



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES.**

**GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS.**

**LA DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA: EVOLUCIÓN Y  
REESTRUCTURACIÓN TRAS LA CRISIS SANITARIA DEL  
COVID-19.**

Trabajo Fin de Grado presentado por Guillermo Benítez Fernández, siendo el tutor del mismo el profesor Francisco Manuel Herrera García.

D/D<sup>a</sup> nombre y firma del estudiante: Guillermo Benítez Fernández.

Sevilla, Julio de 2021.



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES  
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS.

TRABAJO FIN DE GRADO  
CURSO ACADÉMICO [2020-2021]

TÍTULO: LA DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA: EVOLUCIÓN Y REESTRUCTURACIÓN TRAS LA CRISIS SANITARIA DEL COVID-19.

AUTOR: GUILLERMO BENÍTEZ FERNÁNDEZ

TUTOR: D. FRANCISCO MANUEL HERRERA GARCÍA.

DEPARTAMENTO: POLÍTICA ECONÓMICA.

ÁREA DE CONOCIMIENTO: POLITICA ECONÓMICA.

RESUMEN:

La deuda pública es un concepto de gran importancia, ya que gracias a esta los países obtienen los recursos financieros para llevar a cabo sus políticas, tanto en materia económica como social. El papel de la deuda pública en nuestros días ha adquirido una importancia mucho mayor, especialmente, tras la crisis sanitaria y económica derivada de la COVID-19. Este reciente acontecimiento ha llevado a la deuda pública española a niveles históricos, alejándose así de su efecto positivo para la sociedad y adquiriendo un importante factor de riesgo para la economía de nuestro país.

TÉRMINOS CLAVE: deuda pública en España; déficit público; crisis de deuda; gestión de deuda; política económica.

## ÍNDICE

---

1 INTRODUCCIÓN .....	3
2 CONCEPTO Y TIPOS DE DEUDA PÚBLICA.....	5
2.1 DEFINICIÓN DE DEUDA PÚBLICA.....	5
2.2 TIPOS DE DEUDA PÚBLICA.....	6
2.2.1. Letras del Tesoro .....	6
2.2.2. Bonos y obligaciones del estado.....	7
3 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA DURANTE LA DEMOCRACIA .....	10
3.1 PRIMERA ETAPA: LA HERENCIA DE LA DICTADURA.....	10
3.2 SEGUNDA ETAPA: LA TRANSICIÓN DEMOCRÁTICA (1975-1986).....	11
3.3 TERCERA ETAPA: ESPAÑA EN LA CEE Y LA SME (1986-2008).....	13
3.4 CUARTA ETAPA: LA CRISIS DE 2008 Y LA POSTERIOR RECUPERACIÓN (2008).....	16
4 LA DEUDA PÚBLICA ANTES DE LA CRISIS DEL COVID (2018-2019) .....	18
4.1 ESTRUCTURA DE DEUDA EN ESPAÑA (2018-2019) .....	18
4.2 COMPARACIÓN CON PAISES DE NUESTRO ENTORNO.....	20
5 LOS CAMBIOS EN LA DEUDA PÚBLICA TRAS LA CRISIS DEL COVID ....	27
5.1 LAS MEDIDAS ACOMETIDAS PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA DE ESPAÑA.....	24
5.1.1 Las ayudas europeas.....	24
5.1.2. Los ingresos procedentes de las actividades de derecho público realizadas por las A.A.P.P .....	25
5.2 LA DEUDA PÚBLICA TRAS LA CRISIS DEL COVID .....	26
5.3 PERSPECTIVAS DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA .....	28

