



Universidad de Valladolid

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Economía

Deuda Pública

Presentado por:

Ana Salvador Maroto

Tutelado por:

Luis Carlos Meneses Poncio

Valladolid, 12 de julio de 2019

RESUMEN

Este trabajo se centra en el análisis de la deuda pública española. Para ello, después de explicar su significado e introducir diversas clasificaciones, analizaremos los principales instrumentos de deuda pública española emitidos por el Tesoro Público: las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado. Su rentabilidad en los últimos años ha sido muy baja e incluso negativa. Estos títulos se negocian en los mercados de deuda, tanto primario, que es aquel donde se emiten mediante subasta los títulos por primera vez, como en el secundario, aquel mercado donde se negocian con posterioridad. Además, se estudia cómo ha evolucionado la deuda pública española, analizando las causas del rápido incremento de la deuda desde el inicio de la crisis económica de 2008 y desglosando el reparto de la deuda entre las distintas Administraciones Públicas. Se muestra una previsión sobre la deuda futura en España y se analizan los problemas derivados del elevado volumen de deuda, comparando dicho volumen con el de otros países de la Unión Europea. Por último, se plantea una serie de alternativas para reducirla.

ABSTRACT

This paper focuses on the analysis of Spanish public debt. To do this, after explaining its meaning and introducing various classifications, we will analyze the main instruments of Spanish public debt issued by the Treasury: the Treasury Bills and the Bonds and Obligations of the State. Its profitability in recent years has been very low and even negative. These securities are traded in debt markets, both primary, which is where securities are issued by auction for the first time, and secondary, that market where they are negotiated later. In addition, it studies how the Spanish public debt has evolved, analyzing the causes of the rapid increase in debt since the beginning of the economic crisis of 2008 and splitting the distribution of debt among the different Public Administrations. A forecast is shown on the future debt in Spain and the problems arising from the high volume of debt are analyzed, comparing this volume with that of other countries of the European Union. Finally, a series of alternatives is proposed to reduce it.

ÍNDICE DE CONTENIDO

1.	INTRODUCCIÓN.....	4
2.	CONCEPTO Y CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA	6
3.	MERCADO DE DEUDA PÚBLICA	7
3.1.	Intervinientes en el mercado de deuda pública español.....	8
3.2.	Mercado Primario	9
3.2.1.	Subasta de los Valores del Tesoro	9
3.3.	Mercado Secundario.....	11
3.3.1.	Tipos de operaciones	12
4.	VALORES DEL TESORO.....	13
4.1.	Letras del Tesoro.....	13
4.2.	Bonos y Obligaciones del Estado	15
4.2.1.	Strips de deuda: Bonos y Obligaciones segregables	17
4.3.	Rentabilidad actual de los títulos de deuda pública	18
5.	EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA SOBERANA EN ESPAÑA.....	20
5.1.	Evolución de la de la deuda pública en España desde 1995	22
5.2.	Deuda pública por tipo de Administración Pública	24
6.	PREVISIONES FUTURAS Y ALTERNATIVAS PARA REDUCIRLA	27
7.	CONCLUSIONES.....	30
	BIBLIOGRAFÍA.....	31

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Gráfico 4.1. Rentabilidad Valores del Tesoro.....	19
Gráfico 5.1. Evolución de la deuda pública en España (en porcentaje del PIB)	22
Gráfico 5.2. Evolución de la deuda pública en España (en millones de euros).23	
Gráfico 5.3. Evolución de la deuda por AAPP	24
Tabla 5.1. Deuda comparativa CCAA 2018	25
Gráfico 5.4. Evolución de la deuda de la Seguridad Social (en millones de euros)	27
Gráfico 5.5. Evolución de los recursos del Fondo de Reserva de la Seguridad Social	27
Gráfico 6.1. Evolución deuda pública (% del PIB) de países de Europa	28

1. INTRODUCCIÓN

Hoy en día la deuda pública es un tema que abordan frecuentemente los periódicos, las noticias televisivas y otros medios de comunicación. Esto es así porque es uno de los problemas más importantes que debe afrontar actualmente la economía mundial. Pero, ¿se sabe realmente qué es la deuda pública? ¿Por qué se ha producido este incremento tras la crisis? ¿Cómo nos perjudica este nivel tan alto como país? ¿Se puede reducir la deuda? ¿Cómo? Trataremos de responder estas y otras cuestiones a lo largo del trabajo.

Como recoge la web Finanzas para todos (s.f.), la deuda pública está formada por el conjunto de compromisos de pago que poseen las distintas Administraciones Públicas con otros Estados o con el sector privado. La deuda suele estar representada en títulos valor de renta fija. En España, los más comunes son las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado, denominados genéricamente Valores del Tesoro, emitidos por el Tesoro Público con el fin de obtener la financiación necesaria para el Estado. Además del Tesoro Público, en el mercado de deuda intervienen otros participantes como el Banco de España o diversas entidades financieras (véase Edufinet, s.f.).

La deuda pública está relacionada con el déficit público, ya que este exceso de gasto solo puede ser soportado por las Administraciones Públicas si se emite deuda. Además, los intereses generados por la deuda deben ser pagados, por lo que, cuanto mayor sea la cuantía de éstos, mayor será el gasto público y menor el ahorro.

La emisión de deuda pública puede ser utilizada como un instrumento de política monetaria de acuerdo a la estrategia de las autoridades estatales. Los Estados pueden comprar o vender deuda pública para controlar la oferta monetaria, de forma que si hay inflación pueden cambiar títulos por dinero vendiendo deuda pública. Se consigue reducir de esta manera la cantidad de dinero en circulación. Análogamente, si hay deflación los Estados pueden inyectar dinero comprando títulos de Deuda pública.

En la Unión Europea, la política monetaria es competencia del Banco Central Europeo (BCE). El BCE puede variar los tipos de interés con el fin de influir en el nivel de endeudamiento de un país: una bajada de los tipos fomenta la

DEUDA PÚBLICA

realización de nuevas emisiones de deuda mientras que una subida tiene el efecto contrario. Los tipos de interés bajos, a corto plazo, estimulan la economía, pero puede provocar burbujas e inversiones improductivas que no se realizarían con tipos más elevados (véase Maqueda, A., 2019).

Los títulos de deuda pública se negocian tanto en el mercado primario como en el mercado secundario de deuda. El mercado primario es aquél en el que se negocian los títulos en el momento de su emisión, cuando se ponen a la venta por primera vez. Existen diversos métodos para realizar la emisión de los títulos. Los Valores del Tesoro, por ejemplo, se emiten habitualmente mediante un procedimiento de subasta. Sin embargo, cuando se quiere negociar los títulos en algún momento posterior al de su emisión, se debe acudir al mercado secundario, que es el dedicado a la compraventa de los títulos emitidos con anterioridad en el mercado primario. Esta negociación se puede realizar a través de operaciones simples (al contado o a plazos) o a través de operaciones dobles (repos o simultáneas).

La rentabilidad de los títulos de deuda pública, en la actualidad, es muy baja e incluso negativa, como ocurre desde 2015 con las Letras del Tesoro. Aunque parezca irónico que los inversores decidan adquirir deuda con dicha rentabilidad, veremos que existen motivos razonables que lo explican (Self Bank, 2019).

Es importante conocer cómo ha evolucionado la deuda pública española desde que comenzó a tener peso (siglo XV) hasta el momento actual. En este trabajo nos centraremos más en el periodo comprendido entre 1995 y 2018, explicando sus causas y consecuencias a partir de datos recopilados del Banco de España (BE). Desde 2007, año previo al inicio de la última crisis económica, la deuda pública se ha disparado como consecuencia del aumento del gasto público, de la disminución de ingresos y del rescate de la deuda privada. En los últimos años, nos encontramos ante una estabilización de los niveles de deuda pública y ante un buen momento para reducirla, aprovechando el actual crecimiento económico. No obstante, es importante resaltar que, adicionalmente, se deberían tomar medidas sobre el Sistema de Pensiones, tras el progresivo agotamiento de los recursos existentes en el Fondo de Reserva de la Seguridad

Social, con el fin de evitar el aumento de la deuda de las Administraciones de la Seguridad Social.

Este trabajo se organiza como sigue. En el segundo apartado, se define la deuda pública y se clasifica atendiendo a diversos criterios. En el apartado tercero se muestran los principales participantes del mercado de deuda pública en España y se analiza cómo funcionan los mercados, tanto primario como secundario, donde se emiten y negocian los títulos de deuda. En el apartado cuarto, profundizaremos en los Valores del Tesoro, que son los principales títulos de deuda pública existentes en España, y mostraremos algunas de las razones que explican la baja rentabilidad actual de estos títulos. En el apartado quinto, se estudia la evolución de la deuda pública española y cómo ha variado la deuda desglosada por Administraciones Públicas. Por último, en el apartado sexto, analizaremos el problema real que causa un volumen de deuda tan elevado como el actual, plasmando una serie de alternativas para reducir la deuda soberana antes de que la situación actual empeore, haciendo una comparativa con otros países de la Unión Europea.

