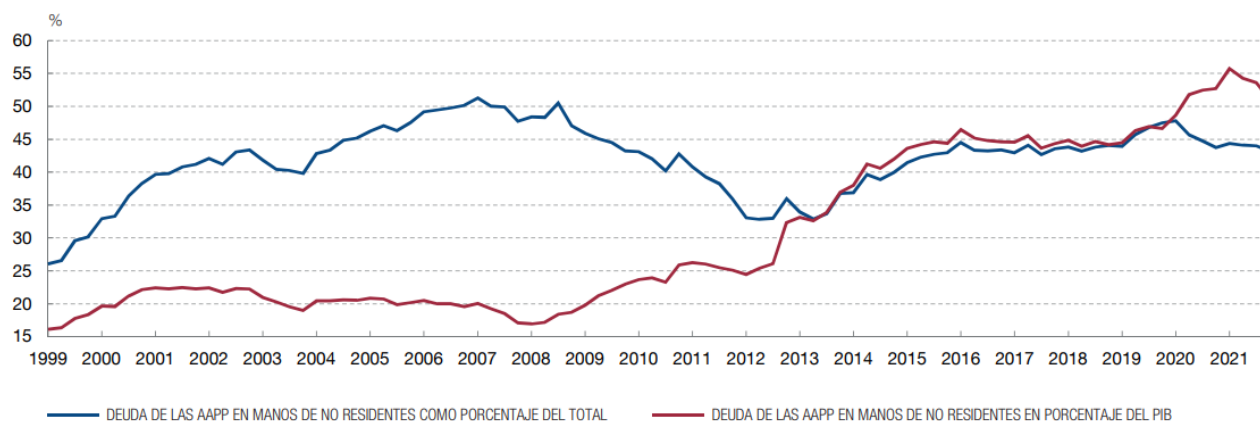
“El gasto público en España en un contexto descentralizado” (PDF disponible en Google, 2007).

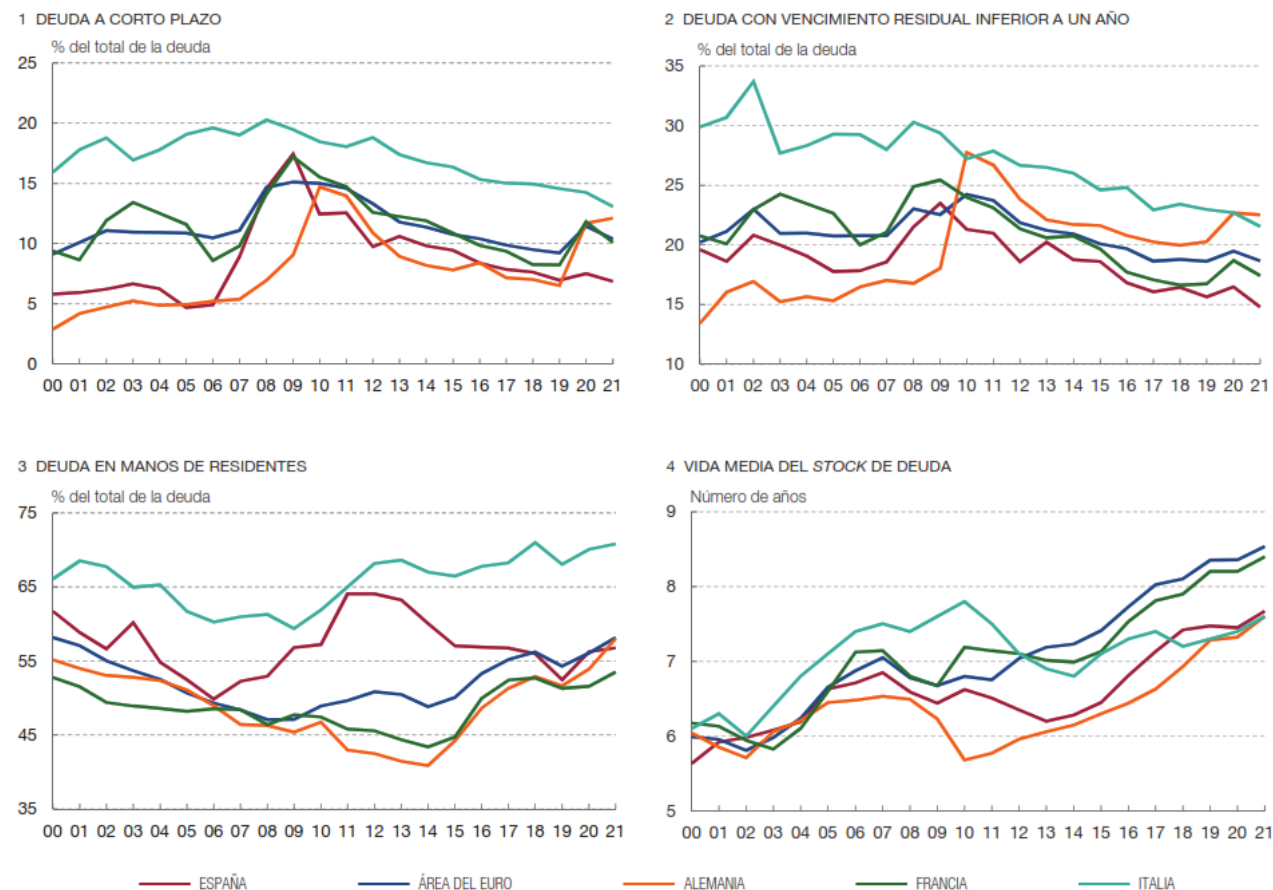
## Preguntas de otros exámenes

—

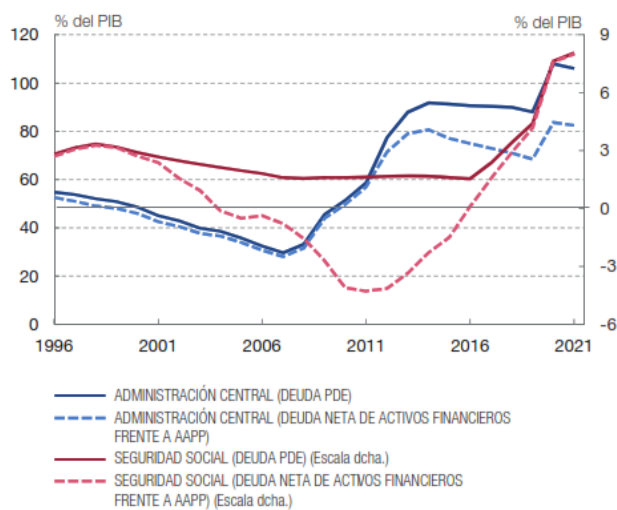
## Anexos

### A.1. Anexo 1:

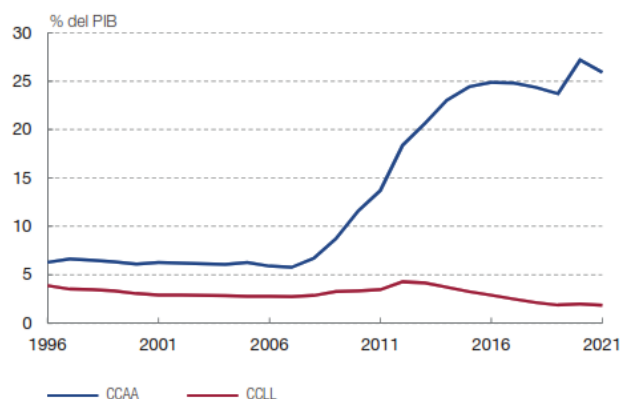




1 ADMINISTRACIÓN CENTRAL Y SEGURIDAD SOCIAL



2 CCAA Y CCLL (b)



#### 4.B.28 : LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO EN ESPAÑA. EVOLUCIÓN Y PROBLEMAS. LA POLÍTICA DEL TESORO EN LA ACTUALIDAD.

<https://privado.cemad.es/revistas/online/Revistas/Sumario-167-168.pdf/173>

<https://www.uv.es/~estevv/sustalp.pdf>

##### Abstract

In this paper, we provide a test of the sustainability of the Spanish government deficit over the period 1850-2000, and examine the role played by monetary and fiscal dominance in order to get fiscal solvency. The longer than usual span of the data would allow us to obtain some more robust results on the fulfilling of the intertemporal budget constraint than in most of previous analyses. First, we analyze the relationship between primary surplus and debt, following the recent critique of Bohn (2007), and investigate the possibility of structural changes occurring along the period by means of the new approach of Kejriwal and Perron (2008). The analysis is complemented in two directions: (i) performing Granger-causality tests in order to distinguish properly between a fiscal dominant and a monetary dominant regime; and (ii) presenting the impulse-response functions of debt to innovations in the primary surplus, through the approach of Canzoneri, Cumby and Diba (2001).

Summarizing our findings, the Spanish government deficit would have been sustainable along the period 1850-2000, since the condition of fiscal solvency was fulfilled. In addition, the relationship between primary deficit and debt was found to be stable over the long run, and the whole period can be characterized as one of fiscal dominance. In other words, fiscal authorities would have set budget deficits exogenously, and the endogenous adjustment of the price level was required in order to achieve fiscal solvency, so that monetary policy was subordinated to the needs of financing the budget deficit. Nevertheless, as shown in Bajo-Rubio, Díaz-Roldán and Esteve (2010), if the deficit was above a certain threshold (estimated at around 4.5% of GDP), budget deficits would have been cut in order to assure their long-run sustainability.

Overall, the picture that emerges would be typical of a less developed country, with a rather undisciplined public sector, unable to collect revenues enough to finance even small amounts of expenditure, and compelled to engage in inflationary financing of the deficit (Comín, 1995). This was the case of Spain over most of this period, since the development of a public sector comparable to that of the rest of Western Europe can be dated only following the restoration of democracy after 1977, and especially after joining the EU in 1986. On the other hand, the more orthodox practices on deficit financing set around the mid-1980s, ending in the explicit ban on financing by the central bank after 1993, seem to be located at the very end of the sample. Accordingly, this would leave an insufficient number of observations available to detect any structural change, or to modify the results on fiscal dominance.

##### References

- Bajo-Rubio, O., Díaz-Roldán, C. and Esteve, V. (2008): "US deficit sustainability revisited: A multiple structural change approach", *Applied Economics* 40, 1609-1613.
- Bajo-Rubio, O., Díaz-Roldán, C. and Esteve, V. (2009): "Deficit sustainability and inflation in EMU: An analysis from the fiscal theory of the price level", *European Journal of Political Economy* 25, 525-539.
- Bajo-Rubio, O., Díaz-Roldán, C. and Esteve, V. (2010): "On the sustainability of government deficits: Some long-term evidence for Spain, 1850-2000", Working Paper on International Economics and Finance 10-03, Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales (forthcoming in *Journal of Applied Economics*).

## INTRODUCCIÓN

### ▪ *Enganche:*

- ALFRED MARSHALL, en sus *Principios de Economía* (1890) define la economía como *la ciencia de la vida diaria en lo que respecta a las acciones humanas tomadas para alcanzar un nivel máximo de bienestar*.
  - Esta definición nos muestra cómo uno de los principios subyacentes a la reflexión económica, pero particularmente enfatizado en la teoría neoclásica, es el del individualismo metodológico<sup>1</sup>. Se contempla el objeto de la teoría como una *realidad social compuesta de individuos que se interrelacionan en economías descentralizadas*.
- En su objetivo fundamental de comprender y predecir el funcionamiento de los mercados, la **microeconomía** examina el comportamiento de dos agentes fundamentales: *consumidores y productores*<sup>2</sup>.
- Desde un *punto de vista positivo*, el resultado de la interrelación de los agentes constituye el equilibrio de mercado. Otro análisis adicional sería estudiar no solo cuál es este equilibrio de mercado sino, desde un *enfoque normativo*, **valorar la deseabilidad** del mismo.
- La **economía del bienestar** está ligada a este enfoque normativo.
  - Concretamente, las **funciones** de la economía del bienestar son<sup>3</sup>:
    - a. *Proporcionar instrumentos para valorar la deseabilidad social* de los estados alternativos, caracterizados por una asignación de recursos y una distribución de la renta. En principio, valorar esos estados alternativos requiere hacer juicios de valor explícitos sobre los mismos.
    - b. *Proporcionar normas de política económica* que permitan maximizar el bienestar social (alcanzar el estado o estados realizables socialmente más preferidos).

### ▪ *Relevancia:*

- La comparación de diferentes alternativas es algo vital, ya que nos permite:
  - Por un lado, valorar si el resultado al que conduce un sistema económico es apropiado o mejorable.
  - Por otro lado, valorar si una política económica que cambie la situación inicial es deseable.
- Como afirmó ATKINSON, el gran teórico de la desigualdad del siglo XX, la ciencia económica no existe sólo para describir el comportamiento humano y satisfacer la curiosidad y la vanidad de los economistas, sino para emitir recomendaciones y diseñar y valorar políticas que contribuyan a mejorar la vida de los ciudadanos<sup>4</sup>.
  - Por ello, la economía del bienestar forma parte del “corazón” de la ciencia económica y como tal, debe ocupar un lugar preeminente en la formación de un economista y más aún de un *policy-maker*.

<sup>1</sup> El *individualismo metodológico* es un método ampliamente utilizado en las ciencias sociales. Sostiene que todos los fenómenos sociales — estructura y cambios — son en principio explicables por elementos individuales, es decir, por las propiedades de los individuos, como pueden ser sus metas, sus creencias y sus acciones. Sus defensores lo ven como una filosofía-método destinada a la explicación y comprensión amplia de la evolución de toda la sociedad como el agregado de las decisiones de los particulares. En principio es un reduccionismo, es decir, una reducción de la explicación de todas las grandes entidades con referencias en las más pequeñas.

<sup>2</sup> No hay que olvidar que la microeconomía contemporánea contempla esta separación estricta entre consumidores y productores como “una hipersimplificación del proceso por el que los bienes se compran y se consumen” (EKELUND y HÉBERT, 2013). Ejemplos que muestran el desdibujado de esta frontera son las “tecnologías del consumo”, es decir, la aplicación de la teoría de la producción a las decisiones de consumo, como son el enfoque de características de KEVIN LANCASTER, la economía doméstica de GARY BECKER, la producción doméstica de REUBEN GRONAU o la economía de la información de GEORGE J. STIGLER (la información sobre los bienes de consumo, como bien económico o costoso, obliga a un proceso de búsqueda que debe combinarse con el bien de consumo físico).

Además, la microeconomía también estudia a otros agentes como las instituciones financieras o el Estado.

<sup>3</sup> Siguiendo a ANNA KOUTSOYIANNIS (“*Modern Microeconomics*”), las tareas de la teoría económica del bienestar son:

- a) Demostrar que en el estado actual  $W < W^*$ , y
- b) Sugerir las formas de elevar  $W$  hacia  $W^*$ .