6 CONCLUSIÓN .....	30
7 BIBLIOGRAFÍA .....	32
8 ANEXO (Definiciones) .....	34

### Relación de Gráficos

---

Gráfico 1: Comín. F. (2014) Deuda del Estado en circulación (Millones de pesetas de 1913 y porcentajes del PIB) (1939-1975).....	10
Gráfico 2: Deuda pública respecto al PIB en la década de los 80.....	12
Gráfico 3: Deuda pública respecto al PIB (1986-2008) .....	15
Gráfico 4: Déficit público respecto al PIB (1986-2008).....	15
Gráfico 5: Deuda pública respecto al PIB (2008-2014) .....	16
Gráfico 6: Banco de España (2019) Deuda pública respecto al PIB desagregado (2009-2019).....	18
Gráfico 7: Banco de España (2019) Deuda pública por subsectores de las A.A.P.P. (1995-2019) .....	19
Gráfico 8: Banco de España (2019) Deuda pública Eurozona Vs España (1995-2019) .....	21
Gráfico 9: Banco de España (2019) Deuda pública de países de nuestro entorno Vs España (1995-2019) .....	22
Gráfico 10: Composición deuda pública de la EU y la zona euro (2020) .....	26
Gráfico 11: Ratio deuda pública PIB de países de nuestro entorno Vs España (2020).....	27
Gráfico 12: Déficit público de países de nuestro entorno Vs España (2020) ...	28

### Relación de Tablas

---

Tabla 1. Deuda pública por tenedores (2016-2019). .....	19
Tabla 2. Act. Fros. De las A.A.P.P. (2018-2019).....	20

## 1. INTRODUCCIÓN.

Tanto en la crisis financiera de 2008, como en la actual crisis derivada de la COVID-19, la deuda pública se ha visto altamente afectada, creciendo hasta niveles altamente dañinos para nuestra economía, convirtiéndose así en un problema de gran envergadura para la nación española. Por ello, podemos decir sin temor a equivocarnos que la deuda pública es de alta importancia para el devenir de nuestra economía, y por consecuencia, de nuestra sociedad.

Por lo expuesto en el anterior párrafo, el presente trabajo pretende analizar los siguientes puntos:

- En primer lugar, explicar el marco conceptual que engloba la definición de la deuda pública, además de explicar los diferentes tipos de productos financieros de los que dispone el Tesoro español para financiarse.
- Seguido de lo anterior, analizaremos la evolución de la deuda pública desde la Transición democrática, explicando antes los precedentes a dicho proceso sociopolítico (como fue la herencia recibida por el Franquismo), seguido del proceso de reestructuración y renovación de la gestión de deuda y acabando en las terribles consecuencias de la crisis financiera de 2008 y su posterior salida.
- En tercer lugar, explicaremos y analizaremos la estructura de deuda del periodo previo a la crisis sanitaria (2018 – 2019) además de comparar dicha estructura de deuda con los países de nuestro entorno.
- En cuarto lugar, analizaremos las políticas acometidas por los organismos encargados de la gestión de la deuda, además de las nuevas fuentes de financiación de las que disponen las A.A.P.P. para hacer frente a la devolución de los préstamos otorgados por los mercados financieros.
- Por último, analizaremos la deuda resultante de dichas políticas para la recuperación de la economía española, tanto en términos nominales como con el uso de distintos indicadores (deuda per cápita, deuda/PIB, entre otros). Además, compararemos la situación de deuda de España con la de países de nuestro entorno, especialmente europeos.



## 2. CONCEPTO Y TIPOS DE DEUDA PÚBLICA.

En este apartado se tratarán dos puntos esenciales. En primer lugar, se desarrollará el marco conceptual que engloba la definición de deuda pública o deuda soberana. En segundo lugar, se describirán las diferencias y compromisos que caracterizan a los distintos títulos de deuda que componen el total de la deuda pública.

Antes de que sea definida la deuda pública, es preciso aclarar que a lo largo del trabajo se utilizará indistintamente los términos de deuda pública y deuda soberana, para referirse a las deudas contraídas por el estado. Pese a esta indistinción, se considera preciso apuntar que, desde los gobiernos constitucionales del siglo XIX, el concepto de deuda soberana, principalmente otorgado a las deudas emitidas por reyes o Estados Soberanos, fue modificado por el de deuda nacional o pública, ya que el papel de la Hacienda liberal como financiador de los gastos públicos aprobados por los presupuestos en el Parlamento, separó los intereses privados de la Hacienda Real y los públicos.

### 2.1 DEFINICIÓN DE DEUDA PÚBLICA.

Según el Sistema de Información Legislativa, la deuda pública o deuda soberana podría definirse como todas las obligaciones insolutas del sector público contraídas en forma directa o a través de sus agentes financieros.