Para la elaboración de este trabajo se han utilizado datos de fuentes oficiales como el Banco de España, Eurostat, Datosmacro o la Seguridad Social. La información bibliográfica se ha obtenido a través de informes realizados por instituciones oficiales como el FMI, Banco de España o el Tesoro Público. También se han consultado artículos de contenido económico como el de Nieto González y García Moreno (2000), Santos Sanz (1998) o Pajero Gamir (2018), entre otros.

2. CONCEPTO Y CLASIFICACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Según Nieto González y García Moreno (2000), la deuda pública, o deuda soberana, se define como el conjunto de pasivos financieros que poseen las Administraciones Públicas. Constituye una importante fuente de financiación cuando se necesita liquidez para llevar a cabo determinados objetivos estatales. A cambio, las Administraciones Públicas deben devolver en un futuro el principal junto con los intereses según unos plazos preestablecidos. Actualmente, la

DEUDA PÚBLICA

deuda pública se representa mediante Anotaciones en Cuenta¹, en vez de lo que ocurría hasta 1987 donde el inversor poseía el título físico.

La deuda pública se puede clasificar según diversos criterios como recoge el Observatorio Económico Social UNR (2015). El más extendido es aquel que atiende a la fecha de vencimiento, distinguiendo entre deuda a corto, medio y largo plazo. La **deuda a corto plazo** se emite con un vencimiento de año y medio máximo y se utiliza para cubrir las necesidades de tesorería del Estado. En cambio, los títulos de **deuda a medio plazo** son aquellos cuya amortización oscila entre 2 y 5 años y se emiten con el fin de hacer frente a los gastos ordinarios. Por último, la **deuda a largo plazo** es la que tiene un vencimiento superior a 5 años y tienen como misión obtener los recursos necesarios para gastos extraordinarios. En España, el Tesoro Público emite valores a todos estos plazos: Letras del Tesoro a corto plazo, Bonos del Estado a medio plazo y Obligaciones del Estado a largo plazo.

Otro criterio para clasificar la deuda es aquel que distingue entre deuda real y deuda ficticia. Hablamos de **deuda pública real** cuando los títulos pueden ser adquiridos por los bancos privados, por los particulares y por el sector exterior. En cambio, cuando se ofrece al Banco Central del país se considera **deuda pública ficticia**. Esta última equivale a una creación solapada de dinero.

Por último, también se distingue entre deuda interna y externa. Como su nombre sugiere, la **deuda interna** es la que puede ser adquirida, exclusivamente, por los nacionales del mismo país que la emite. La **deuda externa**, por el contrario, es la que se suscribe por parte de los extranjeros.

3. MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

El mercado de deuda pública es aquel donde se ponen en contacto los estados o administraciones públicas, que necesitan financiación, y los inversores que están dispuestos a proporcionarles esa financiación a cambio de una rentabilidad. En el mercado de deuda pública intervienen distintos agentes y se puede distinguir entre mercado primario y secundario: en el mercado primario es

¹ **Anotaciones en cuenta:** son los registros contables informáticos que sustituyeron a los títulos físicos y que permiten agilizar y mejorar la seguridad de las transacciones de valores.

donde se colocan los títulos la primera vez que se ponen a la venta, mientras que en el mercado secundario es donde se negocian e intercambian los títulos, emitidos anteriormente, en cualquier momento posterior (véase Vázquez Burguillo, s.f.).

3.1. Intervenientes en el mercado de deuda pública español

Como hemos comentado anteriormente, en España el principal emisor de los títulos de deuda pública es el Tesoro Público y se denominan, genéricamente, Valores del Tesoro. En el mercado de deuda español intervienen diferentes agentes (véase Tesoro Público, s.f.e):

- **Tesoro Público:** es el encargado de emitir los valores de deuda pública, fijar su volumen, rendimiento, etc. Además, debe velar por mantener un grado de liquidez estable y obtener los recursos necesarios para cubrir los gastos del Estado al menor coste posible con un riesgo limitado.
- **Titulares de cuenta:** son las entidades financieras autorizadas para la adquisición de deuda a nombre propio en la Central de Anotaciones².
- **Entidades Gestoras:** son las encargadas de llevar, de forma individualizada, el registro de los valores a aquellos inversores que no tengan acceso a la Central de Anotaciones. Poseen en ésta una cuenta global de terceros.
- **Banco de España:** es el agente financiero que gestiona la Central de Anotaciones. Posee personalidad jurídica y actúa con autonomía respecto al Estado. Además, es el organismo supremo del mercado de deuda pública.
- **Creadores del Mercado:** son un grupo reducido de entidades financieras cuya finalidad es facilitar la liquidez en el mercado secundario de deuda y cooperar con la Dirección General del Tesoro para la difusión de la deuda tanto en el interior del país como en el

² **Central de Anotaciones:** es el registro central de la representación de valores mediante registros informáticos.

exterior. Los Creadores del Mercado tienen que cumplir algunos requisitos como ser titular de cuenta a nombre propio en Iberclear³ y actuar durante al menos un mes en el mercado primario y en el secundario para demostrar su compromiso. Tienen una serie de derechos, como el acceso a segundas vueltas, se les permite realizar la segregación y reconstrucción de valores o participar en la fijación de los objetivos relacionados con la emisión. Pero también tienen obligaciones, como participar en las subastas del Tesoro Público, asegurar el buen funcionamiento del mercado o contribuir con la información que el Tesoro requiera sobre el mercado de deuda, entre otras.

3.2. Mercado Primario

Si hablamos de mercado primario de deuda pública nos referimos a aquel en que se emiten y se ofertan, a los inversores, por primera vez los títulos de renta fija (Edufinet, s.f.).

Entre las distintas emisiones de deuda pública existentes nos centraremos, debido a su importancia dentro del mercado español de renta fija, en los procedimientos de emisión y subasta de los Valores del Tesoro, realizadas por el Tesoro Público.

3.2.1. Subasta de los Valores del Tesoro

La emisión de los Valores del Tesoro se realiza principalmente a través de subastas competitivas. Una subasta, en finanzas, es una venta organizada de títulos a través de un conjunto de normas que determinan la forma en la que los demandantes interactúan entre ellos con el objetivo de adquirir un título valor (véase Tesoro Público s.f.f.).

³ **Iberclear:** es el Depositario Central de Valores español. Presta servicios técnicos y operativos relacionados directamente con los de registro, compensación y liquidación de los valores.

DEUDA PÚBLICA

Como recoge el Tesoro Público (s.f.d), al inicio de cada año se publica en el BOE las fechas en las que se celebrarán las subastas de cada Título Valor, las de presentación de peticiones y las de liquidación y entrega de los títulos.

Los inversores que deseen participar en una subasta competitiva de Valores del Tesoro deben realizar peticiones al Tesoro Público. Estas pueden ser de dos tipos (BBVA, 2015):

- **Competitiva:** estas peticiones se caracterizan por llevar especificado la cantidad de títulos que se quieren adquirir y el precio que se está dispuesto a pagar por ellos.
- **No competitiva:** en estas peticiones no se señala ningún precio de compra. Los inversores aceptarán el precio medio ponderado que resulte de la subasta.

Una vez recibidas todas las peticiones, el Tesoro Público las ordena de mayor a menor precio ofertado y determina el precio mínimo, o precio marginal, que está dispuesto a aceptar, rechazando todas las peticiones que hayan ofertado un precio inferior. Este precio mínimo dependerá del volumen de títulos que quiera colocar en el mercado el Tesoro, el cuál dependerá, a su vez, de las necesidades de financiación que en ese momento tenga el Estado.

Con las peticiones aceptadas el Tesoro Público determina el precio medio ponderado resultante de la subasta (media de los precios ofertados por las peticiones aceptadas, ponderados por las cantidades demandas a cada precio) y procede a la adjudicación de la siguiente manera:

- Las peticiones no competitivas se adjudican todas al precio medio ponderado.
- Las peticiones competitivas aceptadas que hubieran ofertado un precio inferior al precio medio se adjudican al precio ofertado.
- Las peticiones competitivas que hayan ofertado un precio mayor o igual al precio medio se adjudican a este precio medio.

Desde 1991, existe la posibilidad de desarrollar la **segunda vuelta** en las subastas de deuda pública y solo podrán acceder los Creadores de Mercado. En este caso, las peticiones serán adjudicadas al precio medio ponderado resultante

de la fase de subasta y el importe máximo que se pueden emitir en la segunda vuelta será el 24% del nominal adjudicado en la primera.

3.3. Mercado Secundario

El mercado secundario es el dedicado a la compraventa de los valores que anteriormente ya han sido emitidos en el mercado primario. Su objetivo principal es dotar de liquidez a los instrumentos de deuda emitidos en el mercado primario.

El mercado AIAF⁴ es el principal mercado español donde se negocian los títulos de renta fija. Está integrado en Bolsas y Mercados Españoles (BME), operador que aglutina todos los mercados de valores financieros en España, por lo que está regulado y controlado por las autoridades. Su creación en 2011 tuvo como objeto la instauración de un mercado de negociación de renta fija para inversores particulares y asegurar así mayor liquidez y transparencia en el mercado de deuda pública. Particularmente, la deuda pública se negocia a través de la plataforma SEND (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda), integrada en AIAF, donde cualquier inversor particular puede adquirir cualquier instrumento de deuda pública (BMERF, s.f.).

Tal como indican Nieto González y García Moreno (2000), se puede distinguir en el mercado secundario un mercado mayorista y otro minorista.