<sup>4</sup> «El principal motivo del análisis económico es contribuir a la mejora social»

▪ **Contextualización:**

- La rama de la teoría económica que estudia la intervención del Estado en la economía, los efectos de dicha intervención sobre el bienestar social y la toma de decisiones del sector público es la **Teoría de la Hacienda Pública** o, como se le denomina cada vez con más frecuencia, la **economía pública**.
- Frente al *laissez faire* propugnado por los clásicos, la Economía del Bienestar abre la puerta a la intervención pública en la economía para corregir aquellas situaciones en las que el mercado no funciona de forma adecuada. Para MUSGRAVE, la intervención se justifica en base a tres motivos principales que originan a su vez las **3 principales funciones del sector público**:
  - 1) Motivos de eficiencia: Para corregir fallos de mercado como la existencia de externalidades, bienes públicos, información imperfecta o competencia imperfecta. Es decir, en ejercicio de la *función asignativa*.
  - 2) Motivos de equidad: Para conseguir una redistribución más equitativa de la renta. Es decir, en ejercicio de la *función redistributiva*.
  - 3) Motivos de estabilización: Para conseguir una senda de crecimiento estable y reducir las fluctuaciones cíclicas de la economía. Es decir, en ejercicio de la función estabilizadora.
    - Estas 3 funciones no han recibido siempre el mismo grado de atención. De hecho, hasta los años 40 las *funciones redistributiva y estabilizadora* fueron, en cierto modo, desatendidas.
    - Sin embargo, a partir de entonces, con el auge del pensamiento keynesiano, tiene lugar en los países desarrollados el desarrollo del Estado del Bienestar.
- Para conseguir sus objetivos de eficiencia, equidad y estabilización el sector público actúa básicamente de 2 formas:
  - *Actividades no financieras*, como la regulación o la producción de bienes y servicios por medio de empresas públicas.
  - *Actividades financieras*:
    - La realización de gastos asociados a las funciones del sector público.
    - La obtención de los ingresos necesarios para hacer frente a esos gastos.
- En muchas ocasiones, y en el caso español desde mediados de los 70 de forma estructural, la diferencia entre gastos e ingresos públicos es persistente. Es por ello que tuvo que acudir a la financiación de dicho déficit mediante monetización y/o la deuda pública.

▪ **Problemática:**

- El objetivo de este tema será llevar a cabo un análisis más en profundidad de la *evolución de dicha financiación hasta la actualidad* así como de los problemas que se han experimentado.



▪ **Estructura:**

**0. RESTRICCIÓN PRESUPUESTARIA DEL SECTOR PÚBLICO. DEFINICIÓN DE CONCEPTOS.**

0.1. *Derivación de la restricción presupuestaria del sector público*

0.2. *Fuentes de financiación del gasto público*

**1. DESCRIPCIÓN DEL TESORO PÚBLICO ESPAÑOL**

1.1. *Marco jurídico-institucional*

1.1.1. Delimitación de competencias

1.1.2. Fundamentos jurídicos

1.2. *Agentes participantes en el mercado de deuda pública*

1.2.1. Tesoro público

1.2.2. Banco de España

1.2.3. Creadores de mercado

1.2.4. Inversores

1.2.5. Iberclear

1.2.6. Titulares de cuenta

1.2.7. Entidades gestoras

1.3. *Factores*

**2. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO HASTA 2019**

2.1. *Financiación del déficit público hasta 1982*

2.1.1. Evolución del déficit público

Gastos

Ingresos

2.1.2. Financiación del déficit público: Monetización y mercados de deuda pública incipientes

Monetización

Problema: Aumento de la inflación

Solución: Anticipos del tesoro

Problemas de los anticipos al Tesoro

2.2. *Financiación desde la creación de los Bonos del Tesoro (1982) hasta la entrada en la UEM*

2.2.1. Evolución del déficit público

2.2.2. Financiación del déficit público: Medidas para el desarrollo de la financiación ortodoxa

1) Creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública

2) Creación de una base de demandantes para los valores

3) Creación de un mercado primario

4) Desarrollo de un mercado secundario

2.2.3. Balance del período

2.3. *Financiación desde la entrada en la UEM hasta la crisis financiera global*

2.3.1. Evolución del déficit público

Se reducen las necesidades de financiación y el coste de la financiación

Consecuencias

2.3.2. Valoración de las medidas de financiación del déficit público

2.4. *Política del Tesoro durante la crisis financiera global: Periodo 2009-2012*

2.4.1. Evolución del déficit público: Efectos de la crisis

2.4.2. Financiación del déficit público

Política del Tesoro hasta 2012

Medidas a nivel nacional

2.5. *Política del Tesoro desde la crisis financiera hasta la pandemia: Periodo 2013-2019*

2.5.1. Evolución del déficit público: Características generales

2.5.2. Financiación del déficit público: Medidas implementadas

Política del Tesoro en 2018

Política del Tesoro en 2019

Política monetaria no convencional del BCE y la deuda pública española

**3. POLÍTICA DE FINANCIACIÓN DEL TESORO POST-COVID**

3.1. *Introducción*

Contexto económico

Covid-19: Flexibilidad en el PEC

Incremento del coste de financiación

Diversificar la base inversora

3.2. *Financiación del Tesoro en 2022*

El Tesoro anticipa la normalización de la política monetaria

Financiación del Tesoro

Senda descendente de las emisiones netas

Cambio de tendencia: Aumento de los tipos de interés

Con el objetivo de diversificar la base inversora

3.3. *Financiación del Tesoro en 2023*

Contexto económico

Financiación del Tesoro

Emisión regular de valores del Tesoro

Emisión no regular de valores del Tesoro

Introducción de las nuevas Cláusulas de Acción Colectiva

3.3.1. Evolución reciente del stock de deuda pública española en porcentaje del PIB

3.3.2. Descomposición en 3 componentes

3.3.3. Evolución reciente de los 3 componentes

3.3.4. Descomposición de la variación de la ratio “deuda pública”-“PIB” española

## 0. RESTRICCIÓN PRESUPUESTARIA DEL SECTOR PÚBLICO. DEFINICIÓN DE CONCEPTOS.

Derivación sacada del manual de WALSH (Chapter 4). En este tema, esto es más

### 0.1. Derivación de la restricción presupuestaria del sector público

- Para obtener bienes y servicios, los gobiernos en las economías de mercado necesitan generar ingresos. Una manera para conseguirlo es imprimiendo dinero, que será posteriormente utilizado para comprar recursos del sector privado. Sin embargo, para entender las implicaciones de la inflación en los ingresos, uno debe comenzar con la **restricción presupuestaria del gobierno**:

- La rama fiscal del gobierno se enfrenta a la siguiente restricción presupuestaria:

$$G_t + i_{t-1} \cdot D_{t-1}^T = T_t + (D_t^T - D_{t-1}^T) + RCB_t$$

donde todas las variables están en términos nominales. El lado izquierdo de la ecuación consiste en los gastos públicos en bienes, servicios y transferencias ( $G_t$ ), más el pago de intereses por la deuda total que ha contraído ( $i_{t-1} \cdot D_{t-1}^T$ ). El lado derecho, refleja los ingresos por impuestos ( $T_t$ ), más la nueva emisión de deuda ( $D_t^T - D_{t-1}^T$ ), más ingresos directos del Banco Central ( $RCB_t$ ).

- La autoridad monetaria, o banco central, también se enfrenta a una identidad presupuestaria que vincula los cambios en sus activos y pasivos<sup>5</sup>:

$$(D_t^M - D_{t-1}^M) + RCB_t = i_{t-1} \cdot D_{t-1}^M + (M_t - M_{t-1})$$

donde el lado izquierdo refleja los gastos y el lado derecho los ingresos. Por el lado de los gastos,  $D_t^M - D_{t-1}^M$  es igual a las nuevas compras de deuda pública del Banco Central y  $RCB_t$  son los pagos directos realizados al Tesoro. Por el lado de los ingresos  $i_{t-1} \cdot D_{t-1}^M$  es el cobro de intereses por la deuda adquirida y  $M_t - M_{t-1}$  es el cambio en la base monetaria (*high-powered money*).

- De esta forma, si denotamos como  $D = D^T - D^M$  el stock de deuda pública en manos del público, las identidades presupuestarias del Tesoro y del Banco Central pueden ser combinadas para producir la siguiente identidad presupuestaria consolidada del sector público:

$$G_t + i_{t-1} \cdot D_{t-1} = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (M_t - M_{t-1})$$

- Convertimos las variables de términos nominales a términos reales dividiendo por el PIB nominal  $P_t \cdot Y_t$ , definiendo la tasa de crecimiento de los precios (inflación),  $\pi_t$ , y suponiendo que el PIB real crece a una tasa  $\gamma_t^Y$ , obtenemos<sup>6</sup>:

$$\begin{aligned} \frac{G_t}{P_t \cdot Y_t} + i_{t-1} \cdot \left( \frac{D_{t-1}}{P_t \cdot Y_t} \right) &= \frac{T_t}{P_t \cdot Y_t} + \left( \frac{D_t - D_{t-1}}{P_t \cdot Y_t} \right) + \left( \frac{M_t - M_{t-1}}{P_t \cdot Y_t} \right) \Rightarrow \\ \Rightarrow g_t + i_{t-1} \cdot \frac{d_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} &= \tau_t + \left( d_t - \frac{d_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right) + \left( m_t - \frac{m_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right) \Rightarrow \end{aligned}$$

<sup>5</sup> En el caso de una economía abierta, existe una fuente de financiación adicional: la disminución de reservas internacionales.

La forma de introducir esta cuarta fuente de financiación en la ecuación vista, es distinguiendo entre deuda bruta y deuda neta. La deuda neta es la diferencia entre pasivos y activos del Gobierno (i.e. descontamos de la deuda bruta los activos del Gobierno, como por ejemplo las reservas internacionales y los depósitos que tiene en el sistema financiero y en el banco central). De esta manera, si consideramos que la deuda de la ecuación,  $D$ , es deuda neta, estaríamos considerando también las reservas internacionales como fuente de financiación.

No obstante, puede hacerse explícito de la siguiente manera en la restricción presupuestaria de la autoridad monetaria:

$$(D_t^M - D_{t-1}^M) + RCB_t + e_t \cdot (R_t - R_{t-1}) = i_{t-1} \cdot D_{t-1}^M + (M_t - M_{t-1}) + e_{t-1} \cdot (i^* \cdot R_{t-1})$$

donde  $R$  son las reservas de divisas internacionales del país,  $i^*$  es el tipo de interés internacional (que asumimos constante), y  $e$  es el tipo de cambio nominal directo.

Teniendo esto en cuenta, la restricción presupuestaria consolidada del sector público será:

$$G_t + i_{t-1} \cdot D_{t-1} + e_t \cdot (R_t - R_{t-1}) = T_t + (D_t - D_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}) + e_{t-1} \cdot (i^* \cdot R_{t-1})$$

Lo ideal sería contemplar la *deuda neta*, y no la bruta. Contemplar la deuda neta es más realista, ya que una política fiscal podría ser insostenible para un nivel elevado de deuda bruta, pero volverse sostenible cuando consideramos la cantidad de activos de que dispone el Gobierno y los rendimientos que obtiene por ellos (reservas, empresas públicas, recursos naturales, etc.). No obstante, los activos que se consideran para determinar la deuda neta de los países son únicamente los activos financieros: reservas de divisas, reservas de oro, depósitos del Gobierno, préstamos hechos por el Gobierno, fondos de reserva, etc.

<sup>6</sup> Si consideramos una economía que crezca, lo adecuado sería deflactar las variables nominales por el nivel de precios y el nivel de output, i.e., por  $P_t \cdot Y_t$ . Si suponemos que la tasa de crecimiento del output es  $\gamma_t^Y$ , entonces  $D_{t-1}/(P_t \cdot Y_t) = d_{t-1} \cdot [1/(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)]$ .

$$\begin{aligned} \Rightarrow g_t + \left( \frac{1 + i_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} - 1 \right) \cdot d_{t-1} &= \tau_t + (d_t - d_{t-1}) + \left( m_t - \frac{m_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right) \Rightarrow \\ \Rightarrow g_t + \left( \frac{1 + \bar{r}_{t-1}}{1 + \gamma_t^Y} - 1 \right) \cdot d_{t-1} &= \tau_t + (d_t - d_{t-1}) + \left( m_t - \frac{m_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right) \Rightarrow \\ \Rightarrow g_t + \left( \frac{\bar{r}_{t-1} - \gamma_t^Y}{1 + \gamma_t^Y} \right) \cdot d_{t-1} &= \tau_t + (d_t - d_{t-1}) + \left( m_t - \frac{m_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right) \end{aligned}$$

siendo  $(1 + \bar{r}_{t-1}) = (1 + i_{t-1}) / (1 + \pi_t)$  el rendimiento real ex-post de  $t - 1$  a  $t$ .

- Para remarcar el rol respectivo de la inflación anticipada y no anticipada, sea  $r_t$  el rendimiento real ex-ante y  $E_{t-1}[\pi_t]$  la inflación esperada; entonces  $(1 + i_{t-1}) = (1 + r_{t-1}) \cdot (1 + E_{t-1}[\pi_t])$ .
- Sumando  $(r_{t-1} - \bar{r}_{t-1}) \cdot d_{t-1} / (1 + \gamma_t^Y) = (\pi_t - E_{t-1}[\pi_t]) \cdot (1 + r_{t-1}) \cdot d_{t-1} / ((1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y))$  a cada lado de la restricción presupuestaria obtenemos<sup>7</sup>:

$g_t + \left( \frac{r_{t-1} - \gamma_t^Y}{1 + \gamma_t^Y} \right) \cdot d_{t-1} = \underbrace{\tau_t}_{\text{impuestos}} + \underbrace{(d_t - d_{t-1})}_{\text{emisión de nueva deuda}} + \underbrace{\left( m_t - \frac{m_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right)}_{\text{señoreaje (s}_t\text{):}} + \underbrace{\frac{(\pi_t - E_{t-1}[\pi_t]) \cdot (1 + r_{t-1}) \cdot d_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)}}_{\substack{\text{valor real del cambio} \\ \text{en la base monetaria}}}$ <p style="text-align: right; margin-right: 50px;"><i>Efecto de la inflación no esperada</i></p>
--

- Las relaciones presupuestarias derivadas hasta aquí vinculan las decisiones del gobierno en relación a gastos, impuestos, deuda y señoreaje **en cada punto del tiempo**.
- Sin embargo, a no ser que existan restricciones en la habilidad del gobierno para prestar o pedir prestado, estas restricciones no aplican de manera directa en las decisiones del gobierno. En este caso, sería necesario centrarse en la **restricción presupuestaria intertemporal del gobierno**. Suponiendo un tipo de interés constante,  $r$ , e ignorando los efectos de la inflación no esperada:

$$\underbrace{\sum_{i=0}^{+\infty} \frac{g_{t+i} - \tau_{t+i}}{(1+r)^i}}_{\text{Valor real de los déficits descontado}} + (1+r) \cdot d_{t-1} = \sum_{i=0}^{+\infty} \frac{s_{t+i}}{(1+r)^i} + \lim_{i \rightarrow +\infty} \frac{d_{t+i}}{(1+r)^i}$$

$(1+r) \cdot d_{t-1} + \sum_{i=0}^{+\infty} \frac{g_{t+i}}{(1+r)^i} = \sum_{i=0}^{+\infty} \frac{\tau_{t+i}}{(1+r)^i} + \sum_{i=0}^{+\infty} \frac{s_{t+i}}{(1+r)^i} + \lim_{i \rightarrow +\infty} \frac{d_{t+i}}{(1+r)^i}$
--

- En esta ecuación, vemos cómo el gasto público puede ser financiado mediante impuestos, financiación monetaria (señoreaje) o deuda.
- **La política fiscal y la política monetaria están vinculadas a través de la restricción presupuestaria del sector público.**
  - Las variaciones en la tasa de inflación pueden tener implicaciones en las decisiones de la autoridad fiscal acerca de los gastos y los impuestos, y de la misma manera, las decisiones de la autoridad fiscal pueden tener implicaciones en la oferta monetaria y la inflación.
  - Cuando la inflación es vista como un impuesto generador de ingresos distorsionador, el grado en el que debemos recurrir a ella depende del conjunto de impuestos alternativos disponibles para el gobierno y las razones por las que los individuos demandan dinero. Es por ello que la teoría de la imposición óptima también tiene implicaciones empíricas para la inflación.