En el **mercado mayorista** encontramos dos escalones: el *mercado ciego* (1^{er} escalón) y *el sistema de negociación bilateral* (2^o escalón). El mercado ciego, denominado así porque los mediadores no aportan información de quiénes son sus participantes, se caracteriza porque los integrantes (miembros del mercado), conocidos como *dealers*, ofrecen precios de compra y venta de los títulos. A partir de estos precios, los *brokers interdealers*⁵ se encargan de mostrar los valores de cotización de los títulos que no son otra cosa que el precio final al que se realizan las transmisiones de los títulos. La negociación se lleva a cabo en su totalidad electrónicamente. En el segundo escalón, el sistema de negociación bilateral, la negociación se realiza de manera directa, ya sea vía telefónica o ya

⁴ **AIAF**: Asociación de Intermediarios de los Activos Financieros.

⁵ **Brokers interdealers**: son los intermediarios financieros que ayudan en las transacciones entre los compradores y vendedores a cambio del cobro de una comisión. Además, asesora e informa sobre temas relacionados con la operación.

sea mediante un bróker (intermediario) que pone en contacto a compradores y vendedores (miembros del mercado).

En el **mercado minorista**, hasta el 2013, los participantes, por no ser miembros del mercado, debían acudir a Entidades Gestoras para poder actuar en el mercado secundario, siendo estos los encargados de negociar las operaciones que demandaban. Desde ese año, el Tesoro Público permite a los pequeños inversores la compraventa de deuda pública a través de la plataforma electrónica SEND.

3.3.1. Tipos de operaciones

Según Santos Sanz *et al.* (1998), en el mercado secundario de deuda pública de España, existen dos tipos de operaciones: simples (con una única compraventa) y dobles (con dos compraventas de sentido contrario).

Las **operaciones simples** se realizan en una sola dirección, el título de deuda se considera transmitido en el momento que se especifique en el contrato de compraventa y el nuevo poseedor podrá transmitir el título de deuda libremente en el mercado secundario. Dentro de las operaciones simples podemos distinguir entre las *operaciones al contado* y las *operaciones a plazo*. La diferencia entre ambas radica en que en las primeras la transmisión efectiva de los valores se debe producir antes de que transcurra cinco días hábiles desde la fecha de contratación, mientras que en las segundas la transacción se produce después de ese plazo.

Por su parte, en las **operaciones dobles** se distingue entre operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija, operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista y operaciones simultáneas.

- Las *operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija* son conocidas también como operaciones *repo*. En estas operaciones, el propietario de los valores vende a un comprador los títulos, acordando con él un precio y una fecha de recompra. Esta fecha debe situarse entre la de venta y la de vencimiento. Al igual que las operaciones al contado, la venta inicial debe ser antes del quinto día posterior al de contratación. Además, no existe plena disponibilidad de los valores por parte del nuevo inversor ya que

DEUDA PÚBLICA

sólo podrá realizar otras operaciones repo si la fecha de vencimiento de éstas es previa a la acordada en la primera operación.

- Las *operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista*, conocidas como *operaciones repo a la vista*, posee las mismas características que las operaciones en fecha fija con la diferencia de que no se fija una fecha de recompra, sino que se determina un periodo en el que tanto el comprador como el vendedor pueden exigir la recompra de los títulos.
- Las *operaciones simultáneas* se caracterizan por la unión de dos operaciones simples en sentido contrario. La emisión y el nominal es la misma en ambas operaciones, pero la fecha de ejecución es distinta, dando la posibilidad de ser dos operaciones al contado, dos a plazo, o una al contado y otra a plazo. A diferencia de las operaciones repo, el comprador posee plena disponibilidad de los valores y no es necesario que la venta inicial sea antes del quinto día hábil posterior a la contratación.

4. VALORES DEL TESORO

Son los principales instrumentos de deuda pública que existen actualmente en España y son emitidos por el Tesoro Público. Como hemos comentado anteriormente, se emiten títulos a corto plazo, las Letras del Tesoro, y a medio y largo plazo, los Bonos y Obligaciones del Estado.

4.1. Letras del Tesoro

Las Letras del Tesoro son valores de renta fija a corto plazo creados en 1987 como instrumento de sustitución de los Pagarés del Tesoro existentes hasta ese momento. Su finalidad es cubrir las necesidad de financiación de tesorería (véase Nieto González y García Moreno, 2000). En la actualidad, el Tesoro Público emite Letras del Tesoro a 3, 6, 9 y 12 meses, aunque algún año también ha emitido Letras a 18 meses. Las variaciones en el precio en el mercado secundario son escasas, por lo que su rentabilidad es reducida y su riesgo, para los inversores que prevean su venta antes de la fecha de vencimiento, es menor que en otras alternativas de inversión (Tesoro Público. s.f.c).

DEUDA PÚBLICA

Las Letras del Tesoro son valores emitidos al descuento, de nominal 1.000 euros. Por lo tanto, no tienen pago explícito de intereses y su rentabilidad se obtiene de forma implícita a partir de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta o nominal, según proceda.



Se emiten mediante el procedimiento de subasta competitiva que hemos comentado en el apartado anterior. Cuando se acude a la subasta, la petición mínima de compra es de 1.000 euros y las compras de importe superior han de ser múltiplos de esta cantidad.

Con el precio medio o precio marginal resultante de la subasta, estableciendo la equivalencia financiera entre estos precios y valor nominal, se puede determinar los tipos de interés medio o marginal a partir de la siguiente expresión:

$$N = \begin{cases} P_m \cdot \left(1 + i_m \cdot \frac{t}{360}\right) & \text{si } t \leq 1 \text{ año,} \\ P_m \cdot (1 + i_m)^{\frac{t}{360}} & \text{si } t > 1 \text{ año.} \end{cases}$$

siendo N el nominal de la Letra, P_m el precio medio o marginal del título, según proceda, i_m el tanto de interés medio o marginal y t el número de días hasta el vencimiento.

Para determinar el precio de una Letra del Tesoro en el mercado secundario también se utiliza la anterior expresión, siendo P_m el precio de mercado del título e i_m el tipo de interés que exija el mercado para este la Letra en ese momento.

Por último, según recoge la Asociación de Mercados Financieros (s.f.b), la Tributación de las Letras del Tesoro se lleva a cabo de la siguiente forma:

- El rendimiento generado en la amortización o transmisión de las Letras del Tesoro tiene la consideración de capital mobiliario sujeto al IRPF. Se deberá incluir en la base imponible general de dicho impuesto y, tras aplicar las escalas de éste, tributará al tipo de gravamen resultante. Además, no existe retención a cuenta de dicho rendimiento.

- Las rentas procedentes de los instrumentos de deuda pública tributan, con carácter general, al 25% en el Impuesto sobre Sociedades. Los rendimientos están libres de retención excepto si proceden de cuentas financieras basadas en Valores del Tesoro.

4.2. Bonos y Obligaciones del Estado

Los Bonos y Obligaciones del Estado, a diferencia de las Letras del Tesoro, son valores emitidos a medio y largo plazo (véase Tesoro Público, s.f.a). Tal como señalan Nieto González y García Romero (2000), la única diferencia entre Bonos y Obligaciones del Estado está en su plazo de amortización: en los Bonos oscila entre 2 y 5 años, y en las Obligaciones es superior a 5 años. Las emisiones más habituales realizadas por el Tesoro Público en los últimos años han sido Bonos a 3 y 5 años y Obligaciones a 10, 15 y 30 años. No obstante, mediante la compra o venta de títulos en el mercado secundario el inversor puede invertir a otros plazos.

Los Bonos y Obligaciones del Estado son títulos con valor nominal de 1000 euros y pago periódico de intereses, denominados cupones. Estos cupones son cobrados anualmente en una cuantía y fecha conocidas por el inversor desde el momento de su adquisición. En general, los cupones, I_B , se calculan de la siguiente forma, siendo i el tipo de interés nominal anual del título y N su valor nominal:

$$I_B = i \cdot N.$$

No obstante, desde el año 2014 el Tesoro Público realiza emisiones de Bonos y Obligaciones indexados, en los que el importe de los cupones se determina a partir de un coeficiente de indexación que depende de la inflación europea.

De esta forma, la rentabilidad que se obtiene de una inversión en Bonos y Obligaciones del Estado puede proceder de un doble origen: por un lado, del pago de los cupones (rentabilidad explícita) y, por otro, de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta o amortización (renta implícita).

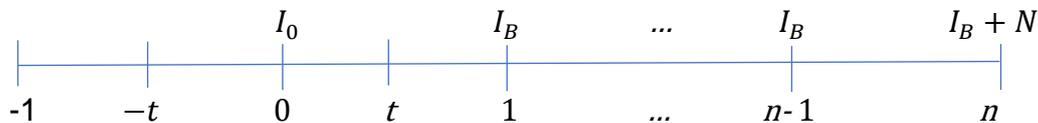
El procedimiento que sigue el Tesoro Público para la emisión de estos títulos es el de la emisión por tramos. Lo que hace el Tesoro Público es fijar las características de una emisión concreta: volumen a emitir, fecha de vencimiento,

importe de los cupones anuales, fecha de su pago, etc. Con el fin de garantizar que existe la suficiente liquidez en el mercado para la adquisición de los títulos, en vez de subastar el volumen total a emitir en una única subasta, divide este volumen en partes más pequeñas (tramos) que se emiten en subastas sucesivas. Aunque los títulos se ponen en circulación en diferentes momentos, todos tienen las mismas características. De esta forma, muy rara vez la emisión de un Bono y Obligación a n años tiene esa duración exacta ya que las subastas se podrán producir antes o después del origen teórico⁶ de la operación.

Sólo cuando la subasta es anterior al origen teórico, el Tesoro Público decide pagar en ocasiones un cupón reducido (I_0) determinado de la siguiente forma, siendo t el número de días entre la subasta y el origen teórico:

$$I_0 = N \cdot i \cdot \frac{t}{365}.$$

En el siguiente gráfico de flujo de fondos, están plasmados los capitales que entregará el Tesoro Público, tanto si la subasta se realiza t días antes del origen teórico ($-t$) como si se hace días t después (en este último caso $I_0 = 0$).



Al igual que en las Letras del Tesoro, se puede determinar los tipos de interés medio y marginal resultantes de la subasta. Para ello se establece la ecuación de equivalencia financiera entre el precio medio o marginal de los títulos, por un lado, y el importe de los cupones anuales y el nominal del título, por otro, de la siguiente manera:

$$P_m = (1 + i_m)^{\frac{t}{365}} \left[I_0 + I_B \cdot a_{\bar{n}|i_m} + N \cdot (1 + i_m)^{-n} \right],$$

donde P_m es el precio medio o marginal resultante de la subasta, t es el número de días que hay hasta el origen teórico de la operación (será negativo si la

⁶ Llamamos **origen teórico** de un Bono y Obligación a n años a la fecha en la que faltan exactamente n años para su vencimiento.

subasta se realiza antes del origen teórico), n es el número de años que dura la emisión, e i_m es el tipo de interés medio o marginal, según proceda.

Para determinar el precio de un título en el mercado secundario se procedería de la misma forma, utilizando el tipo de interés que en ese momento exija el mercado para los títulos. Por tanto, este será igual al valor actualizado del nominal y de los cupones que queden por pagar hasta su vencimiento.

Por último, los Bonos y Obligaciones del Estado tributan de la siguiente forma como se muestra en la Asociación de Mercado Financieros (s.f.a):

- La cuantía de los cupones se considera rendimiento de capital mobiliario en el año que se reciben y tributan en el IRPF. Los intereses se deberán incluir en la base imponible general de dicho impuesto y tributará al tipo de gravamen resultante de las escalas del IRPF. En cambio, no están sometidos a retención a cuenta los rendimientos implícitos generados por la amortización o transmisión de los Bonos y Obligaciones del Estado (Tesoro Público, s.f.a).
- Las rentas procedentes de los Bonos y Obligaciones tributan al 25% en el Impuesto sobre Sociedades. Además, están libres de retenciones en cuenta excepto si los rendimientos derivan de cuentas financieras basadas en los Valores del Tesoro.

4.2.1. Strips de deuda: Bonos y Obligaciones segregables

Los Strips son instrumentos de deuda pública formados a partir de Bonos y Obligaciones del Estado denominados “segregables” y negociados en el mercado secundario. Son utilizados como instrumento para cubrir la demanda de deuda sin aumentar la variedad de valores emitidos por el Tesoro Público (s.f.g). La segregación o separación consiste en transformar un Bono u Obligación a n años en $(n+1)$ títulos, denominados “Strips”: uno por cada uno de los n cupones anuales del título y otro por el nominal. Una vez producida la segregación se debe dar de alta cada uno de ellos en la Central de Anotaciones.

De esta forma, tal como explica De Andrés Sánchez *et al.* (2004), los Strips transforman un Bono u Obligación, de rendimiento explícito, en un conjunto de valores de rendimiento implícito (rentabilidad por diferencia entre el precio de

compra y de venta). Cada parte segregada se coloca al descuento, pagando el comprador P_s esperando recibir I_B dentro de s periodos. Por tanto, se verifica lo siguiente, siendo i_s el rendimiento implícito que se obtendrá por el Strip:

$$P_s = I_B(1 + i_s)^{-s}.$$

También existe la posibilidad de “reconstrucción”, que es la operación inversa a la segregación. Se dan de baja en la Central de Anotaciones todos los valores segregados de rendimiento implícito, dándose de alta el citado Bono u Obligación. Los Creadores de Mercado son los únicos autorizados para realizar tanto las operaciones de separación como de reconstrucción (De Andrés Sánchez *et al.*, 2004).

La tributación de los Strips presenta las siguientes características según recoge la Asociación de Mercados Financieros (s.f.a):

- Los rendimientos implícitos de los Strips tributarán en el IRPF como rendimientos de capital mobiliarios. La rentabilidad no tributará hasta que no se produzca la transmisión del Strip. En el momento de venta o de amortización se aplicará una retención a cuenta del IRPF.
- Al igual que en el resto de las modalidades, las rentas procedentes de los Valores del Estado tributarán en el Impuesto de Sociedades al 25%. Los Strips poseen ventajas fiscales para los sujetos pasivos del Impuesto de Sociedades, debido a que el cupón del Strip no está sujeto a retención.

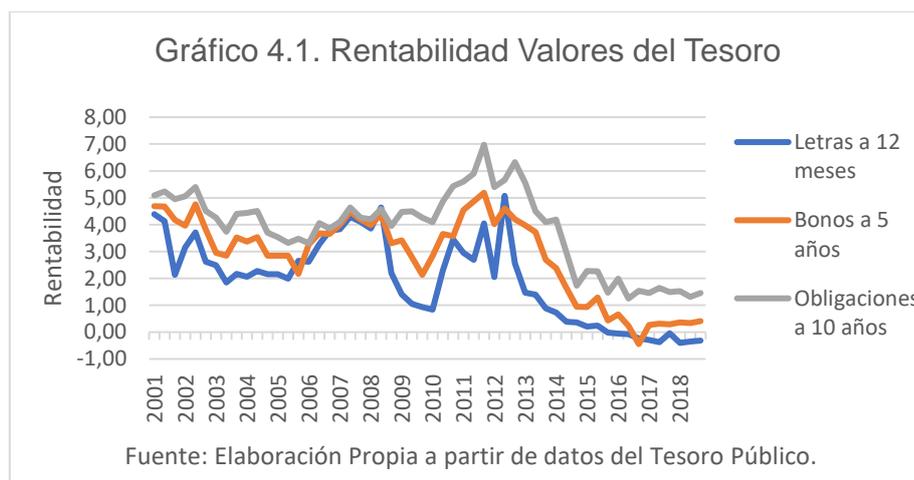
4.3. Rentabilidad actual de los títulos de deuda pública

Actualmente en España la deuda pública tiene unos niveles de rentabilidad muy bajos o incluso negativos, es decir, se paga por los títulos más que lo que se recibirá como contraprestación.

En el Gráfico 4.1, elaborado a partir de datos del Tesoro Público (s.f.b), se muestra la evolución de las rentabilidades de diversos Valores del Tesoro desde enero de 2001 hasta diciembre de 2018. Se observa como hasta 2006 la rentabilidad disminuye ligeramente. Durante los dos años siguientes, hasta el inicio de la crisis económica, la rentabilidad se recupera hasta valores similares a los que tenía inicialmente, en 2001. Entre 2008 y 2010, año en que se produce la crisis de la deuda soberana, la rentabilidad para las Letras del Tesoro y para

DEUDA PÚBLICA

los Bonos del Estado cae, aunque sigue aumentando para las Obligaciones del Estado. Con la crisis de 2010, la rentabilidad aumenta en todos los Valores del Tesoro hasta el año 2012, momento en que se produce un cambio en la política monetaria y el BCE decide comprar deuda pública en los mercados secundarios. Así, desde ese año hasta la actualidad se ha producido una caída progresiva de la rentabilidad de Letras, Bonos y Obligaciones, llegando a ser incluso negativa desde 2015 para las Letras del Tesoro.



Las principales razones que llevan a los inversores a adquirir deuda pública con rentabilidad muy baja o negativa son las siguientes (Self Bank, 2019):

- **Expectativas alcistas en los precios:** existen inversores que esperan que la rentabilidad siga bajando y, en consecuencia, el precio de los títulos de deuda suba para venderlo en el mercado secundario. Esto se produce porque cuando la rentabilidad que el mercado exige a unos títulos baja, el precio de los emitidos con anterioridad sube ya que se hacen más atractivos para los inversores. Al vencimiento, igualmente vamos a recibir el total del principal invertido, pero si queremos venderlo en el mercado secundario antes de la fecha de amortización, podremos hacerlo a un precio mayor.
- **Influencia de la inflación y el tipo de interés:** solemos fijarnos solo en el tipo de interés del título para calcular la rentabilidad nominal (tanto por ciento que expresa la remuneración total de la inversión) sin dar importancia a factores externos como la inflación. Sin embargo, muchos inversores tienen en cuenta la rentabilidad real de un título a la hora de

decidir sobre su adquisición. Esta rentabilidad tiene en cuenta factores adicionales al tipo de interés, como la inflación. De esta forma, si en una economía hay deflación se puede obtener una rentabilidad real positiva, aunque el tipo de interés de la deuda pública sea negativo, siempre que este sea superior al IPC. Adicionalmente, una inflación baja puede llevar al Banco Central Europeo a establecer tipos de interés negativos a los depósitos con los que remunera a los bancos para incentivar la concesión de préstamos a los clientes. Muchos estados están emitiendo deuda a tipos negativos, para financiarse, devolviendo menos de lo que recibieron en un principio.