<sup>7</sup> Reordenando obtenemos:

$$\underbrace{(g_t - \tau_t)}_{\text{Déficit primario}} + r_{t-1} \cdot d_{t-1} = \underbrace{(d_t - d_{t-1})}_{\text{Emisión de deuda}} + \underbrace{\left( m_t - \frac{m_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)} \right)}_{\text{Señoreaje (s}_t\text{)}} + \underbrace{\frac{(\pi_t - E_{t-1}[\pi_t]) \cdot (1 + r_{t-1}) \cdot d_{t-1}}{(1 + \pi_t) \cdot (1 + \gamma_t^Y)}}_{\text{Efecto de la inflación no esperada}}$$

*Déficit total*

Es decir, el déficit puede ser financiado mediante emisión de deuda o mediante monetización.

## 0.2. Fuentes de financiación del gasto público

- De la restricción anterior se deriva que el sector público cuenta con las siguientes **fuentes de financiación del gasto público**:
  - Impuestos:
    - Ingresos obtenidos por vía coactiva, sin contraprestación definida.
    - Son la principal fuente de ingresos en la mayoría de los países.
  - Deuda:
    - Contracción de obligaciones con terceros.
    - Ingresos presentes a cambio de pagos futuros.
    - No implica coactividad.
  - Financiación monetaria:
    - En contexto de monopolio de emisión de moneda, sólo el Estado puede emitir moneda de curso legal. Emisión de monedas y billetes. Para cubrir necesidad de financiación.
  - Realmente, existen otras fuentes de financiación del gasto público, por ejemplo:
    - a) *Venta de patrimonio público*.
    - b) *Tasas*. Cubrir coste público de servicio prestado. Sin alternativas privadas. No implica coactividad.
    - c) *Contribuciones especiales*. Pago coactivo derivado del aumento de valor de bienes privados. Resultado de prestación de servicio público.
    - d) *Multas y sanciones*.

## 1. DESCRIPCIÓN DEL TESORO PÚBLICO ESPAÑOL

### 1.1. Marco jurídico-institucional

#### 1.1.1. Delimitación de competencias

- El **órgano** responsable de la financiación del déficit público es la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, la cual está adscrita al *Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital* (en concreto, depende de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa).
  - Esto es importante, porque en otros países del entorno como Francia, Reino Unido, Holanda o Alemania la política de financiación del déficit corre a cargo de agencias independientes.
  - De la *Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional* depende la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y un total de 10 Subdirecciones Generales completan el organigrama.

#### 1.1.2. Fundamentos jurídicos

- La Ley General Presupuestaria concede un *elevado grado de libertad al Gobierno para la gestión de la deuda pública*.
  - En la ley de Presupuestos Generales del Estado de cada Ejercicio se disponen los criterios generales a los que se ajustará la emisión de deuda pública a lo largo de ese año y se fija el límite máximo de emisión.
    - Se trata de un límite global, sin distinguir entre diferentes tipos de deuda pública, de forma que el gobierno puede elegir libremente cualquier tipo de instrumento de deuda, sus características y el procedimiento de colocación.

### 1.2. Agentes participantes en el mercado de deuda pública

#### 1.2.1. Tesoro público

- **Funciones del Tesoro**:
  - A nivel internacional:
    - i) Coordinación de todos los temas del Comité Económico y Financiero de la UE (ECOFIN).
    - ii) Representación permanente en el FMI, el Banco Mundial, el BEI, el MEDE, el G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera, etc.

iii) Respecto a la financiación internacional participa en fondos multidonantes, definiendo la posición respecto a la deuda externa que el Estado español ostente como acreedor (representación del Club de París).

– A nivel nacional:

i) Financiación del Estado (gestión de la tesorería del Estado (cobros y pagos), gestión de la política de endeudamiento del Estado, gestión de avales del Estado, etc.) e inspección y control de movimientos de capitales.

ii) Regulación financiera (elaboración de normativa de la legislación de entidades bancarias y mercado de valores, así como relación institucional con Banco de España, CNMV, FROB, FGD y Sareb).

- En esta exposición, nos centraremos principalmente en las competencias relativas a la *política del endeudamiento del Estado*.

- En este sentido, el **objetivo** principal del Tesoro es *obtener los recursos necesarios al menor coste posible, y gestionarlos hasta el momento de su uso de la mejor manera posible* (obtener una elevada rentabilidad asumiendo un reducido riesgo).

### 1.2.2. Banco de España

- El Tesoro desarrolla sus funciones en **estrecha colaboración con el Banco de España**.
  - Al Tesoro le interesa porque el Banco de España es el supervisor del mercado de deuda, es el proveedor de la infraestructura tecnológica para la resolución de las subastas y el sistema de liquidación...
  - Al Banco de España le interesa porque el Tesoro puede asistir a la política monetaria (p.ej. durante el periodo 1984-1988, el Tesoro emitió deuda no para financiar al Estado, sino para drenar liquidez).

### 1.2.3. Creadores de mercado

### 1.2.4. Inversores

### 1.2.5. Iberclear

### 1.2.6. Titulares de cuenta

### 1.2.7. Entidades gestoras

## 1.3. Factores

- Existen varios **factores** que influyen en la política de financiación del Tesoro:
  - Factores de demanda: Condiciones de mercado.
  - Factores de oferta: Amortizaciones (i.e. deuda que vence), necesidades de recursos, etc.

## 2. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO HASTA 2019

### 2.1. Financiación del déficit público hasta 1982

#### 2.1.1. Evolución del déficit público

- El déficit público es un desequilibrio macroeconómico *relativamente reciente en nuestro país*: la aparición de un déficit de magnitud significativa data desde 1975. Este aumento se debe principalmente al aumento de los gastos.

#### Gastos

- Con la llegada de la democracia, van a tener lugar una serie de acontecimientos que van a producir un *crecimiento exponencial del gasto público del 25 % del PIB en 1975 al 41 % en 1985*:
  - Consolidación del Estado del Bienestar: Se produce un incremento del gasto para alcanzar la protección social que presentaban otros países con un nivel socioeconómico equivalente.



- Descentralización del Estado: La Constitución española conduce a una nueva organización territorial del Estado, esto es, a un traspaso de competencias desde la Administración Central hacia las Administraciones territoriales.
  - La aparejada descentralización del gasto no supuso un simple cambio de quién incurría en el gasto, sino que éste aumentó debido a: i) aparición de duplicidades propias del proceso de descentralización; y ii) sistema de financiación autonómico deficiente, pues en ese momento los ingresos de las Administraciones territoriales procedían de transferencias incondicionales del Estado, sin corresponsabilidad fiscal.
- Crisis económica: Lo que afectó a los (escasos) estabilizadores automáticos. Además, las medidas de reconversión industrial (p.ej. ayudas al cierre) afectaron negativamente al saldo presupuestario.
- Como consecuencia de todos estos factores, el gasto público creció con rapidez, hasta alcanzar el 41 % del PIB en 1985, como veíamos.

### Ingresos

- Los ingresos no aumentaron al mismo ritmo.
  - A pesar de los **Pactos de la Moncloa** y la **Reforma Fiscal de 1977** de FUENTES QUINTANA, que sin duda supuso un hito en el sistema fiscal español al introducir la figura del **IRPF** y del **IS**, no fueron suficientes para compensar el aumento del gasto público.
- Los ingresos públicos pasaron del **25 % en 1975 al 34 % en 1985**.

#### 2.1.2. Financiación del déficit público: Monetización y mercados de deuda pública incipientes

### Monetización

- Hasta 1982 más del **80 % del déficit** se financiaba mediante recurso gratuito al Banco de España (i.e. **monetización**).
- Como consecuencia, el stock de deuda pública era reducido (13 % del PIB frente al casi 50 % de media en los países comunitarios).
  - De este modo, los *mercados de deuda pública* eran incipientes y, por tanto, *no eran ni líquidos ni profundos*.

### Problema: Aumento de la inflación

- La monetización del déficit genera un **crecimiento del nivel de precios**, dando lugar a altas tasas de inflación, con las distorsiones que ello genera en las decisiones de los agentes y en la asignación de recursos.
  - La tasa de inflación se mantuvo en todo el período por encima del **15 % anual**, llegando a superar el **25 % a finales de los 70**.

### Solución: Anticipos del tesoro

- Ley General Presupuestaria de 1977:
  - Reguló el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España. Esta ley autorizaba al Tesoro a recurrir al *crédito del Banco de España por un montante anual que no podía superar el 12 % del gasto público total autorizado*.
  - Dicho crédito (denominado “**anticipos al Tesoro**”) se concedía sin intereses, pero **tenía carácter transitorio** (es decir, se consideraba un anticipo que debía quedar saldado al final del ejercicio).

### Problemas de los anticipos al Tesoro

- No obstante:
  - **Superaron** ampliamente el **límite** fijado del 12 %.
  - **Se consolidaban** al final del ejercicio (i.e. **no se devolvían**).

## 2.2. Financiación desde la creación de los Bonos del Tesoro (1982) hasta la entrada en la UEM

### 2.2.1. Evolución del déficit público

- Desde los años 80 hasta la mitad de los años 90, el déficit de las administraciones públicas es elevado situándose entre el 3 % y el 7 % (se reduciría a partir de 1993 con motivo de la consolidación presupuestaria necesaria para la adopción del euro).
  - Ante los problemas evidentes de la monetización del déficit, se pone en evidencia la necesidad de poner en marcha una financiación ortodoxa, esto es, orientada hacia los mecanismos de mercado. Esto implicaba desarrollar una política de deuda pública.
    - El paso de una monetización del déficit a una financiación ortodoxa del mismo exigía contar con un *mercado de deuda desarrollado*. Y puesto que este mercado no existía, hubo que crearlo paulatinamente en un proceso que tardaría en completarse unos 15 años.

### 2.2.2. Financiación del déficit público: Medidas para el desarrollo de la financiación ortodoxa

- Así, a lo largo de los 80 y 90, se procedió a la creación de:
  - i) Una gama de instrumentos de deuda pública.
  - ii) Una base de inversores.
  - iii) Un mercado primario.
  - iv) Un mercado secundario.

## 1) Creación de una gama adecuada de instrumentos de deuda pública

### Situación de partida

- Era preciso, en primer lugar, dotar al Tesoro de una gama de instrumentos financieros suficientemente amplia que permitiese atender las preferencias y necesidades de los inversores. A principios de los años 80 el Tesoro sólo contaba con **2 instrumentos**:
  - i) Pagarés del Tesoro: Eran instrumentos cupón cero emitidos a 18 meses. Fueron el instrumento más importante durante los primeros años, llegando a cubrir el 60 % de las emisiones hasta 1986.
  - ii) Deuda desgravable: Eran instrumentos a medio plazo dirigidos a los sujetos pasivos del IRPF. Este instrumento desapareció prácticamente a finales de los años 80.

### Medidas

#### Años 80

#### Ampliación de la gama

- Por tanto, se pone en evidencia que era necesario ampliar la gama de instrumentos, sobre todo a medio/largo plazo (para favorecer una financiación más estable). Así, se crean en los siguientes años:
  - i) Bonos del Estado: Vencimientos de 2 a 5 años.
  - ii) Obligaciones del Estado: Vencimientos más largos, en principio a 10 años.
  - iii) Letras del Tesoro: Títulos emitidos al descuento con vencimiento a 12 meses, que sustituyen a los Pagarés del Tesoro.
    - Las Letras sustituyeron a los Pagarés, cuyo mercado había quedado segmentado del resto de mercados financieros por 2 motivos:
      - a) *Coeficiente de inversión obligatoria*. Las entidades financieras estaban obligadas a invertir un porcentaje de sus pasivos en deuda pública comprando Pagarés, lo que generó una demanda cautiva.
      - b) *Diferente tributación*.

Años 90Regulación del recurso del Tesoro al Banco de España

- Ley General Presupuestaria de 1990: Que **restringe el recurso del Tesoro** al Banco de España, estableciendo que la posición deudora neta del Tesoro en el Banco de España no podía exceder al término de cada año la existente a 31 de diciembre de 1989.
- Ley de Autonomía del Banco de España de 1994: Que se enmarca en la segunda fase de formación de la UEM, y que establece una **prohibición absoluta al recurso del Tesoro** al Banco de España.

Nueva ampliación de la gama

- Las restricciones para acceder al crédito del Banco de España que se acaban de señalar incentivarán una nueva ampliación de la gama de instrumentos:
  - Letras a 3, 6, 9 y 18 meses.
  - Obligaciones a 15 y 30 años.
  - Líneas de crédito:
    - Se conciertan con **31 entidades de crédito españolas y extranjeras** unas líneas de crédito a corto plazo por valor de **800.000 millones de pesetas**. Estas líneas de crédito permitían al Tesoro contar con un **colchón de liquidez** para poder hacer frente a amortizaciones de deuda sin tener que recurrir a nuevas emisiones en momentos complicados por el aumento coyuntural de los tipos de interés en el marco de la **crisis del SME**.
    - Se trataba de fondos que se podían movilizar en **48 horas**, y que debían ser devueltos, como mucho, en un plazo de **3 meses**.
  - Eurobonos denominados en divisas: Con el objetivo de mantener una cierta presencia en los mercados internacionales y penetrar en los mercados en los que la demanda era muy reducida, en la década de los 90 el Tesoro también comienza a emitir eurobonos denominados en divisas (aunque su importancia seguirá siendo residual).
  - Notas cancelables: El inversor puede amortizarlas anticipadamente.