- **Expectativas sobre divisas:** los inversores que esperan una depreciación de una divisa frente a otra pueden invertir en deuda con rentabilidad negativa. La explicación se encuentra en que si se espera que una divisa que cotiza con rentabilidad negativa se aprecie frente a otra, aumenta el valor de la primera divisa y puede compensar el efecto de la rentabilidad negativa.
- **Pagar por tener seguridad:** la inestabilidad en los mercados financieros hace que muchos inversores busquen seguridad en bonos de países solventes y más estables sin importarles que coticen con rentabilidad negativa.

5. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA SOBERANA EN ESPAÑA

Tal como señala Comín Comín (2016), la deuda pública en España empezó a tener peso como instrumento de financiación a partir del siglo XV, con los Reyes Católicos, con el fin de obtener los recursos necesarios en los conflictos bélicos. Este método de conseguir recursos para costear las guerras continuó en el reinado de Carlos I. No obstante, en estos años el Estado recaudaba un gran volumen de rentas y la emisión de deuda no fue un problema para la Hacienda Real porque se podía devolver el principal y pagar los intereses. Sin embargo, durante el reinado de Felipe II, se tuvieron que declarar varias bancarrotas por la imposibilidad del pago de la deuda. Estas situaciones de impago se agudizan a partir de 1621 y ocurren hasta el fin del reinado de la Casa Austria, ya que las

DEUDA PÚBLICA

rentas obtenidas por el Estado eran insuficientes para hacer frente al pago de intereses.

Tras la Guerra de Sucesión, los Borbones intentan solventar el problema de la deuda con medidas como la reducción de gastos y la emisión de vales reales. Entre 1808 y 1850 el volumen de deuda se incrementa, como consecuencia de la Guerra Carlista y la Guerra de la Independencia, provocando nuevas bancarrotas del Estado. Posteriormente, la situación mejora entre 1851 y 1898, principalmente debido a las políticas afectadas por el ministro de Hacienda Bravo Murillo (1851), el cual consigue pagar las obligaciones del Estado, y por el ministro Francisco Camacho (1881), quien consigue una reducción de la deuda tras el Sexenio Democrático.

Tras el desastre de Cuba, la deuda vuelve a ser uno de los problemas principales por la pérdida de peso en el escenario internacional y por la deuda cubana asumida por España. La neutralidad española durante la primera Guerra Mundial originó un auge empresarial y económico, ocasionando un saldo muy positivo de la balanza comercial e incrementándose la adquisición de deuda pública española en el extranjero.

Durante los primeros años del franquismo, la deuda aumentó debido al incremento del déficit público por los gastos incurridos durante la Guerra Civil. Sin embargo, en 1945 se produce una drástica caída de la deuda en porcentaje del PIB por la elevada inflación. A principios de la década de los 60, España es uno de los países más pobres de Europa y se recorta el gasto público. A partir de 1964 se suceden distintos Planes de Desarrollo para impulsar la industria. En 1973, con la primera crisis del petróleo, se finaliza el crecimiento iniciado en la década anterior. En esta década España alcanza los mínimos de endeudamiento.

En 1981, España sufre las consecuencias de la segunda crisis del petróleo. Aumenta el gasto para financiar el desarrollo del Estado de las Autonomías y para pagar los intereses de la deuda pública emitida para financiar el elevado déficit público.

La situación cambia, y la deuda pública deja de ser un problema, tras los requisitos impuestos a España para entrar en la Comunidad Europea en 1986

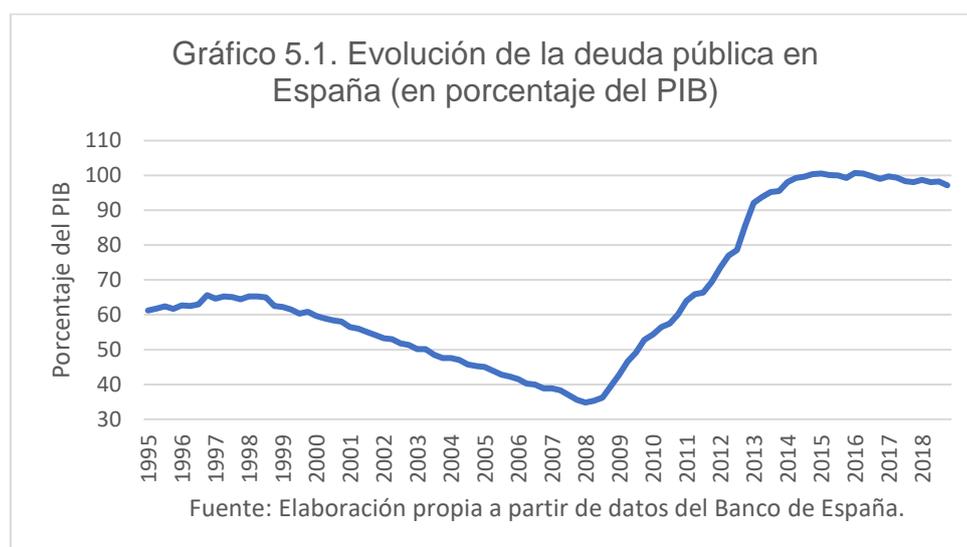
DEUDA PÚBLICA

(43,2 % del PIB). En 1993, España sufrió la recesión y como consecuencia el paro se disparó (24%) y la deuda también aumentó (56,16% del PIB) por el incremento del déficit público. Dicha crisis, trajo consigo la caída de la inversión y de los beneficios empresariales.

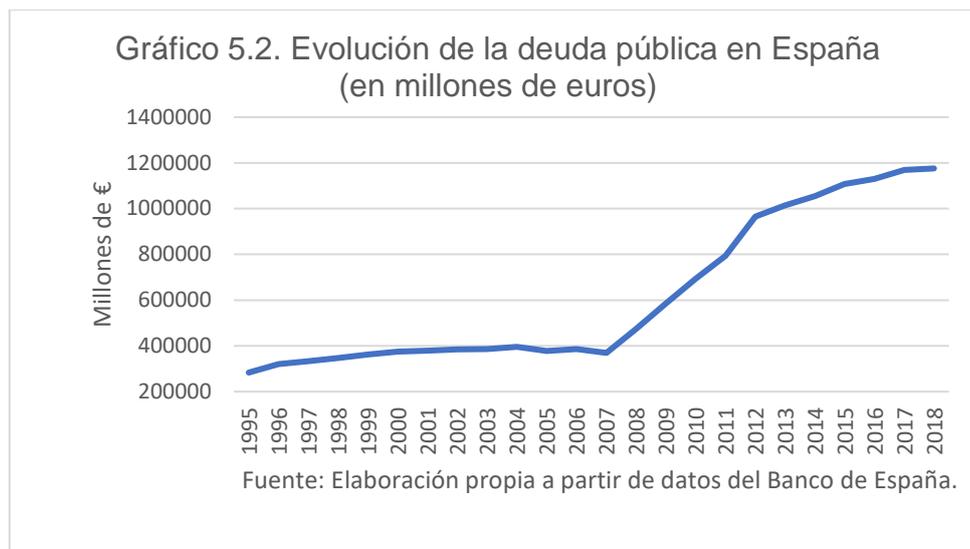
Desde 1995 hasta la crisis económica de 2008, España es un país que se ha caracterizado por tener un nivel de deuda pública relativamente moderado. A partir de ese momento la deuda se disparó como consecuencia del incremento del déficit público, los mecanismos de liquidez y el rescate bancario. Esta situación es común para todas las Administraciones Públicas (Administración Central, Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales y Administraciones de la Seguridad Social) que generan deuda y conjuntamente conforman la deuda pública estatal.

5.1. Evolución de la de la deuda pública en España desde 1995

En el Gráfico 5.1. se muestra la evolución de la deuda pública de España, entre 1995 y 2018, en términos relativos, medido en relación al PIB nacional, mientras que en el Gráfico 5.2 se muestra dicha evolución en términos absolutos, en millones de euros.



DEUDA PÚBLICA



Entre 1996 y 2007, la economía española disfruta de una época de prosperidad económica. La deuda pública pasa de representar un 63% del PIB en 1996 a un 35,6% del PIB a finales de 2007. En 1996 se llevó a cabo un plan de privatizaciones de empresas públicas con el fin, entre otros, de reducir la deuda para la entrada en el euro en 1997. En los años posteriores, aunque el volumen de deuda pública en términos absolutos se mantuvo, disminuye en términos relativos debido al crecimiento económico y al superávit. De modo que en este periodo las cuentas públicas estaban muy saneadas, con tasas de desempleo mínimas e ingresos públicos elevados.