**2) Creación de una base de demandantes para los valores**Situación de partida: Coeficientes de inversión obligatoria

- A comienzos de los 80, el escaso desarrollo de los mercados de valores y la práctica inexistencia de inversores finales (tanto minoristas como institucionales) se suplía mediante la instauración de coeficientes de inversión obligatoria para bancos y cajas, de manera que éstos *debían mantener en sus carteras Pagarés del Tesoro por un 12 % de sus pasivos*.
  - Así, el sector bancario, cautivo, se convirtió en el principal tenedor de deuda pública.

Medidas

- Para ampliar la base de demandantes de deuda pública, se adoptaron las siguientes **medidas**:
  - Creación de cuentas directas en el Banco de España como sistema para mantener deuda sin recurrir a los servicios de entidades financieras.
  - Promoción de la inversión minorista:
    - Campañas de *publicidad en medios de comunicación de masas* (TV, radio, prensa, etc.).
    - Desarrollo de *tesoro.es*, un canal directo de venta de deuda pública a través de internet que ofrece una vía más barata y rápida para acceder a la deuda pública.
    - *Se permite la negociación de la deuda en bolsa*, lo que permite a los inversores minoristas disponer de unos precios de referencia.
  - Creación de los fondos de inversión FONDTESORO:
    - Se trata de *fondos de inversión* que invierten gran parte de su patrimonio en deuda del Estado.
      - No obstante, desde 1997 el peso de estos fondos ha tendido a la baja por la competencia de la renta variable y de otros productos competitivos (fondos

garantizados, etc.). Su peso relativo en el patrimonio total de los fondos de inversión se ha reducido del 10 % en 1997 al 2 % en la actualidad.

- Cambio fiscal favorable: Tanto para residentes como para no residentes:
  - *Inversores no residentes*: Se elimina la **retención a cuenta** que se aplicaba hasta entonces a los inversores no residentes sobre los rendimientos obtenidos de la inversión en activos financieros españoles, provocando un aumento espectacular en la demanda de éstos.
  - *Inversores residentes*: Se **reducen los tipos a las ganancias de capital** de los inversores institucionales residentes (básicamente, fondos de inversión).

Resultado: Alargamiento de la vida media

- El estímulo de la inversión institucional gracias a las anteriores medidas contribuyó también a corregir otro de los problemas que tenía el mercado de deuda español: su sesgo hacia el corto plazo.
  - No obstante, aún se tardaría mucho en situar la vida media de la deuda española en un nivel próximo al de otros países de nuestro entorno.

### 3) Creación de un mercado primario

- El **mercado primario** representa el mercado donde se emiten por primera vez los títulos de deuda.
  - Estudiaremos el *procedimiento de colocación*, la *organización del mercado* y los *agentes participantes*.

Agentes participantes

- Toda persona, física o jurídica, puede adquirir títulos de deuda pública. No obstante, no toda persona puede intervenir de forma directa en la Central de Anotaciones para su adquisición.
- Por ello, hay que distinguir una serie de participantes que veremos a continuación (todas estas categorías de participantes ya se mencionan en la Ley del Mercado de Valores de 1988).
  - Tesoro Público: Emisor de los valores de Deuda del Estado y encargado de elaborar el calendario, convocar y resolver las subastas...
    - Su misión es cubrir las necesidades de financiación del Estado al menor coste posible y con un riesgo limitado.
  - Banco de España: Supervisa el mercado (con la CNMV) y además es el organismo rector del mercado (**gestiona la Central de Anotaciones**)
  - Titulares de Cuenta: Son entidades financieras autorizadas para adquirir y mantener deuda pública anotada en cuentas abiertas a nombre propio en la Central de Anotaciones.
  - Entidades Gestoras: Pueden actuar por cuenta propia, pero también están autorizados a llevar las cuentas de aquellos que no están autorizados a operar directamente a través de la Central de Anotaciones.
  - Creadores del mercado: Son un grupo reducido de entidades financieras con derechos y obligaciones especiales tanto sobre el mercado primario como sobre el secundario.
    - Derechos: Tener acceso a segundas vueltas, pero también muchos otros (por ejemplo, el ser los únicos agentes que pueden segregar los títulos de deuda que admiten segregación).
    - Obligaciones: Requisitos de participación mínima en las subastas y de precios ofertados.
      - Desde 1998, se permite la realización de estas actividades desde fuera de España (“creador remoto”). Es decir, se abre la posibilidad de ser **“creador de mercado” a no residentes**.

Organización del mercado

- Anotación: La organización del mercado se articula en torno a la **Central de Anotaciones**, que es un servicio gestionado por el Banco de España por cuenta del Tesoro que se introdujo en el

mercado español de deuda pública en 1987, y que significó la **sustitución de los títulos físicos por anotaciones en cuenta**.

- Este sistema facilita la tenencia y negociación en los mercados secundarios de títulos públicos, favoreciendo la financiación del Estado y agilizando la gestión de las emisiones.
- Compensación y liquidación: La compensación y liquidación de operaciones se realiza, desde 2003, a través de Iberclear (que también se encarga de la compensación y liquidación en otros mercados como los de las Bolsas).

#### Procedimiento de colocación

- **Requisitos** que debe cumplir un buen procedimiento de emisión de deuda:
  - Ser transparente.
  - Fomentar la competencia.
  - Ofrecer recursos de manera regular al menor coste posible.
- Para ello se acabará estableciendo un **procedimiento de subasta competitiva**, que se sigue utilizando, con pocas modificaciones, hoy en día. La subasta del Tesoro español es una combinación de los 2 sistemas utilizados por otros tesoros:
  - *Subasta holandesa*: De precio único, es decir, donde se cobra a los inversores por el precio marginal.
  - *Subasta americana*: De precio múltiple, es decir, donde se cobra a los inversores por el precio pujado (siempre que esté por encima del marginal).
- **Procedimiento de subasta competitiva** en la actualidad:
  - i) Calendario: El Tesoro publica un calendario anual de subastas ordinarias, con las **características** de los valores a subastar y los **plazos** en los que pueden presentarse peticiones.
    - *Subastas ordinarias*: Se celebran regularmente:
      - 2 semanas en el caso de las Letras.
      - 1 mes para los Bonos.
      - 2 meses para las Obligaciones.
    - *Subastas especiales*: Fuera de las contempladas en el calendario
    - *Subastas restringidas*: Para un número limitado de entidades autorizadas.
  - ii) Recepción de peticiones:
    - El Tesoro recibe las peticiones:
      - *Qué valores se desean adquirir*.
      - *Volumen*.
      - *Precio* (al ofrecerse un precio, se está determinando implícitamente el tipo de interés).  
→ Si las peticiones no indican el precio, se trata de ofertas no competitivas.
    - Método:
      - El Tesoro puso en marcha a finales de los 80 un *sistema de agregación de peticiones* similar al utilizado por otros países desarrollados, consistente en mantener abierta una emisión hasta que se alcance un determinado volumen de peticiones.
  - iii) Decisión sobre el volumen (y el tipo de interés): Una vez cerrado el plazo de presentación de peticiones, una comisión (formada por 2 representantes de la Secretaría General del Tesoro y 2 representantes del Banco de España) resuelve la subasta, ordenando las peticiones y determinando el volumen emitido (y, en consecuencia, el precio mínimo aceptado).
  - iv) Precio medio ponderado: Con las ofertas aceptadas se calcula el precio medio ponderado.
  - v) Precio de adjudicación: El precio de adjudicación de las ofertas competitivas será:
    - Aquellas peticiones aceptadas que ofrecieran un **precio superior** al precio medio ponderado **se adjudican al precio medio ponderado**.



- Aquellas peticiones aceptadas que ofrecieran un **precio inferior** al precio medio ponderado, se **adjudican al precio ofrecido**.
  - El precio de adjudicación de las ofertas no competitivas será el precio medio ponderado.
- **Segundas vueltas.**
  - Existe la posibilidad de que el Tesoro convoque una segunda vuelta a la que exclusivamente accederán los Creadores de Mercado.
  - Su funcionamiento se modificó en la crisis financiera, quedando como sigue:
    - Se emite como máximo el 24 % del importe adjudicado en la primera subasta.
    - Los Creadores de Mercado presentan sus peticiones, y se les puede adjudicar como máximo el importe resultante de aplicar a la cantidad emitida en la segunda vuelta el llamado “coeficiente de premio” (que va desde el 0 % al 24 %, en función de su participación en las últimas subastas).
      - Este porcentaje podrá incrementarse para aquellas entidades creadoras de mercado que destaquen por su especial compromiso y actividad en el mercado español de deuda.
- **Canjes de deuda del Estado.**
  - Consisten en la *sustitución voluntaria de un título antiguo* (normalmente con un plazo residual muy reducido) *por uno de los nuevos títulos emitidos, de mayor plazo y liquidez*.
  - Con esta actuación el Tesoro pretende realizar un cambio en la estructura de la deuda emitida alargando su vida media e introducir en el mercado títulos más líquidos.

#### 4) Desarrollo de un mercado secundario

- El **mercado secundario** es el mercado donde se negocian los activos del Tesoro ya emitidos.
  - Se han llevado a cabo una serie de medidas con el objetivo de que el mercado secundario sea más profundo, líquido, seguro y eficiente.
    - El primer paso en la consecución de este objetivo vino dado por la implantación en 1987 de las *anotaciones en cuenta* en sustitución de los títulos físicos de deuda pública. Este cambio, además de suponer un ahorro en términos de tiempo y coste en la negociación de valores, amplió considerablemente el tipo de operaciones que podían realizarse en el mercado de deuda (ya que permitió utilizar los valores como garantía, su cesión en operaciones con pacto de recompra, la operativa a plazo o el *stripping* de la deuda pública).
    - El segundo paso fue la creación de *sistemas de negociación*. En este sentido, se crea en 1988 lo que hoy es el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), que es el sistema de negociación de deuda pública española gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME).
    - El tercer paso fue el desarrollo de *sistemas de compensación y liquidación* en los años 80 de la mano del Banco de España.
  - Así, se puede afirmar que la importancia del mercado secundario de deuda pública aumenta desde la reforma del mercado de valores de 1988, que reconocerá el mercado de deuda pública como mercado secundario oficial.

#### Ventajas del mercado secundario

- Ventajas para el vendedor: Le permite obtener liquidez sin esperar al vencimiento del título.
- Ventajas para el comprador: Le permite invertir en plazos distintos de los establecidos por el Tesoro (p.ej. un inversor que quiera invertir a 4 meses puede adquirir una Letra a 6 meses que hubiese sido emitida hace 2 meses).

Funcionamiento

– Se distinguen **4 sistemas**:

- i) Primer escalón (entre Creadores de Mercado). Se trata de un **sistema mayorista** (tamaño mínimo de las operaciones de 5 millones de euros) que se crea en 1988.
  - Los Creadores de Mercado hacen ofertas de precios de compra y de venta, siendo un sistema electrónico mediador el que selecciona las mejores ofertas y demandas y las cruza, por lo que se trata de un “mercado ciego”.
  - Este procedimiento constituye el núcleo del mercado secundario de deuda pública, puesto que los creadores de mercado tienen entre sus obligaciones el participar activamente en este mercado.
- ii) Segundo escalón (entre Titulares de Cuentas): Se trata de un sistema bilateral (i.e. no ciego), que puede recurrir a intermediarios o no hacerlo.
- iii) Mercado bursátil: La negociación se produce de **forma continua y electrónica** con difusión en tiempo real de toda su actividad. El tamaño mínimo de las operaciones es de **1.000 €**, y es un **mercado ciego** donde se realizan operaciones al contado y a vencimiento.
- iv) Segmento minorista: Se trata de un sistema de negociación entre las Entidades Gestoras y sus clientes.

Nuevos Instrumentos: Strips de renta fija

- Se trata de Bonos y Obligaciones (no se aplica a la Letras del Tesoro) que permiten la segregación de sus flujos de caja, pudiendo separar éstos en el mercado secundario.
- Así, los strips van a ser valores con rendimiento implícito (i.e. emitidos al descuento). De este modo, la segregación de un valor consiste en transformar el Bono o la Obligación en un conjunto de Letras del Tesoro a distintos vencimientos (una Letra por cada cupón y otra por el principal), que pueden ajustarse mejor a las diferentes necesidades de los inversores.
- Conviene aclarar que el Tesoro no emite directamente valores segregados, sino que emite valores “completos”, y son determinadas entidades financieras (los Creadores de Mercado) las que realizan la segregación para obtener los strips y comercializarlos.

2.2.3. Balance del período

- A modo resumen puede decirse que:
  - Consolidación del mercado de deuda: Los procedimientos, instrumentos y mercados actuales son en gran medida los que se pusieron en marcha en este período.
  - Modernización y aumento de la liquidez: Se moderniza y se incrementa notablemente la liquidez de los títulos negociados.
  - Creación de una amplia y equilibrada gama de valores:
    - Se crea una amplia gama de valores, pero tampoco excesiva.
    - Se trataba de buscar un equilibrio entre la necesidad de atender las distintas preferencias y necesidades de los agentes y evitar que se produjese una segregación del mercado que redujese la liquidez.
- **Efectos**:
  - Largo plazo: Mayor orientación de la deuda del Estado hacia el largo plazo.
  - Vida media: Alargamiento de la vida media de los títulos en circulación, a lo que contribuye el mayor peso relativo de los Bonos y Obligaciones (pero también el uso de canjes por parte del Tesoro).
  - Coste de financiación: Reducción del coste de financiación del Tesoro.

## 2.3. Financiación desde la entrada en la UEM hasta la crisis financiera global

### 2.3.1. Evolución del déficit público

#### Se reducen las necesidades de financiación y el coste de la financiación

- En la segunda mitad de los 90, comienza un intenso proceso de consolidación fiscal promovido principalmente por la necesidad de cumplir con los criterios de convergencia de la UEM, que reducirá de forma progresiva el déficit público, produciendo 2 efectos:
  - Reducción de las necesidades de financiación del Tesoro
    - Desde 2005 hasta 2007 el sector público registra un superávit de entre el 1,2 % y el 2,2 %.
    - La deuda se reduce hasta un nivel del 38 %.
  - Reducción del coste medio de la financiación.

#### Consecuencias

##### 1) Pierde peso la deuda pública frente a otros activos financieros

- Principales razones:
  - Menores necesidades de financiación del sector público en el contexto de consolidación fiscal.
  - Eliminación del riesgo de tipo de cambio con la adopción del euro, lo que contribuye al desarrollo de los mercados de renta fija privada y variable.

##### 2) Aumento de la demanda de inversores extranjeros

- Aumentan las tenencias de Bonos y Obligaciones en poder de inversores extranjeros. Concretamente **se duplicaron** apenas un año después de la entrada en la UEM, y en 2005 representaban casi el 50 % del saldo total de Bonos y Obligaciones en circulación.

##### 3) Aumenta la competencia

- Aumenta la competencia entre la deuda pública de España y la de otros Estados de la zona euro debido a la eliminación del riesgo cambiario y a la unificación de los tipos de interés.
  - Efectos positivos:
    - Convergencia nominal en la UEM.
  - Efectos negativos:
    - El diferencial de intereses deja de ser un elemento diferenciador de los instrumentos de deuda nacionales.
    - Riesgo moral y free rider de algunos países de la zona euro.

##### 4) Aumenta la vida media de la deuda del Estado

- El **riesgo de refinanciación** del Tesoro (i.e. porcentaje de la deuda que vence en el próximo año) **pasó del 40 % en 1995 al 20 % en 2005**.

##### 5) Aumenta la calidad crediticia

- En 2001, Moody's califica la deuda española con la máxima calidad crediticia (AAA). Fitch lo hace en 2003, y S&P lo hace en 2004.

### 2.3.2. Valoración de las medidas de financiación del déficit público

- Debido a la reducción de los diferenciales de tipos de interés, la competencia dejó de ser vía precios para pasar a ser vía aspectos como la liquidez, la transparencia, la eficiencia en la negociación, compensación y liquidación y la disponibilidad de facilidades adicionales (mercados de repos, strips, etc.)
  - En este sentido, los esfuerzos que se habían hecho en los años anteriores para el desarrollo de los mercados primario y secundario de deuda permitieron que el mercado español de deuda pública estuviese desde el primer momento a la cabeza de los mercados soberanos europeos.
    - Prueba de ello fue el incremento espectacular del saldo de Bonos y Obligaciones del Estado en poder de los inversores extranjeros, que inmediatamente después de la adopción del euro, pasó del 23 % del saldo total en 1998 al 43 % en el año 2000.

## 2.4. Política del Tesoro durante la crisis financiera global: Periodo 2009-2012

### 2.4.1. Evolución del déficit público: Efectos de la crisis

- La crisis financiera y la crisis de deuda griega desencadenaron una crisis de deuda soberana que se fue extendiendo a la periferia de la eurozona.
- Los principales efectos fueron:
  - Déficit público: Aumento de un superávit del 2 % en 2007 a un déficit del 11 % del PIB en 2009, 9 % en 2010, 9 % en 2011 y 10 % en 2012.
    - Es decir, se incrementa la necesidad del Tesoro de emitir deuda.
  - Deuda pública: 38 % al comienzo de la crisis, 86 % en el 2012, lo cual representaba en aquel año un máximo histórico.
  - Aumento del coste de financiación: El diferencial del bono español y el alemán a 10 años (i.e. la prima de riesgo) aumentó desde 50 puntos básicos a finales de 2009 hasta los 630 puntos básicos en el verano de 2012. El aumento de la prima de riesgo se desencadena por la revisión al alza del déficit griego a finales de 2009, dando origen a la crisis de deuda pública que se fue extendiendo a la periferia de la eurozona.
  - Retirada de calificación AAA: Las agencias de calificación retiran la clasificación de AAA a España.



### 2.4.2. Financiación del déficit público

#### Política del Tesoro hasta 2012

- Ante esta situación, la política del Tesoro pasó por:
  - i) Alargamiento de la vida media: Bonos y obligaciones frente a las de Letras del Tesoro.
    - En 2011, la emisión neta de bonos y obligaciones fue de unos **48.000 millones de euros**, mientras que la emisión neta de letras del tesoro fue **negativa** por importe de unos **400 millones de euros** (es decir, se emitieron letras por un importe menor del que se amortizaron).
    - A pesar de ello, la vida media de la deuda del Estado en circulación alcanzó un mínimo de 6,20 años en 2013.
  - ii) Emisión de productos menos habituales.
    - Bonos a tipo de interés variable: Por primera vez desde la creación del euro.
    - Eurobonos denominados en dólares a 3 años: Para aprovechar la evolución del tipo de cambio y aumentar la base inversora.
    - Sindicación bancaria: Aunque las subastas siguen dominando, la emisión mediante sindicación recibirá mayor importancia que antes. Por ejemplo, los eurobonos emitidos en dólares se emiten por este procedimiento.
    - Letras del Tesoro a 18 meses: Se habían abandonado en 2007, pero se recuperan en 2010.
  - iii) Creación de un colchón de liquidez:
    - Como ya ocurrió durante la crisis del SME, el Tesoro ha tratado de acumular un “colchón de liquidez” para afrontar eventuales necesidades.

- Estrategia en las subastas:
- En muchos momentos en los que la prima de riesgo bajaba, se emitió más deuda de la estrictamente necesaria para aumentar dicho colchón.
- En momentos en los que la prima de riesgo subía, podía decidirse que la colocación de deuda en una subasta fuera algo inferior al objetivo previamente anunciado, para evitar afrontar un coste excesivo de la deuda.

iv) Comunicación y promoción de los valores de deuda pública:

- *Road shows* (p.ej. el Tesoro ha realizado *road shows* por Europa, EEUU y Asia): Este sin duda es uno de los factores que explica la mayor diversificación de la base inversora, sobre todo como resultado del crecimiento de la demanda asiática.
  - A parte de favorecer la transparencia de su política de deuda, el Tesoro también está en *contacto directo con inversores institucionales y entidades financieras*.
  - La *información de los instrumentos a subastar* en las subastas de bonos y obligaciones, tradicionalmente de frecuencia trimestral, pasó a ser mensual y en 2012 pasa a ser semanal, comunicándose el viernes anterior a la subasta (con el objetivo de poder adaptarse mejor a las condiciones del mercado).
- Todos estos factores contribuyeron a la reducción de la prima de riesgo. No obstante, no fueron los únicos. Otros **factores** que también tuvieron mucho que ver con la reducción de la prima incluyen:
- En junio de 2012 se produce el *rescate* al sistema bancario español.
  - En julio de 2012 tiene lugar el famoso *discurso de DRAGHI* en el que se mostró dispuesto a hacer todo lo que fuera necesario para salvar el euro (“*whatever it takes*”).
  - La *política monetaria no convencional* implementada por el BCE.
  - El *nuevo marco de Gobernanza de la UE* con efectos directos hacia las leyes presupuestarias españolas (reforma del artículo 135 de la Constitución Española e implementación de la LOEPSF, comentamos estas a continuación).

## Medidas a nivel nacional

### Introducción

- Uno de los principales pilares del PEC de 2011 fue la incorporación del denominado fiscal compact con objetivo de limitar el déficit y deuda de las administraciones públicas. Comentamos el caso español al tener dichas reformas un importante impacto deuda y déficit.

### Reforma del artículo 135 de la Constitución

- Con motivo del Fiscal Compact (realmente, fue después, pero todo parte del mismo proceso), se incorporó la **regla de oro** (constitución fiscal) en la Constitución Española. Tras la reforma, el artículo hace hincapié en cuatro aspectos:
- Límite de déficit.
    - El Estado y las Comunidades Autónomas no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los límites establecidos por la UE, siendo una Ley Orgánica (que luego veremos) la que fije el déficit estructural máximo permitido.
    - Las Corporaciones Locales deberán presentar equilibrio presupuestario.
  - Límite de deuda.
    - Las Administraciones Públicas no podrán incurrir en una deuda que supere los límites establecidos por la UE.
  - Autorización para emitir de deuda y contraer crédito.
    - El Estado y las CCAA deberán estar autorizados por ley para emitir deuda pública o contraer crédito.
  - Prioridad absoluta del servicio de la deuda.
    - El pago de capital y de intereses gozará de prioridad absoluta.



Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera (LOEPYSE) (2012)

– Esta Ley establece limitaciones en **3 ámbitos**:

○ Déficit público (art. 11):

- Ninguna Administración pública podrá incurrir en déficit estructural.
- Excepciones al mandato de déficit estructural nulo:
  - *Reformas estructurales*: Si se llevan a cabo reformas estructurales con efectos presupuestarios a largo plazo, podrá alcanzarse en el conjunto de las Administraciones Públicas un **déficit estructural del 0,4 %** del PIB nominal.
  - *Recesión económica*: En estos casos, se podrá incurrir en déficit estructural si se aprueba por mayoría absoluta del Congreso de los Diputados.

○ Regla de gasto (art. 12):

- La tasa de crecimiento del gasto público del conjunto de las Administraciones Públicas no podrá superar la tasa de crecimiento del PIB de medio plazo.
- Corresponde al Ministerio de Economía calcular la tasa de referencia de crecimiento del Producto Interior Bruto de medio plazo de la economía española.

○ Deuda pública (art. 13):

- La deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas no podrá superar el 60 % del PIB nominal.
- Este límite se distribuye de acuerdo a los siguientes porcentajes:
  - Administración central: 44 puntos porcentuales.
  - Comunidades Autónomas: 13 puntos porcentuales.
  - Corporaciones Locales: 3 puntos porcentuales.

– Mecanismos correctivos para las CCAA.

○ La Ley imita para las CCAA los mecanismos correctivos comunitarios:

- En caso de incumplimiento de los objetivos de déficit, deuda pública y regla de gasto, la CCAA deberá elaborar un plan de ajuste, y en caso de incumplimiento reiterado, se le podrá exigir un depósito de hasta el 0,2 % del PIB autonómico, que podría acabar convirtiéndose en multa.

○ El Gobierno ha utilizado este esquema coercitivo para condicionar la financiación del Fondo de Liquidez Autonómica a la contención del gasto por parte de las Comunidades Autónomas.

Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2014)

– Tiene su origen en una **directiva de la UE de 2011** que señalaba que: “*el seguimiento de los objetivos presupuestarios debe basarse en análisis fiables e independientes realizados por órganos independientes respecto de las autoridades presupuestarias de los Estados miembros*”:

○ Vela por el cumplimiento efectivo de estabilidad presupuestaria también en consonancia con lo previsto en el artículo 135.

○ Medios:

- Informes (previsiones macroeconómicas, metodología de cálculo de ingresos y gastos, planes económico-financieros, etc.).
- Opiniones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, seguimiento de la ejecución presupuestaria, etc.

## 2.5. Política del Tesoro desde la crisis financiera hasta la pandemia: Periodo 2013-2019

### 2.5.1. Evolución del déficit público: Características generales

– Durante los siguientes años y a raíz de la constitución fiscal se llevó a cabo un importante proceso de consolidación fiscal y como consecuencia *el coste de financiación ha ido disminuyendo* (y la prima de riesgo se reduce por debajo de los 100 puntos básicos). No obstante, la deuda

pública siguió aumentando hasta alcanzar el 100 % del PIB en 2014 permaneció relativamente estable registrando un 95,5 % en 2019.

### 2.5.2. Financiación del déficit público: Medidas implementadas

- A lo largo estos 4 años (2013-2017) el gobierno implementó instrumentos nuevos:
  - *Mecanismos de apoyo a la financiación autonómica:*
    - Línea ICO-vencimientos:
      - Préstamos del ICO a las CCAA.
      - Suponía el pago directo al acreedor financiero. Montante de 5.450 millones de euros.
    - Fondo para la financiación del pago a proveedores (FFPP):
      - Préstamos sindicados con la participación de la práctica totalidad del SF nacional por 27.000 m. Pago directo al acreedor comercial.
    - Fondo de Liquidez Autonómico:
      - Mecanismo de provisión de liquidez a CCAA con dificultades transitorias con un pago directo al acreedor comercial.
      - A diferencia del FFPP, el FLA se incorpora en el programa de financiación anual del Tesoro Público.
  - *Otros:*
    - Nuevas colocaciones privadas de obligaciones a 50 años y una nota a 30 años en dólares.
    - Préstamos:
      - Préstamo bajo legislación alemana (*Schuldschein*).
      - Préstamo con el Banco Europeo de Inversiones (BEI) para financiar proyectos de inversión.
    - Como gran novedad en 2014, el Tesoro Público lanzó un nuevo programa de Bonos y Obligaciones del Estado indexados a la **inflación de la Zona Euro**.

## Política del Tesoro en 2018

### Introducción

- Para el análisis de la política del Tesoro en 2018 y las previsiones de 2019 nos basaremos en la **Estrategia de Financiación del Tesoro 2019**.

### Visión general

- España ha mantenido en 2018 un crecimiento robusto, superior al de la mayor parte de economías desarrolladas.
  - Tras haber crecido los últimos años a tasas superiores al 3 %, se espera que siga creciendo los próximos años a tasas algo más moderadas, si bien superiores a las de sus principales socios de la zona euro.
- Lo anterior ha ido en paralelo con un importante proceso de consolidación fiscal.
  - En 2018 el déficit público habrá caído por debajo del 3 % del PIB por primera vez en 11 años, lo que permitirá abandonar el brazo correctivo del Procedimiento de Déficit Excesivo, y para 2019 el Gobierno ha reiterado su compromiso con la consolidación fiscal y con el cumplimiento de los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
  - La ratio de deuda de las AAPP continuará la senda descendente iniciada en el año 2014, cerrándose en 2018 en el **97,1 % del PIB**.
- De forma paralela, el Tesoro ha estado preparando su cartera para hacer frente a una eventual subida de tipos de interés en la Eurozona mediante:
  - Alargar la vida media: De la deuda soberana hasta los 8 años, máximo histórico.