Sin embargo, la economía comienza a deteriorarse a finales de 2007. El 15 de septiembre de ese año comienza la crisis financiera, originada por la quiebra de Lehman Brothers, fuertemente afectada por las hipotecas de alto riesgo “subprime”. El endeudamiento privado y la especulación inmobiliaria fueron los causantes de este deterioro ya que los bancos concedían demasiadas hipotecas y había un exceso de liquidez global. El resultado fue la explosión de la burbuja, la caída de la demanda y de los precios de la vivienda. En España crece el gasto público y se implanta el “Plan E” que consistió en la movilización de gran cantidad de dinero público con el intento de impulsar la actividad económica y reducir los efectos de la crisis de inversión.

Lo anterior, junto con otras partidas de gasto, provocó un progresivo aumento de la deuda pública desde finales de **2008 hasta 2014**. Además, este aumento de la deuda pública se agravó tanto por la crisis de deuda soberana que se

DEUDA PÚBLICA

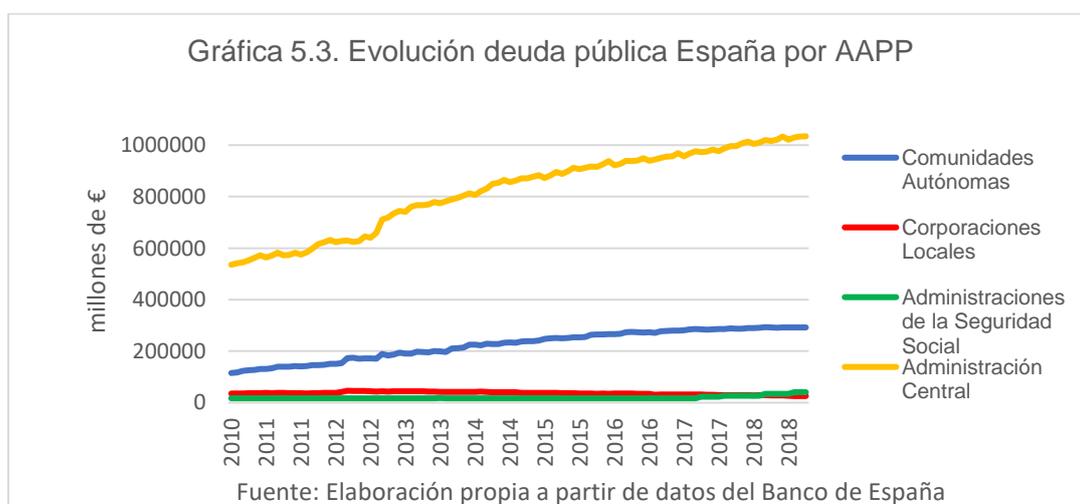
produjo en Europa a partir de 2010, como por una continua disminución en los ingresos públicos provocada por la fuerte crisis económica. La barrera del 100% del PIB fue superada por primera vez en el último trimestre de 2014, equivalente a más de un billón de euros. De esta forma, se pasó de un 39,5% del PIB a un 100,40% en tan solo 6 años. Las causas de este alto endeudamiento se atribuyen a diversas causas (véase CincoDías, 2018):

1. Elevados déficits públicos acumulados desde los años anteriores.
2. El programa de rescate a los bancos españoles.
3. Las medidas específicas diseñadas para que las Comunidades Autónomas paguen sus deudas como, por ejemplo, el pago a proveedores y el Fondo de Liquidez Autonómico.

Desde 2014, se produce una estabilización de la deuda pública, cayendo ligeramente en términos relativos y aumentando levemente en términos absolutos. Así, la deuda pública se sitúa, en el cuarto trimestre de 2018, en un 97,20% del PIB, con una caída de 3,2 puntos respecto a 2014.

5.2. Deuda pública por tipo de Administración Pública

En el Gráfico 5.3. se encuentra representada la evolución de la deuda por tipo de administración, distinguiendo entre deuda de la Administración Central, de las Comunidades Autónomas, de las corporaciones locales y de las Administraciones de la Seguridad Social.



La evolución que han tenido en los últimos años la deuda no ha sido la misma en todas ellas:

DEUDA PÚBLICA

- Administración Central:** es la que posee un mayor volumen de deuda dentro de las Administraciones Públicas, consecuencia de que hasta 1980 sólo ella tenía capacidad de endeudarse. El endeudamiento de la Administración Central ha pasado de más de medio billón de euros en 2010 a más del billón de euros en enero de 2019. Concretamente, fue en 2018 cuando la deuda de la Administración Central superó el billón de euros (87,8 % del PIB nacional). Las principales causas del incremento se encuentran en el déficit excesivo y en el dinero prestado por el Estado al resto de administraciones ya que computa como deuda de la Administración Central.
- Comunidades Autónomas:** el volumen de su deuda es elevado y ha pasado de 124.239 millones de euros en 2010 a 292.074 en enero de 2019. No obstante, viene reduciéndose desde el tercer trimestre de 2018. La deuda del conjunto de Comunidades Autónomas supuso en 2018 un 24,88% del PIB nacional.

Tabla 5.1. Deuda comparativa CCAA 2018

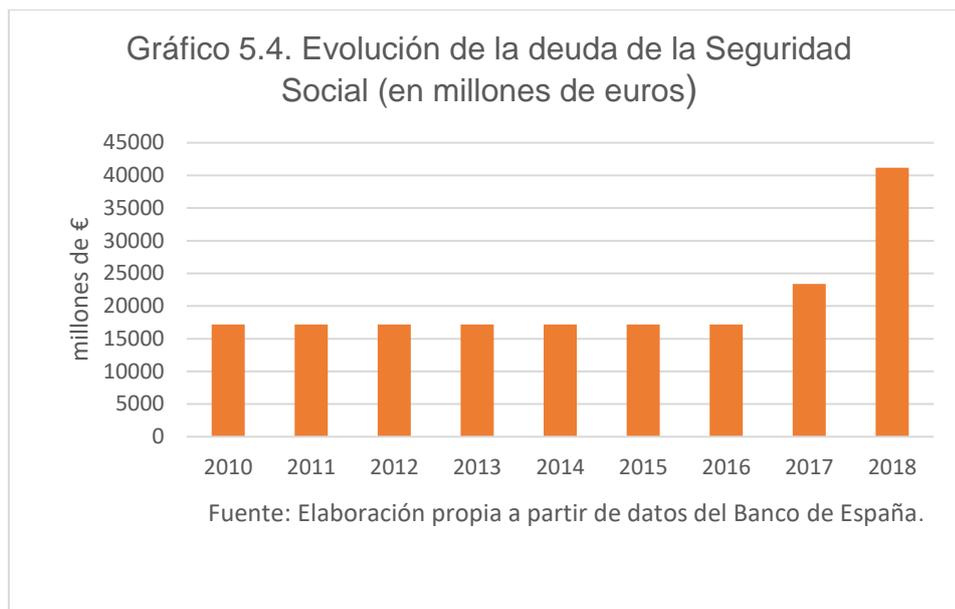
CCAA	Deuda total (M.€)	Deuda (%PIB CC. AA)
Andalucía	35.409	21,90%
Aragón	8.251	21,90%
Asturias	4.351	18,30%
Canarias	6.808	14,80%
Cantabria	3.171	23,20%
Castilla La Mancha	14.714	35,20%
Castilla y León	12.36	21,00%
Cataluña	78.732	33,90%
Comunidad Valenciana	47.084	41,80%
Extremadura	4.622	23,70%
Galicia	11.342	18,10%
Islas Baleares	8.706	27,60%
La Rioja	1.591	18,80%
Madrid	33.27	14,60%
Murcia	9.232	29,30%
Navarra	3.445	16,80%
País Vasco	10.041	13,60%
Total 2018	293.128	

Fuente: Elaboración propia a partir de Datosmacro

Fijándonos en la Tabla 5.1. las Comunidades Autónomas más endeudadas en relación a su PIB regional son Cataluña, Comunidad Valencia y Castilla La Mancha. En cambio, las menos endeudadas son Canarias, País Vasco y Madrid.

- **Corporaciones Locales:** la deuda de las Corporaciones Locales es la única que se ha reducido notoriamente en el periodo 2010-2018. Los ayuntamientos que comenzaban 2010 con 35.886 millones de euros, finalizan 2018 con 26.010 millones de euros, es decir, un 28,14% de reducción en ocho años. La deuda del conjunto de corporaciones locales supuso en 2018 un 2,21% del PIB nacional. Madrid es la corporación local con más deuda, pero junto con Barcelona (con mucha menos deuda), es el Ayuntamiento que más ha reducido su deuda en términos absolutos (véase EDeconomíaDigital, 2018).
- **Administraciones de la Seguridad Social:** la deuda pública de las Administraciones de la Seguridad Social se mantuvo estable, en torno a 17.000 millones, hasta 2017. Para no acabar con el Fondo de Reserva de pensiones el Gobierno en 2017 decidió pagar parte del déficit de la Seguridad Social con deuda, incrementando ésta, en ese año, hasta los 23.000 millones de euros. La situación desde entonces no ha cambiado y en 2018 ha superado los 41.000 millones de euros, al mismo tiempo que el Fondo de Reserva⁷ también ha disminuido (Jorrín, 2018). En el Gráfico 5.4 y en el Gráfico 5.5 se comprueba que la deuda de la Seguridad Social se ha mantenido constante mientras ha habido suficiente dinero en el Fondo de reserva, mientras que desde 2017 hasta la actualidad, ha aumentado por el casi agotamiento de los recursos en el Fondo de Reserva y por la necesidad de recursos. La deuda de las Administraciones de la Seguridad Social supuso en 2018 un 3,5% del PIB nacional.