- Coste medio: Reducir el coste medio de la deuda en circulación hasta el 2,4 %, mínimo histórico.
  - Distribución de la deuda: Asegurar una distribución de la Deuda del Estado más equilibrada.
- Financiación del Tesoro en 2018
- Reducción de la emisión de deuda:
- Emisión bruta:
    - En el año 2018 el Tesoro Público ha reducido su emisión bruta hasta aproximadamente los **210.000 millones de euros**.
    - Del total de la emisión bruta, **80.000 millones se han obtenido mediante la emisión de Letras del Tesoro** y 130.000 millones mediante la emisión de instrumentos a medio y largo plazo.
  - Emisión neta:
    - Se ha reducido hasta los **35.000 millones de euros**, 6.000 millones de euros menos que la emisión neta prevista a principios de año.
- Estructura de la deuda:
- Subastas ordinarias:
    - El **90 %**, de la financiación bruta de 2018 se ha obtenido a través de las subastas ordinarias efectuadas por el Tesoro durante el año.
    - Se han celebrado **46 subastas**, 22 de Bonos y Obligaciones del Estado y 24 de Letras del Tesoro.
    - La ratio de cobertura, que mide la relación entre el volumen demandado en una subasta del Tesoro y el volumen adjudicado, ha subido desde una media de **2,2 en 2017 hasta el 2,5 en 2018**.
  - Sindicación bancaria:
    - El **9,9 %** del programa de financiación se ha cubierto mediante el procedimiento de sindicación bancaria.
    - Concretamente el Tesoro Público ha lanzado cuatro nuevas Obligaciones del Estado a través de esta técnica de emisión:
      - Dos Obligaciones del Estado a 10 años.
      - Una Obligación del Estado a 15 años **indexada a inflación de la zona euro**.
      - Una Obligación del Estado a 30 años.
  - Préstamo del BEI:
    - El 0,1 % restante del programa se ha obtenido a través de un préstamo otorgado por el Banco Europeo de Inversiones.
- Aspectos más destacables de la financiación 2018:
- La mejora de la calificación crediticia del Reino de España.
    - Durante 2018 las cuatro agencias de rating consideradas por el Eurosistema han subido la calificación crediticia del Reino de España, favoreciendo el acceso del Tesoro a una base inversora más amplia.
  - La amortización anticipada.
    - Del préstamo del MEDE de **8.000 millones de euros** del préstamo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) lo que ha permitido situar el volumen en circulación del préstamo en **25.000 millones de euros, un 57 % de su volumen inicial**.
  - La realización de una nueva aportación a la Seguridad Social.
    - Por importe de **15.000 millones de euros**. Se trata de una aportación superior a la del año 2017, que fue de 10.000 millones de euros, que no ha impedido sin embargo seguir reduciendo el programa de financiación del Tesoro.

- Emisión en **tramos más largos** de la curva de vencimientos.
  - Concretamente, 2018 ha sido el año con mayor volumen emitido por parte del Tesoro en el tramo de más de 30 años y España ha sido, de hecho, el mayor emisor europeo en los tramos largos de la curva durante el año.
  - Resultado Máximos históricos:
    - Vida media de los Bonos y Obligaciones en la emisión: 12 años.
    - Vida media de la deuda en circulación en 8 años.
- *Mayor diversificación de la base inversora.*
  - La mayor diversificación de la base inversora, además, ha permitido reducir el porcentaje de deuda española en manos de instituciones de crédito residentes hasta el 17 % actual, desatando el vínculo entre los bancos españoles y su soberano.

## Política del Tesoro en 2019

### Introducción

- El año 2019 trae consigo importantes retos:
  - La incertidumbre política en Europa, el Brexit.
  - El fin de las compras netas del Eurosistema.
  - Posibles tensiones comerciales a nivel global.

### Financiación

- El compromiso del Gobierno con la consolidación fiscal permitirá al Tesoro continuar reduciendo en el año 2019 su recurso bruto al mercado de capitales.
  - *Financiación bruta:*
    - En términos agregados, la emisión bruta del Tesoro será algo menor a los 210.000 millones de euros de 2018. Concretamente un 1,6 % inferior.
  - *Financiación neta:*
    - Este año el Tesoro espera realizar una emisión neta de 30.000 millones de euros, 5.000 millones de euros por debajo de la previsión inicial para 2018.
    - Toda la financiación neta se obtendrá a través de la emisión de instrumentos a medio y largo plazo.
- Estructura:
  - *Emisión regular:*
    - En el año 2019 el Tesoro obtendrá el grueso de su financiación a través de las subastas regulares de Letras del Tesoro y de Bonos y Obligaciones del Estado.
  - *Emisión no regular:*
    - En 2019 el Tesoro prevé recurrir nuevamente a las sindicaciones bancarias como método de emisión de Deuda del Estado.
- Vida media y coste medio:
  - En 2019 no es previsible que se mantenga el ritmo de crecimiento de la vida media de la Deuda del Estado en circulación de los últimos años, pero sí que continúe cayendo su coste medio, a pesar del aumento previsto en los tipos de interés.

### Programa de Estabilidad del 2019

- El 1 de mayo de 2019 el gobierno remitió a las autoridades europeas el Programa de Estabilidad entre los que se incluye la senda de déficit y deuda para los siguientes tres ejercicios. Comentamos los principales resultados al condicionar estos la política del tesoro de cara a los siguientes años.

	2018	2019	2020	2021	2022
Cap./Nec. de financiación	-2,5 %	-2,0 %	-1,1 %	-0,4 %	0,0 %
Deuda Pública	97,1 %	95,8 %	94,0 %	91,4 %	88,7 %

- Destaca la senda de reducción de déficit hasta el pleno equilibrio presupuestario en 2022 y la reducción de la deuda pública en casi un 10 %.

## Política monetaria no convencional del BCE y la deuda pública española

### Introducción

- La crisis económica y financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de llevar a cabo una política monetaria no convencional ante la ineffectividad de la convencional. Y es que la crisis ha causado:
  - Aumento de la prima de riesgo de los países periféricos y posible contagio.
  - Ruptura del canal de crédito tanto a nivel interbancario como a nivel de la economía real.
  - Ineffectividad de nuevas bajadas de los tipos de interés: Trampa de la liquidez.

### Política monetaria no convencional

- Las medidas no convencionales del BCE han ido dirigidas a resolver estos tres problemas. Estas políticas se pueden dividir en 2 grandes grupos:
  - Compra masiva de activos y el mantenimiento de éstos hasta vencimiento.
  - Las inyecciones extraordinarias y condicionadas de liquidez.
- Estas medidas comenzaron ya en 2009, no obstante desde 2015 hasta diciembre 2018 se implementa un segundo paquete de medidas no convencionales compuesto por:
  - Programa extendido de compras de activos (APP también llamado QE).
    - CBPP3: Compra de activos bancarios respaldados por hipotecas.
    - ABSPP: Compra de activos bancarios respaldados por préstamos a empresas.
    - PSPP: Compra en el mercado secundario de deuda del sector público.
    - CSPP: Compra de deuda del sector privado.
  - La extensión de los programas TLTROs a un tipo menor.
- El PSPP fue sin duda el pilar más importante contabilizando un total del 80 % de las compras de activos. Concretamente supuso un total de **2,5 billones de euros**.

### Efectos sobre la deuda española

- De los 2,5 billones de euros, 250.000 millones de euros fue a parar a la compra de deuda española.
- El fin del programa de compras netas de activos tendrá probablemente un importante efecto sobre el coste de financiación de los países. No obstante cabe recordar que el BCE sigue con una política monetaria expansiva reflejada en:
  - Reinversión del principal de los vencimientos de deuda (200.000 millones de euros).
  - Nueva ronda de TLTROs.
  - Retraso de la subida de tipos de interés.

## 3. POLÍTICA DE FINANCIACIÓN DEL TESORO POST-COVID

### 3.1. Introducción

#### Contexto económico

- El año 2022 ha estado marcado por los efectos de la invasión rusa de Ucrania, que ha provocado intensos desequilibrios en los mercados internacionales:
  - tensiones en las cadenas de suministro internacionales
  - fuerte recuperación de la demanda agregada tras la pandemia
  - el alza de precios energéticos y otras materias primas
    - desencadenando un aumento generalizado de la inflación, no visto en décadas.
- Perspectivas económicas:
  - crecimiento esperado en 2022, que podría superar el 5 %, el mayor entre las grandes economías de la zona euro.

- La inflación inició una senda descendente ya en verano, situando recientemente a España como país con menor inflación de la zona euro.
  - Este buen desempeño en un entorno adverso se explica por una estrategia de PE = medidas dirigidas a reducir la inflación y a apoyar a los sectores y colectivos más afectados + PRTR.
- El patrón de crecimiento tras la pandemia presenta:
  - una intensa creación de empleo y una fuerte reducción de la temporalidad,
  - una rápida y sostenida recuperación de la inversión productiva,
  - un saldo exterior positivo a pesar del shock de la RRI (coste mmpp)
  - una mejora de las finanzas públicas.

### Covid-19: Flexibilidad en el PEC

- La Comunicación de la CE el 20 de marzo de 2020, establece que:
  - Por primera vez desde su introducción en 2011, concurren las condiciones para la activación de la cláusula general de salvaguardia del marco presupuestario de la UE, a saber una ralentización económica grave en la zona del euro o en la Unión en su conjunto.
- Ello garantizará la flexibilidad necesaria:
  - Para tomar todas las medidas que se requieran a fin de reforzar nuestros sistemas sanitarios y de protección civil y proteger nuestras economías, en particular mediante un estímulo adicional de carácter discrecional y una acción coordinada, concebida por los Estados miembros como consideren, que sea oportuna, temporal y específica.
- Se mantiene el compromiso con el PEC:
  - La cláusula general de salvaguardia permitirá a la Comisión y al Consejo emprender las medidas necesarias de coordinación de políticas dentro del marco del PEC, **alejándose de los requisitos presupuestarios** que se aplicarían normalmente, para abordar la crisis.

### Incremento del coste de financiación

- Cambio de tono de la política monetaria
  - La reacción unánime por parte de los principales bancos centrales ante el aumento de la inflación ha supuesto un cambio de tono en su política monetaria, llevando a un aumento rápido y significativo de los tipos de interés.
    - El BCE ha elevado el ti de la facilidad de depósito en la zona euro en 250 puntos básicos en apenas 6 meses, hasta el 2 % a cierre de 2022, un nivel no visto desde antes de la GCF.
- Incremento del coste de financiación
  - El Tesoro ha pasado de realizar más de la mitad de sus emisiones a tipos de interés negativos en 2021, a que prácticamente todas las emisiones de 2022 se hayan llevado a cabo a tipos positivos, en línea con el incremento en los costes de financiación.
- Se mantienen condiciones de financiación favorables
  - El Tesoro ha mantenido unas condiciones de financiación favorables gracias al trabajo realizado en los últimos años, en los que ha preparado su cartera para hacer frente al eventual cambio de tono de la política monetaria.
  - Se aprovecharon las buenas condiciones de financiación previas para alargar la vida media de las emisiones, lo que ha contribuido a que el ajuste a las nuevas condiciones financieras sea gradual, manteniendo contenido el coste en términos históricos.
    - Dada la vida media actual de la cartera, en torno a los 8 años, se ha reducido el riesgo de refinanciación anual de la cartera.



### Diversificar la base inversora

- Diversificar la base inversora:
  - En los últimos años se han realizado esfuerzos para diversificar la base inversora, lo que ha favorecido que el Tesoro mantenga un buen acceso a mercado en todo momento, a pesar de la complejidad del contexto.
    - Así, la PR se ha mantenido estable a lo largo de todo el año en un entorno de incertidumbre a nivel europeo e internacional, señal de la confianza de los inversores en la economía española.
    - Asimismo, el Tesoro ha mantenido un favorable acceso a mercado a pesar del fin de las compras netas del BCE.

### 3.2. Financiación del Tesoro en 2022

#### El Tesoro anticipa la normalización de la política monetaria

- El Tesoro Público ha completado su programa de financiación de manera exitosa en un contexto muy diferente al de los últimos años (normalización política monetaria).
- Decisiones de política monetaria del BCE en 2022:
  - Se han finalizado las compras netas bajo el programa de compras de activos de emergencia por la pandemia (PEPP) en marzo, y bajo el programa ordinario de compras de activos (APP) en julio,
    - si bien ambos programas continúan realizando reinversiones de activos que van venciendo desde entonces.
  - Desde julio, se han producido 4 subidas del tipo de interés oficial por valor conjunto de 250 puntos básicos, lo que supone la subida de tipos más pronunciada de la historia de la institución.
- Anticipación del Tesoro:
  - El cambio de tendencia de la política monetaria había sido anticipado por el Tesoro, que ha ido preparando la cartera de deuda pública a través de continuados esfuerzos por alargar la vida media de la cartera y diversificar la base inversora.
    - Ello ha ayudado a mitigar el impacto de las nuevas condiciones de mercado, suavizando el ajuste a los mayores costes de financiación.

#### Financiación del Tesoro

- En 2022 se revisó la cifra de financiación a la baja:
  - A comienzos de 2022, se presentó un programa de financiación que contemplaba 75.000 millones de euros de emisiones netas para dicho ejercicio.
    - Esta estimación se realizó con prudencia debido a la elevada incertidumbre existente a finales de 2021.
  - A pesar del coste de las medidas de PE para combatir los efectos de la guerra y la inflación, esta cifra se pudo revisar a la baja hasta 70.000 millones de euros de emisión neta a final de 2022.
    - gracias al buen comportamiento de la economía y a la gestión prudente de las finanzas públicas.
- La emisión de 70.000 millones de euros se cubrió con:
  - Se cubrió totalmente con instrumentos de medio y largo plazo, cuya emisión neta fue de 75.147 millones de euros, compensando una emisión neta negativa de Letras del Tesoro de 5.084 millones de euros.
  - La emisión bruta, por su parte, ascendió a 232.570 millones de euros, de los cuales 143.235 millones se obtuvieron a través de instrumentos a medio y largo plazo y 89.335 millones mediante la emisión de Letras del Tesoro.

- Amortización del préstamo para la recapitalización del SE:
  - En 2022 ha tenido lugar el primer vencimiento de principal del préstamo (41.333 millones de euros) del MEDE acordado en 2012 para la recapitalización del sector financiero.
    - España había realizado varias amortizaciones anticipadas entre 2014 y 2018, a las que se suma la amortización de 2022.
    - Por lo tanto, el valor pendiente de amortizar del préstamo del MEDE asciende a 20.079 millones de euros, que se amortizarán en desembolsos anuales entre 2023 y 2027.

### Senda descendente de las emisiones netas

- Continúa la senda descendente de las emisiones netas del Tesoro, que se retomó tras la pandemia en 2020.
  - La financiación bruta en 2022, según método de emisión, se ha obtenido:
    - 87,1 % subastas ordinarias efectuadas por el Tesoro.
      - Se han celebrado 46 subastas, 22 de Bonos y Obligaciones del Estado y 24 de Letras del Tesoro.
      - Se ha mantenido un buen acceso al mercado en todo momento, con una ratio de cobertura del 2,50 en 2022 (volumen demandado en las emisiones del Tesoro en el mercado primario y el volumen adjudicado).
    - 12,9 % procedimiento de sindicación bancaria.
      - Ha emitido 4 nuevas Obligaciones del Estado: dos a 10 años, una a 30 años y una a 20 años.
      - Ratio de cobertura promedio de 6,8.
      - Además, estas transacciones sindicadas despertaron un especial interés entre inversores extranjeros, con un 87 % del volumen adjudicado a este tipo de inversores, lo que permitió al Tesoro consolidar la diversificación en las tenencias de deuda de su cartera.