⁷ **Fondo de Reserva:** es el fondo soberano creado por el Gobierno de España para garantizar el sistema público de Seguridad Social.



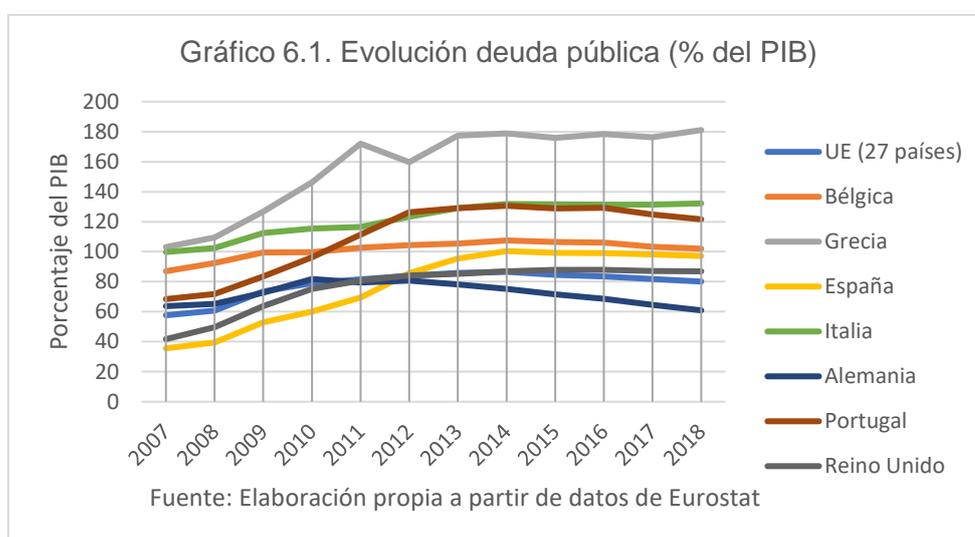
6. PREVISIONES FUTURAS Y ALTERNATIVAS PARA REDUCIRLA

Aunque la deuda pública existe en todos los países, ya que es una herramienta para asegurar políticas públicas, no afecta a todos de la misma manera. Algunos países nórdicos tienen una deuda alrededor del 40% del PIB y no necesitan pedir tanto dinero prestado como otros países como, por ejemplo, España. La Unión Europea (UE) considera que debe existir un techo para este nivel de endeudamiento público ya que limita el crecimiento económico del sector privado.

DEUDA PÚBLICA

El gran volumen de deuda es un problema para muchos países de la UE. El gasto público es difícil de reducir y los ingresos públicos son difíciles de aumentar por la presión social, luego parece difícil lograr que esta deuda sea sostenible.

En el Gráfico 6.1. elaborado a partir de datos de Eurostat (2019), se muestra la deuda pública en porcentaje del PIB de varios países de la UE. Según el artículo elaborado por Gaspar y Jaramillo (2018) del Fondo Monetario Internacional (FMI), los países con una deuda elevada pueden poner en peligro tanto su capacidad de endeudamiento futura como la evolución de su economía ya que son vulnerables a variaciones en las condiciones de financiación.



En Europa, la institución que garantiza que el dinero se devuelva a los inversores es el Banco Central Europeo. Con el fin de regular el nivel de endeudamiento de los países, un instrumento que ha tenido el BCE ha sido la variación en los tipos de interés. Así, una subida en los mismos debería provocar una disminución en el volumen de deuda pública ya que los países tendrían que asumir y mayor coste. No obstante, tal como señala Martí (2016), en 2008 el BCE subió los tipos de interés y provocó, por ejemplo, que Grecia quebrara debido al alto endeudamiento. Como consecuencia de la presión social, el BCE volvió a comprar deuda a los estados para evitar episodios de inestabilidad financiera y que los estados no tuvieran que hacer ajustes fiscales fuertes.

En la actualidad, en España la deuda pública sigue creciendo. En marzo de 2019 lograba un récord en términos absolutos ascendiendo a 1,2 billones de euros (Banco de España, s.f.). Aunque el PIB de España lleve varios trimestres

DEUDA PÚBLICA

creciendo a ritmos cercanos al 3% y haya reducido su desempleo, tanto el FMI, como la OCDE y la Comisión Europea advierten sobre la necesidad de reducir urgentemente la deuda pública para evitar que la economía colapse y se produzca una nueva crisis económica. Sin embargo, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (organismo creado por el Gobierno español cuyo objetivo es garantizar la estabilidad presupuestaria y la sostenibilidad financiera) asegura que el objetivo de deuda (lograr que se sitúe por debajo del 60% del PIB) no se logrará al menos hasta 2035 (EDeconomía Digital, 2019).

Con los actuales niveles de deuda, y si no se intenta reducir, cuando la situación empeore el Gobierno de España se verá obligado a reducir el gasto público y aumentar los impuestos. Por ello, el FMI aconseja reducir la deuda en España ahora que la economía está más estabilizada. No obstante, como consecuencia de una ralentización del crecimiento económico y de un mayor déficit, el Gobierno actual, tras ganar las elecciones de abril de 2019, ha elevado la previsión de deuda por encima del 95,4% del PIB (véase Maqueda, 2019).

Según indica Funcas (2019), los intereses de la deuda en 2019 alcanzarán un importe similar a los de 2018, pero empezarán a ascender en 2020. Adicionalmente, el fuerte endeudamiento, tanto de España como a nivel global, puede desencadenar en desconfianza y freno del crecimiento económico.

Un problema adicional al que se enfrentará España en unos años es el impacto de las pensiones sobre la deuda pública. La Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal asegura que las pensiones van a provocar un fuerte aumento de la deuda pública de aquí a 2048 (hasta un 132,2% del PIB) si no se realizan una reforma en el sistema de pensiones. La causa recae en las jubilaciones de los nacidos durante el “baby boom” (véase Ortega Socorro, 2019).

El FMI señala ciertas medidas que se pueden tomar para reducir la deuda pública (véase Gaspar y Jaramillo, 2018):

- **Es el momento de reducir el déficit y hacer frente a la deuda:** el crecimiento económico cobra importancia en muchos países y, por tanto, no necesitan incrementar la demanda como estímulo fiscal. Si se reduce el déficit y la deuda, aumentará la confianza en el mercado. Adicionalmente,

si esto ocurre aumentarán los recursos para que el Estado pueda actuar en el caso de una nueva recesión.

- **Evitar políticas fiscales que estimulen la demanda** ya que la economía ya está repuntando. En cambio, recomienda implementar políticas fiscales que aumenten la productividad y den más importancia al capital físico y humano. Los países con ingresos bajos deben cumplir con sus planes fiscales y afianzar el descenso del déficit y la deuda.
- **Una mayor inflación** podría ayudar a reducir el ratio deuda pública-PIB, aunque también traería unos efectos muy negativos ya que, si nos encontramos por encima del 2% de inflación, con la reducción del crecimiento económico se dañarían los hogares con menores ingresos, aumentarían de las tasas de interés real a largo plazo, etc.
- **Reforma en el sistema de pensiones:** alargando al edad legal de jubilación e incrementar a 35 años el cómputo de la pensión inicial.

Si se tomaran estas medidas podría ocurrir que para 2030 la deuda soberana se reduzca en torno al 60% del PIB. Si no es así puede quedar en torno al 90% en los próximos años, y luego aumentará aún más debido a las pensiones.

7. CONCLUSIONES

La deuda pública es un instrumento de financiación que posee gran relevancia en la economía de muchos países. Los estados emiten deuda pública con el fin de obtener los recursos necesarios para hacer frente a los gastos públicos, devolviendo en un futuro el valor principal junto con los intereses. En España, los principales instrumentos de deuda emitidos por el Tesoro Público son los Valores del Tesoro: las Letras del Tesoro y los Bonos y Obligaciones del Estado. En los últimos años, el Tesoro Público financia parte de su deuda con tipos de interés negativos, lo que supone un ahorro para el Estado y, por tanto, una reducción del déficit público.

La deuda pública también es un instrumento de inversión. Los inversores adquieren Letras del Tesoro, Bonos u Obligaciones del Estado en la búsqueda de una rentabilidad futura. Y aunque los tipos sean negativos puede interesar al inversor si se poseen expectativas alcistas en los precios, si existe deflación (en

DEUDA PÚBLICA

el caso que la rentabilidad sea superior al IPC) y si se deprecia la divisa nacional frente a otra, entre otras razones.

Desde el inicio de la crisis económica de 2008 hasta la actualidad, la deuda pública ha sufrido un gran incremento, tanto en términos relativos como en términos absolutos como consecuencia del aumento déficit público y privado, el rescate a la banca privada y la caída del PIB, entre otras causas. El elevado nivel de deuda pública en España se debe sobre todo a la deuda de la Administración Central. No obstante, también es relevante la deuda de las Comunidades Autónomas y el de las Administraciones de la Seguridad Social. En el caso de éstas últimas, el cercano agotamiento de los recursos del Fondo de Reserva de la Seguridad Social ha causado el aumento de la deuda para financiar las pensiones. Esta situación puede empeorar en unos años si no se modifica el sistema de pensiones. En cambio, dentro de las distintas Administraciones Públicas, las corporaciones locales son los que tienen un menor nivel de deuda.