### Cambio de tendencia: Aumento de los tipos de interés

- Tras 10 años consecutivos de caídas en los costes de financiación, estos han comenzado a aumentar en 2022, como consecuencia de la normalización de la política monetaria del Banco Central Europeo.
  - En España, tras el mínimo histórico del -0,04 % en 2021, el coste medio de emisión a cierre de 2022 ascendió al 1,35 %.
  - Lo que ha llevado a un ligero aumento del coste medio de la deuda del Estado en circulación desde el 1,64 % 2021 hasta 1,73 % a cierre de 2022.
- Pese a ello: Estabilidad
  - El mercado de deuda pública española se ha mantenido estable y el Tesoro ha podido ejecutar con normalidad su programa de emisiones.
  - La PR se ha mantenido en una estrecha banda, cerrando 2022 ligeramente por encima de los 100 pb,
    - contrastando con anteriores crisis, donde aumentos en los costes de financiación se vieron acompañados de un repunte en la PR.
  - Las valoraciones de las principales agencias de rating, mantuvieron la calificación crediticia de España durante 2022, al igual que en 2021.

- Factores que han contribuido a la resiliencia de la cartera de deuda:
  - Alargamiento de su vida media, el stock de deuda comenzó 2022 con un récord histórico de 8 años de vida media,
    - siendo el riesgo de refinanciación a un año muy contenido, en torno al 12 % de la cartera, i.e. únicamente una octava parte del total de la deuda estuvo expuesta al aumento de los costes de financiación en 2022, permitiendo un ajuste suavizado a las nuevas condiciones financieras.
- Sostenibilidad de la deuda:
  - La emisión de los últimos años, a plazos más largos, está mitigando el impacto del aumento de los costes de financiación en la carga de intereses, siendo esta una de las principales métricas que garantiza la sostenibilidad de la deuda española.
  - La emisión neta negativa de Letras también ha contribuido. Contrasta con muchos países de nuestro entorno, que realizaron aumentos significativos de sus emisiones a corto plazo para hacer frente a las necesidades de financiación originadas por la pandemia.
    - El Tesoro, apenas ha realizado emisiones netas positivas de Letras en los últimos años, renunciando al ahorro a corto plazo a cambio de asegurar tipos de interés más bajos a medio y largo plazo.
- Confianza de los inversores extranjeros:
  - Esta sólida posición de la cartera de deuda española está permitiendo mantener la confianza de los inversores extranjeros en nuestra deuda.
    - Su peso sobre el total de tenencias de nuestra deuda se ha mantenido ligeramente por encima del 40 %.
    - Las tenencias de deuda del Banco de España han aumentado con respecto al cierre de 2021, pero en los últimos meses se evidencia un cambio de tendencia como consecuencia del fin de los programas de compras netas del BCE.
    - Los inversores residentes también se han mantenido estables como tenedores de deuda española, con un ligero aumento a lo largo de 2022, liderado por las entidades de crédito residentes atraídas por el repunte de tipos.

### Con el objetivo de diversificar la base inversora

- Bonos y Obligaciones ligados a la inflación europea
  - En 2022 el Tesoro ha continuado emitiendo regularmente estos instrumentos ligados a la inflación europea para aportar liquidez a las referencias en circulación, suponen un 6,1 % del total de deuda del Estado en circulación.
- Programa de bonos verdes del Reino de España,
  - Comenzó en 2021<sup>8</sup>.
  - Objetivo: diversificar la base inversora, además de promover el mercado de finanzas sostenibles en la economía española.
  - En 2022 se han realizado 3 reaperturas mediante subasta del bono verde lanzado en 2021, con cupón 1 % y vencimiento en julio de 2042, por un valor conjunto de 3.207 millones de euros.

## 3.3. Financiación del Tesoro en 2023

### Contexto económico

- Para 2023 el Tesoro Público propone un programa de financiación similar al del pasado ejercicio, manteniendo el objetivo de emisiones netas en los 70.000 millones de euros.

<sup>8</sup> <https://www.tesoro.es/deuda-publica/el-marco-de-bonos-verdes-del-reino-de-espana>  
[https://www.tesoro.es/sites/default/files/Presentacion/210726\\_marco\\_bono\\_verde.pdf](https://www.tesoro.es/sites/default/files/Presentacion/210726_marco_bono_verde.pdf)

- Características del programa de financiación:
  - Programa prudente que permite hacer frente al contexto de mayor inflación y las consecuencias de la guerra en Ucrania, incluyendo el paquete de medidas recientemente aprobado a tal fin, sin olvidar los grandes retos de futuro, apoyando la ejecución de las inversiones financiadas con los fondos europeos NGEU.
- La estrategia de financiación se desarrollará en un contexto distinto al de 2022:
  - Cambio: Final de los programas de compras netas de deuda soberana de la zona euro del BCE y esperada reducción gradual de las reinversiones, llevará previsiblemente a una caída del peso del Eurosistema en las tenencias de deuda española a lo largo de 2023.
    - Perspectivas: Esto dejará espacio a los inversores privados,
      - que están demostrando un creciente interés en la deuda pública española tras al aumento de los tipos.
      - Además, gracias al esfuerzo realizado en mantener las tenencias de deuda pública por parte de inversores extranjeros, existe un amplio margen para el aumento de las tenencias de inversores domésticos.

### Financiación del Tesoro

- Composición de las emisiones:
  - Por tercer año consecutivo toda la financiación neta se obtendrá a través de la emisión de instrumentos a medio y largo plazo, contribuyendo al objetivo de mantener la vida media de la cartera.
    - Los vencimientos a medio y largo plazo aumentarán cerca de un 43 % con respecto a los de 2022.
    - Esto se debe a que en 2022 hubo un vencimiento menos de lo habitual, volviendo en 2023 a tener unas amortizaciones en línea con las de otros ejercicios.
  - Prevista la amortización de 3.643 millones de euros del préstamo del MEDE acordado en 2012 para la recapitalización del sistema financiero, llevando todo ello a una mayor emisión bruta durante el año.
  - La emisión neta de Letras del Tesoro será negativa en 5.000 millones de euros,
    - Con respecto a 2021, la emisión neta se prevé que se reduzca en un 6,8 % y la emisión bruta en un 2,8 %.
- Fondos Next Generation EU:
  - Al igual que en 2022, el PRTR y los fondos NGEU jugarán un papel importante en la estrategia de financiación del Tesoro.
    - Los PGE contemplan la recepción de 2 desembolsos del Mecanismo de Recuperación por valor de 17.000 millones de euros, mientras que los gastos asociados al PRTR serán 28.692 millones de euros.
      - Así, el programa de financiación del Tesoro tendrá que ser lo suficientemente flexible para financiar necesidades adicionales, hasta la recepción de fondos futuros.
      - Además, la presentación de la Adenda al Plan de Recuperación empezará a tener efecto sobre la financiación del Tesoro en 2023, ya que contempla hasta 84.000 millones de euros en préstamos desde este año, además de 7.700 millones de euros en transferencias adicionales.

### Emisión regular de valores del Tesoro

- En el año 2023 se mantendrá la pauta de emisión de valores, de forma que el Tesoro obtendrá el grueso de su financiación a través de las subastas regulares de Letras del Tesoro y de Bonos y Obligaciones del Estado.

– Bonos verdes:

- El Tesoro planea continuar realizando reaperturas del bono verde emitido en 2021 en los próximos años hasta alcanzar un volumen similar al del resto de referencias de la curva del Tesoro, para aportar liquidez a este instrumento.

### Emisión no regular de valores del Tesoro

– Sindicación bancaria:

- El Tesoro continuará utilizando el proceso de sindicación bancaria como método de emisión de los primeros tramos de Obligaciones del Estado generalmente con un plazo igual o superior a 10 años.

○ Ventajas:

- En la emisión de nuevas referencias, permite emitir mayores volúmenes de emisión que en una subasta ordinaria, contribuyendo a la liquidez de las nuevas referencias.
- Permite la selección de una base inversora diversificada, importante tras la finalización de las compras netas del BCE.

– Colocaciones privadas:

- El Tesoro Público podrá emitir deuda del Estado mediante colocaciones privadas, en las que se emite un valor directamente a un inversor.
  - Se realizan a propuesta de los inversores, quienes deberán canalizarlas a través de los Creadores de Mercado.
  - Se ejecutarán en la medida en que:
    - Contribuyan a la diversificación de la base inversora,
    - Permitan reducir la carga de intereses de la deuda pública,
    - Encajen en las líneas estratégicas del Tesoro.

### Introducción de las nuevas Cláusulas de Acción Colectiva

- Una novedad importante en el mercado de deuda soberana de la zona euro será la introducción de las nuevas Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) en todas las emisiones con un plazo de amortización superior a 1 año.
  - Sirven para *facilitar consensos mayoritarios entre los inversores* de cada instrumento de deuda.
  - Su introducción en las nuevas emisiones es un compromiso vinculante para todos los Estados Miembros de la zona euro.
- Para ello, se requiere la entrada en vigor del Acuerdo de modificación del Tratado Constitutivo del MEDE.
  - España ya ha realizado el trabajo preparatorio para ratificar la modificación al Tratado, y se prevé que los Estados miembros puedan ratificarlo a lo largo de 2023.

## Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)

### ¿Qué son? ¿Para qué sirven?

Son reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos. En los casos en los que se pueda plantear la modificación de las condiciones de un instrumento de deuda, evitan la necesidad de lograr la unanimidad entre todos los tenedores de los bonos y posibilitan que se puedan adoptar dichas modificaciones con carácter vinculante, evitando que una minoría pueda bloquear soluciones aprobadas por la mayoría. Las CAC se introdujeron por primera vez en la deuda de algunos países en vías de desarrollo y se han ido adoptando progresivamente en las distintas jurisdicciones. En 2013, los Estados Miembros de la zona euro acordaron, en línea con las recomendaciones del G10 y otras instituciones internacionales, la introducción de CAC en su deuda soberana para adaptarse a las mejores prácticas internacionales.

En esta primera versión de las CAC de la zona euro, se preveía que, en el caso de que la modificación afectase a varias series, o referencias, sería necesario obtener el voto favorable tanto de los tenedores de cada una de las referencias afectadas como de todos los tenedores afectados en su conjunto, con diferentes porcentajes en el caso de afectar o no a materias reservadas (modificaciones sustanciales). No obstante, dada la experiencia adquirida en otras jurisdicciones, se considera que esta votación en dos partes ("double limb" según la terminología anglosajona), puede suponer un obstáculo al correcto desarrollo de estos procesos de reestructuración, de tal forma que los tenedores de una serie concreta podrían bloquear la modificación de las condiciones del resto de series afectadas, perjudicando a todo el resto de los tenedores. Por este motivo, se propuso y acordó el establecimiento de un sistema de votación en una parte ("single limb" según la terminología anglosajona), según el cual el voto mayoritario de los tenedores del conjunto de las series afectadas, bajo ciertas condicio-

nes, permite avanzar en el proceso, aunque no se alcancen los umbrales de voto favorable necesarios en alguna de las series que se vean afectadas.

### ¿Dónde se regulan?

En el caso español, las CAC se regulan en el Anexo de la Orden ETD/18/2022, de 18 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2022 y enero de 2023 y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas.

### ¿A qué bonos afectan?

Las cláusulas de acción colectiva serán aplicables a todos los instrumentos de deuda pública del Reino de España emitidos, por primera vez, a partir del primer día del segundo mes siguiente a la entrada en vigor del Acuerdo de modificación del Tratado Constitutivo del MEDE, que tendrá lugar previsiblemente en 2023, y con un plazo inicial de más de un año. Afectarán, por tanto, a todos los nuevos Bonos y Obligaciones del Estado y a sus segregaciones.

Como su introducción constituye un cambio en las condiciones que regulan la relación entre el Estado y sus inversores, las CAC no se aplican retroactivamente. Por tanto, a lo largo de las próximas décadas, convivirán en el mismo mercado Bonos y Obligaciones del Estado con y sin CAC, así como con dos tipos diferentes de CAC.

De esta forma, las CAC normalizadas incluidas en el anexo de la Orden ECC/1/2014, de 2 de enero, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2014 y enero de 2015 y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas, seguirán aplicándose a todas las series referidas a valores con vencimiento superior al año que fueran emitidas, por primera vez, entre el 1 de enero de 2013 y la adopción de las nuevas CAC normalizadas.

Fuente: <https://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/230111%2002%20Estrategi%CC%81a%20SP.pdf>

## CONCLUSIÓN

### ▪ **Resumen (Ideas clave):**

- A lo largo de la exposición hemos repasado la evolución de la financiación del déficit público en España.
- Un punto clave fue la crisis de la zona euro. Pese a las tensiones en los mercados financieros, el Tesoro consiguió adaptarse para atraer inversores.
- Otro punto clave ha sido la crisis del COVID, donde una diferencia fundamental es que el apoyo del BCE ha provocado que no aumenten los costes de financiación y que la preocupación fundamental es simplemente conseguir los recursos necesarios. Otra fuente de ayuda es la emisión de 750.000 millones de euros por parte de la Comisión Europea, lo que rebaja la presión del Tesoro para conseguir recursos financieros.

### ▪ **Relevancia:**

—

### ▪ **Extensiones y relación con otras partes del temario:**

—

### ▪ **Opinión:**

—

### ▪ **Idea final (Salida o cierre):**

—



## Bibliografía

Tema María Palacios Carrere

Tema Juan Luis Cordero

## Preguntas de otros exámenes

—

## Anexos

### A.1. Anexo 1: Evolución histórica de la deuda pública en España

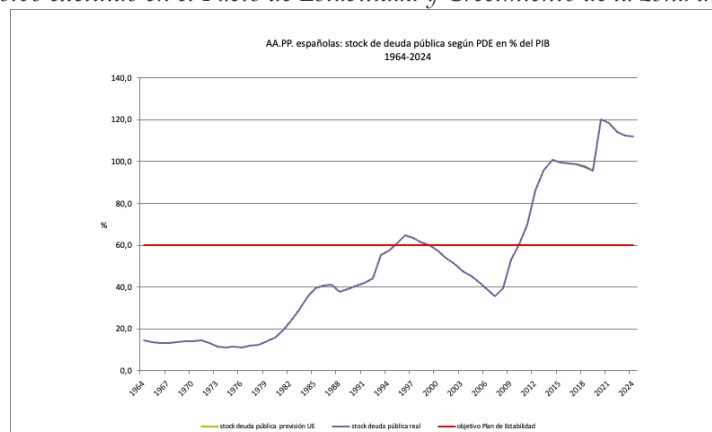


### A.2. Anexo 2: La situación de la deuda pública en España

<http://vicenteesteve.blogspot.com/2023/04/cambios-en-la-ratio-stock-de-deuda.html>

#### 3.3.1. Evolución reciente del stock de deuda pública española en porcentaje del PIB

IMAGEN 1.– Senda temporal del stock de deuda pública de las AA.PP. según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo excluido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la zona del euro



Fuente: Estévez, V. & Prats, M. (2023). Cambios en la ratio stock de deuda pública/PIB de la economía española y sus componentes, 2000-2024. Viaje al Fondo de las Finanzas Internacionales. <http://vicenteesteve.blogspot.com/2023/04/cambios-en-la-ratio-stock-de-deuda.html>

- En el análisis de la evolución de la deuda pública española podemos destacar los siguientes hitos:
  - Entre 1996 y 2007 el stock de deuda pública en relación al PIB cae sustancialmente, situándose antes de la crisis financiera global en niveles inferiores al 40 %.
  - Sin embargo, desde el inicio de la crisis financiera global en 2008 hasta 2014 se produjo un importante y persistente deterioro que hizo que este porcentaje se disparase hasta el 100 %.
  - Tras un leve período de ajuste entre 2015 y 2019, llegó la pandemia por COVID-19, generando un aumento aún mayor de esta ratio hasta alcanzar el 120 % del PIB (i.e. el doble del 60 % establecido como límite por el Plan de Estabilidad).