Para lograr que se aminore este volumen de deuda es necesario que el PIB crezca más que la deuda y que los ingresos públicos superen a los gastos, con el propósito de acabar con el déficit. Actualmente, España se encuentra en un momento de recuperación económica, ya que el crecimiento económico es mayor que crecimiento relativo de la deuda. Por lo tanto, es el momento de reducir la cuantía de la deuda antes de que la situación económica empeore.

BIBLIOGRAFÍA

Asociación de Mercados Financieros (s.f.a): “Bonos y Obligaciones”.

Disponible en:

<http://www.asociacionmercadosfinancieros.com/productofinanciero/renta-fija-publica/bonos-y-obligaciones/> [consulta: 03/06/2019].

Asociación de Mercados Financieros (s.f.b): “Letras del Tesoro”. Disponible en: http://www.asociacionmercadosfinancieros.com/producto_financiero/renta-fija-publica/letras-del-tesoro/ [consulta 03/06/20019].

Banco de España, Eurosistema (s.f.): “Deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE), Boletín estadístico”. Disponible en:

DEUDA PÚBLICA

<https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/cdp.html> [consulta: 04/06/2019].

Bankia (2019): “FMI/ Los países con deuda pública elevada deberán rebajarla para poder afrontar una posible recesión”. Disponible en: <https://www.bankiaestudios.com/estudios/es/publicaciones/fmi-los-paises-con-deuda-publica-elevada-deberan-rebajarla-para-poder-afrontar-una-posible-recesion.html> [consulta: 04/06/2019].

BBVA (2015): “Deuda pública: ¿cómo funcionan las subastas? Disponible en: <https://www.bbva.com/es/deuda-publica-como-funcionan-las-subastas/> [consulta: 02/06/2019].

BMERF (s.f.): “Mercado de deuda pública”. Disponible en: <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeSENDPUB.aspx> [consulta: 02/06/2019].

CincoDías (2018): “Evolución histórica de la deuda pública en España”. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/12/12/graficos/1418410740_043679.html [consulta:04/06/2019].

Comín Comín, F. (2016): *Las crisis de la deuda soberana en España (1500-2015)*. Los libros de La Catarata, Madrid.

Datosmacro (s.f.): “Deuda de las Comunidades Autónomas”. Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/deuda/espana-comunidades-autonomas> [consulta: 04/06/2019]

De Andrés Sánchez, J., Molina Cobo, M.C. y Sardá García, S. (2004):” Análisis de la fiscalidad de los Strips y los Bonos y Obligaciones del Estado en el IRPF desde una perspectiva financiera”. *Boletín Económico de ICE*, 2800, pp. 35-46.

EDeconomíaDigital (2019): “La Airef marca el ritmo de reducción de deuda al Gobierno”. Disponible en: https://www.economiadigital.es/finanzas-y-macro/la-airef-marca-el-ritmo-de-reduccion-de-deuda-al-gobierno_618806_102.html [consulta: 04/06/2019].

DEUDA PÚBLICA

Economía Digital (2018): “Los ayuntamientos, los héroes de la reducción de deuda en 2018”. Disponible en: https://www.economiadigital.es/finanzas-y-macro/los-ayuntamientos-los-heroes-de-la-reduccion-de-deuda-en-2018_596501_102.html [consulta: 11/06/2019].

EduFinet (s.f.): “¿Cómo se opera en el mercado primario de deuda pública?”. Disponible en: <https://www.edufinet.com/inicio/renta-fija/modalidades/modalidad-renta-fija-publica/como-se-opera-en-el-mercado-primario-de-deuda-publica> [consulta: 11/06/2019].

El Blog Salmón (2014): “El FMI analiza el impacto de la inflación sobre la deuda estatal”. Disponible en: <https://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/el-fmi-analiza-el-impacto-de-la-inflacion-sobre-la-deuda-estatal> [consulta: 11/06/2019].

Eurostat (2019): “General government gross debt- anual data”. Disponible en: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&code=teina225&plugin=1> [consulta: 04/06/2019].

Finanzas para todos (s.f.): “¿Qué es el déficit y la deuda pública?”. Disponible en: <http://finanzasparatodos.es/es/secciones/actualidad/Deudapublica.html> [consulta: 01/06/2019].

Funcas (2019): “Previsiones económicas para España 2019-2021”. Disponible en: https://www.google.com/search?source=hp&ei=arAoXeCXKtSAk74PqteliAc&q=funcas+previsiones+econ%C3%B3micas+para+espa%C3%B1a+2019+2021&oq=fun&gs_l=ps-ab.3.0.35i39l4j0i67l3j0l3.1109459.1109718..1112300...3.0..0.1706.3068.3-1j1j8-1.....0...1..qws-wiz.....10..0i131i67j0i131.a6lpU_u6_4c [consulta: 12/07/2019].

Gaspar, V. y Jeramillo, L. (2019): “Reducir la deuda elevada”. *Fondo Monetario Internacional, Gestión*. Disponible en: <https://gestion.pe/blog/dialogo-a-fondo/2018/04/reducir-la-deuda-elevada.html> [consulta: 04/06/2019].

Jorrín, J. (2018) “La deuda de la Seguridad Social creció más en 2017 que en los 22 años anteriores juntos”, *El Confidencial*. Disponible en: https://www.elconfidencial.com/economia/2018-02-17/deuda-seguridad-social-crecio-pensiones-hucha_1523093/ [consulta: 04/06/2019].

DEUDA PÚBLICA

Maqueda, A. (2019): “El coste de la deuda española seguirá bajando pese al fin de compras del BCE”, El País. Disponible en: https://elpais.com/economia/2019/01/15/actualidad/1547560855_096962.html [consulta: 27/06/2019].

Maqueda, A. (2019): “El FMI pide a España que baje la deuda y tome medidas con las pensiones para tener margen frente a una crisis”, El País. Disponible en: https://elpais.com/economia/2019/04/10/actualidad/1554895707_049552.html [consulta: 01/07/2019].

Martí, R. (2016): “El problema de la súper-deuda”. Disponible en: https://www.playgroundmag.net/now/problema-publica-Espana-explicado-palabras_22646719.html [consulta: 04/06/2019].

Nieto González, J.L. y García Moreno, F.J. (2000): “Las tendencias actuales de la Deuda pública en España”. *Boletín Económico de ICE*, nº 2648, pp. 21-28.

Observatorio Económico Social UNR (2015): “Deuda pública”, Universidad Nacional de Rosario. Disponible en: <http://www.observatorio.unr.edu.ar/deuda-publica/> [consulta: 01/06/2019]

Ortega Socorro, E. (2019): “El impacto de las pensiones disparará la deuda pública al 132% del PIB en 30 años”, *elEconomista*. Disponible en: <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/9700989/02/19/El-impacto-de-las-pensiones-disparara-la-deuda-publica-al-132-del-PIB-en-30-anos.html> [consulta: 04/06/2019].

Pajero Gamir, J.A., Rodríguez Saiz, L., Calvo Bernardino, A. y Cuervo García, Á. (2014): *Manual del sistema financiero español* (25ª Ed). Ariel, Barcelona.

Santos Sanz, R., Esteban Velasco, J., Iglesias Araúzo, I., Martínez Resano, J.R., Miras Martínez, R. (1998): “Mercado Secundario”. *Mercado español de deuda pública, Tomo I, Estudios Económicos*, nº 63, Servicio de Estudios, Banco de España, pp. 69-121.

SelfBank (2019): “¿Quién compra bonos con rentabilidad negativa? Disponible en: <https://blog.selfbank.es/quien-compra-bonos-con-rentabilidad-negativa/> [consulta: 03/06/2019]

DEUDA PÚBLICA

Tesoro Público (s.f.a): “Bonos y Obligaciones del Estado”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/instrumentos/bonos-y-obligaciones-del-estado> [consulta: 02/06/2019].

Tesoro Público (s.f.b): “Histórico de Estadísticas”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/hist%C3%B3rico-de-estad%C3%ADsticas> [consulta: 03/06/2019].

Tesoro Público (s.f.c.): “Letras del Tesoro”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/los-valores-del-tesoro/letras-del-tesoro> [consulta: 02/06/2019]

Tesoro Público (s.f.d): “Mercado Primario, Procedimientos de Emisión y Subasta de los Valores del Tesoro”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/procedimiento-de-emision-y-subasta-de-los-valores-del-tesoro> [consulta: 02/06/2019].

Tesoro Público (s.f.e): “Participantes”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/participantes> [consulta: 03/06/2019].

Tesoro Público (s.f.f): “Procedimientos de Emisión y Subasta de los Valores del Tesoro”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/procedimiento-de-emision-y-subasta-de-los-valores-del-tesoro> [consulta: 02/06/2019].

Tesoro Público (s.f.g): “Strips”. Disponible en: <http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/instrumentos/strips> [consulta: 03/06/2019].

Vázquez Burguillo, R. (s.f.): “Diferencias entre mercado primario y secundario”, *Economipedia*. Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/diferencia-entre-mercado-primario-y-secundario.html> [consulta: 02/06/2019].