### 3.3.2. Descomposición en 3 componentes

- Siguiendo a ESTÉVEZ y PRATS (2023), la evolución temporal del stock de deuda pública en % del PIB de España se puede descomponer en 3 componentes:

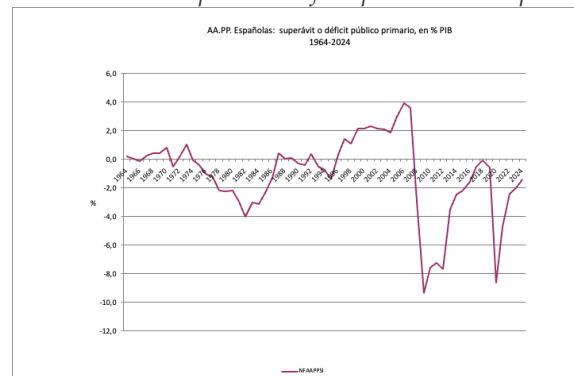
$$\overbrace{(d_t - d_{t-1})}^{\Delta d_t} = \underbrace{(g_t - \tau_t)}_{\text{Déficit primario}_t} + \underbrace{\left(\frac{r_{t-1} - \gamma_t^Y}{1 + \gamma_t^Y}\right)}_{\text{Efecto bola de nieve}} \cdot d_{t-1} + \underbrace{Ajuste \text{ déficit-deuda}_t}_{\text{Ajuste déficit-deuda}_t}$$

- Déficit o superávit público primario ( $\text{Déficit primario}_t = g_t - \tau_t$ ), es decir, el déficit público total sin incluir los pagos por intereses de la deuda (en % del PIB).
- “Efecto bola de nieve”,
- Ajuste déficit-deuda.
  - La expresión implica que si se quiere reducir el stock de deuda pública en relación al PIB se deben de dar 3 condiciones no excluyentes que reflejan los 3 términos del lado derecho de la ecuación:
    - Se tienen que generar superávit primarios (componente que recoge el “ajuste fiscal”);
    - Se tiene que dar que la tasa de crecimiento nominal de la economía (¡cuidado con la deflación que hace aumentar la deuda!) debe ser superior al tipo de interés nominal “implícito” de la deuda pública (efecto “bola de nieve” de los intereses de la deuda),  $r_{t-1} > \gamma_t^Y$ ; o
    - Se tiene que eliminar o reducir el efecto del “ajuste déficit-deuda”.

### 3.3.3. Evolución reciente de los 3 componentes

- ¿Cuál ha sido la evolución reciente de los 3 componentes?
  - Déficit público primario:
    - El superávit público primario se resiste a aparecer y se ha vuelto a deteriorar significativamente desde el inicio de la pandemia, y ello impide que se reduzca el stock de deuda pública.
      - Por un lado, en el año 2018 se alcanzó por fin un equilibrio presupuestario primario después del período 2007-2017 en el que se registraron déficits públicos primarios (con un récord en 2009 del -9,3 % del PIB).
      - Sin embargo, debido a la pandemia se produce un déficit de más del 8 % en 2020 y se mantiene en el -4,7 % en 2021, mientras que las previsiones para 2022, 2023 y 2024 de la Comisión Europea no son muy halagüeñas para alcanzar el equilibrio presupuestario.

IMAGEN 2.- Superávit/Déficit primario en España



Fuente: Estévez, V. & Prats, M. (2023). Cambios en la ratio stock de deuda pública/PIB de la economía española y sus componentes, 2000-2024. Viaje al Fondo de las Finanzas Internacionales. <http://vicenteesteve.blogspot.com/2023/04/cambios-en-la-ratio-stock-de-deuda.html>

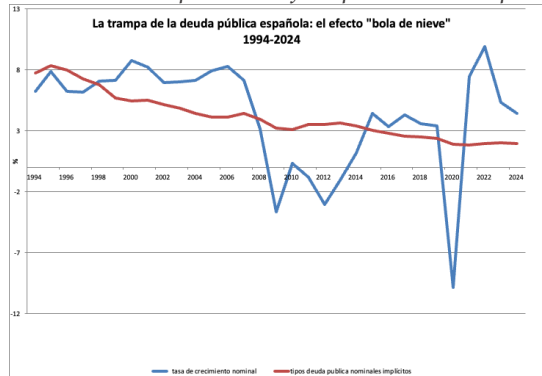
- ¿Cuáles son las razones de que no se hayan podido generar suficientes superávits públicos primarios?
  - En primer lugar, la economía española tiene un problema conocido como la “*paradoja fiscal*”: tenemos unos tipos impositivos altos en relación a los países de la zona euro, pero a la vez la recaudación fiscal es menor en todas las figuras impositivas.
    - Las causas están en el *mayor fraude fiscal* (las últimas estimaciones de la Comisión Europea para 2020 sitúan el fraude fiscal en el IVA en el 0,3 % del PIB; y el 4,7 % de la recaudación potencial) y en el *exceso de beneficios fiscales* (o gastos fiscales<sup>9</sup>) que generan una “insuficiencia recaudatoria”.
  - En segundo lugar, los recientes déficits de la Seguridad Social (Sistema de la Seguridad Social + SEPE + FOGASA) no ayudan a generar superávits públicos primarios<sup>10</sup>.
- ii) “Efecto bola de nieve”:
  - El “efecto bola de nieve” se volvió negativo (los tipos de interés nominales de la deuda pública eran superiores al crecimiento nominal de la economía) en el período 2008-2014 tras el inicio de la crisis financiera internacional, y ello provocó una importante acumulación de deuda pública en % del PIB.
  - Posteriormente, en el período 2015-2019 se registró un signo positivo (la tasa de crecimiento nominal era superior a los tipos de interés nominales), lo que propiciaba una caída de la ratio deuda pública/PIB.
  - La pandemia ha provocado en el año 2020 el mayor “efecto bola de nieve” de la historia reciente de la economía española, y la consiguiente acumulación de deuda pública en proporción al PIB. Mientras los tipos de interés nominales continuaban cayendo hasta el 1,9 % del PIB, el crecimiento nominal de la economía se hundía en un nivel de -9,8 %.
  - Aunque la Comisión Europea pronostica una desaparición del “efecto bola de nieve” para 2022-2024, en el horizonte aparecen *peligros potenciales* para que suban los tipos de interés nominales de nuestra deuda pública (y aparezca nuevamente el temido efecto). Estos cambios vendrían generados por 3 factores:
    - (1) El cambio de rumbo de la política fiscal en Estados Unidos (mayores déficits públicos que provoquen mayores tipos de interés de los bonos de deuda pública);
    - (2) Que la Reserva Federal continúe subiendo sus tipos de interés; y
    - (3) Que el BCE continúe aumentando sus tipos de interés y que deje de comprar en algún momento la deuda pública española, lo que genere un mayor coste de financiación del Tesoro Público de España.

<sup>9</sup> Recordemos que los llamados gastos fiscales o tributarios (beneficios fiscales en términos de los Presupuestos Generales del Estado) son el conjunto de deducciones, exenciones, desgravaciones, reducciones e incentivos de las distintas figuras tributarias (IVA, IRPF e Impuesto de Sociedades, fundamentalmente). Suponen un importante coste en términos de recaudación impositiva y en la mayoría de los casos tienen además efectos perversos negativos sobre la equidad y la eficiencia impositiva.

<sup>10</sup> La Seguridad Social ha entrado en déficit persistente y creciente desde 2012. El conjunto de la Administración de la Seguridad Social acabó en 2022 en términos de la Contabilidad Nacional con un déficit del 0,5 % del PIB.

Para 2023, la AIREF prevé un aumento del déficit hasta el 0,7 % del PIB. El incremento del déficit en 2023 se explica principalmente por la revalorización de las pensiones con el IPC del año 2022. Este incremento del gasto se ve paliado por un aumento de los ingresos, tanto de las cotizaciones por la entrada del Mecanismo de Equidad Intergeneracional como de las transferencias del Estado por las decisiones tomadas en el Pacto de Toledo.

IMAGEN 3.– Superávit/Déficit primario en España



Fuente: Estévez, V. & Prats, M. (2023). Cambios en la ratio stock de deuda pública/PIB de la economía española y sus componentes, 2000-2024. *Viaje al Fondo de las Finanzas Internacionales*. <http://vicenteesteve.blogspot.com/2023/04/cambios-en-la-ratio-stock-de-deuda.html>

### iii) El “ajuste déficit-deuda”:

- El “ajuste déficit-deuda” recoge aquellas operaciones financieras que aumentan la deuda pero no tienen efecto en el déficit público. Desde el punto de vista contable, registra la necesidad de financiar la adquisición neta de activos financieros de las AA.PP.
- El “ajuste déficit-deuda” provocó desde 2008 a 2014 un aumento sustancial del stock de la deuda en proporción al PIB (especialmente entre 2012 y 2014). Desde 2015 este término no ha generado apenas aumento del stock de la deuda pública en % del PIB, excepto de manera puntual en 2020. En este periodo 2008-2014, las operaciones de endeudamiento que no tenían origen en los presupuestos públicos han sido principalmente entre:
  - Fondo de Apoyo a la República Helénica (bilateral, Greek Loan Facility, GLF), primer rescate a Grecia: 2010 y 2012, 6.650 millones de euros.
  - FEEF (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera), préstamos al rescate de Irlanda, segundo rescate de Grecia y rescate a Portugal: 2011-2014, 23.916 millones de euros.
  - Participación en el MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera), sustituye al FEEF para futuros rescates: 2012-2014, 9.528 millones de euros.
  - FAAF (Fondo de Adquisición de Activos Financieros): 2008 y 2009, 19.335 millones de euros.
  - FROB (Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria): 2009, 2010 y 2012, 22.930 millones de euros.
  - FADE (Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico): 2011-2013, 23.731 millones de euros. Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP): 2012-2014, 43.135 millones de euros<sup>11</sup>.
- En 2020, se volvió a disparar este término, ya que el Estado emitió deuda pública (asumió deuda pública de otros entes del sector público) para financiar operaciones que no tienen nada que ver con los presupuestos públicos (4,1 puntos porcentuales sobre el PIB, 46.000 millones de euros).
  - Destacan por su importancia cualitativa, la contabilización de los *gastos extraordinarios* relacionados con la *reclasificación de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria* (Sareb) al pasar de empresa pública a AA.PP. por imperativo de la Unión Europea (34.182 millones de euros de nueva deuda pública, prácticamente todo el ajuste déficit-deuda).
    - Al final la deuda acumulada y “camuflada” en una empresa pública (derivada del boom inmobiliario) ha terminado aflorando.

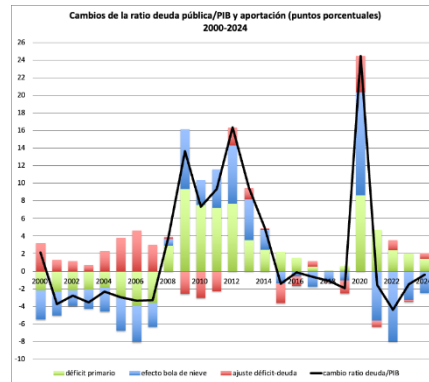
<sup>11</sup> Pero no el FLA (Fondo de Liquidez Autonómica, destinado para vencimientos de deuda o para financiar necesidades de financiación del ejercicio autorizadas), ya que no aumenta la deuda consolidada de las AA.PP. (activos del Estado = pasivos de las CC.AA.).

- También se han contabilizado las indemnizaciones por el cierre del almacén submarino de gas Castor (638 millones de euros de nueva deuda pública) que destacan por su importancia cualitativa por la mala gestión del Estado.
- Después de que en el año 2021 este término fuera ligeramente negativo, se prevé que en el periodo 2022-2023 vuelva a cifras poco significativas.

### 3.3.4. Descomposición de la variación de la ratio “deuda pública”-“PIB” española

- De este análisis podemos descomponer la variación del stock de deuda pública en % del PIB en estos 3 componentes:

IMAGEN 4.- Descomposición de la variación de la ratio “deuda pública”-“PIB” española



Fuente: Estévez, V. & Prats, M. (2023). Cambios en la ratio stock de deuda pública/PIB de la economía española y sus componentes, 2000-2024. Viaje al Fondo de las Finanzas Internacionales. <http://vicenteesteve.blogspot.com/2023/04/cambios-en-la-ratio-stock-de-deuda.html>

- En primer lugar, durante el período del “boom” de la construcción (2000-2007), el stock de deuda pública/PIB se reduce anualmente y el único componente que hace aumentar esta ratio es el término del “ajuste déficit-deuda” (se registró una caída de 25,2 puntos porcentuales de la ratio “deuda pública”-“PIB” en el conjunto de este período, tal y como se aprecia en la Imagen 1).
- En segundo lugar y, por el contrario, en el período 2008-2014, la ratio crece anualmente de manera significativa, fundamentalmente por la aparición de déficits públicos primarios y por el “efecto bola de nieve” de los años 2012 y 2013 (subida de 65 puntos porcentuales del stock de deuda pública/PIB en el conjunto de este período).
- En tercer lugar, en el período 2015-2019 el stock de deuda pública/PIB se estabiliza ligeramente por debajo del 100 %, ya que los 3 componentes se comportan de manera moderada o se reducen, y sus efectos sobre la variación de la ratio son muy bajos (caída de 5,1 puntos porcentuales del stock deuda pública/PIB en el conjunto de este período).
- En cuarto lugar, los efectos de la pandemia del COVID-19 se hacen notar de manera importante en el año 2020, al registrarse una subida de 24,5 puntos porcentuales del stock deuda pública/PIB. Este fuerte incremento se debe tanto a los efectos negativos del elevado déficit público primario, del enorme “efecto bola de nieve”, pero también de un importante efecto negativo del término “ajuste déficit-deuda”.
- Por último, para el período 2022-2024, se prevé una ligera caída del stock de deuda pública/PIB de 6,3 puntos porcentuales, ya que los efectos negativos de los déficits públicos primarios se verán compensados por el efecto positivo del término  $(r_{t-1} - \gamma_t^Y)$  (i.e. “efecto bola de nieve”) y por el efecto casi neutral del “ajuste déficit-deuda”.