Como ya se ha definido anteriormente, La deuda pública o deuda soberana se compone por la totalidad de los pasivos financieros mantenidos por un Estado. Se entiende que actúan dentro del estado, tanto la Administración central, como las Administraciones autonómicas y locales. Estos títulos de deuda pública son emitidos por los estados en forma de activos financieros (letras del tesoro, obligaciones, bonos, etc.), de los que se hablará más detenidamente en el siguiente apartado.

El motivo principal por el que un Estado acude a los mercados para financiarse es por la imposibilidad de hacer frente a sus gastos e inversiones. Dentro de este concepto aparece el término Déficit, concretamente el Déficit Público, el cual se define como la diferencia negativa entre los ingresos y gastos del total de las Administraciones Públicas durante un ejercicio económico. Este desfase en las cuentas públicas origina una necesidad financiera que obliga a los Estados a adquirir liquidez a cambio de activos financieros, originándose así, deuda pública. Gracias a la liquidez obtenida de los mercados financieros, los estados pueden hacer frente a sus pagos e inversiones públicas, equilibrar desfases transitorios de tesorería o hacer frente a gastos extraordinarios.

Otro motivo por el que el Estado puede emitir títulos representativos de deuda es el de la regularización del exceso de disponibilidad monetaria. De tal manera, los estados ponen a disposición activos financieros que, al ser adquiridos por los diferentes agentes económicos, retiran líquido del mercado monetario. A este conjunto de decisiones se las denomina “política monetaria”, y tienen como objetivo buscar la estabilidad del valor del dinero y evitar desequilibrios permanentes en la balanza de pagos, además de controlar las tasas de interés e inflación.

## 2.2 TIPOS DE DEUDA PÚBLICA.

Antes de exponer los tipos de deuda pública debemos tener claro las distintas características que encontraremos en los distintos títulos representativos de deuda emitidos por los estados. Estos son los siguientes:

- Según plazo de vencimiento: en los que encontramos los títulos a largo plazo, vencimiento superior a un año, y los títulos a corto plazo, vencimiento inferior a un año.
- Según su tipo de moneda: diferenciamos entre moneda nacional, en el caso de España el Euro, y moneda extranjera, donde prioriza el Dollard.
- Según su tipo de interés o cupón: encontramos los de tipo fijo, interés estático a lo largo del periodo de vigencia del activo, y los de plazo variable, los cuales se actualizan periódicamente en función de sus activos subyacentes.
- Según su liquidez: hablamos de títulos sin mercado secundario o no negociables y títulos negociables o con mercado secundario, con los que se permite negociar una vez adquiridos en el mercado primario. Actualmente la mayoría de los títulos son negociables.

Una vez expuestas las características principales de los diferentes títulos de deuda pública, a continuación, se procederá a definir, con arreglo a las definiciones aportadas por el Tesoro Público, y a explicar las diferentes características de los títulos ofertados el Tesoro Público Español. Encontramos los siguientes:

### 2.2.1 *Las Letras del Tesoro:*

Las Letras del Tesoro son valores de renta fija representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta. Estos valores son emitidos al descuento o a premio, por lo que su precio de adquisición puede ser inferior o superior al importe de reembolso. La rentabilidad del título es calculada por la diferencia entre el precio de adquisición y el valor de reembolso.

Este producto financiero fue creado en el año 1987, concretamente tras la unión de España al SME y, por consecuencia, la modernización de la organización institucional y técnica que sufrió el mercado primario de la deuda, concretamente con la creación del Sistema de Anotaciones a Cuenta. El objetivo principal de las Letras del Tesoro fue el sustituir a los Pagarés del Tesoro, ya que estos instrumentos financieros estaban provocando disfunciones graves en la política monetaria de entonces, principalmente por dos decisiones políticas, estas fueron: en primer lugar, la recuperación de la represión financiera, mediante la inversión obligatoria en pagares por parte de bancos y cajas convirtiéndose en demandantes cautivos de deuda. La segunda medida fue la provocada por la Ley 14/1985 de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, que concedió a los pagarés del Tesoro el monopolio de la opacidad fiscal, estando exentos de IRPF y no obligados de comunicación fiscal sobre el titular. En cambio, las Letras del Tesoro, eran instrumentos a los que se le exigía una alta comunicación fiscal y tenían como mercado a los inversores institucionalizados especializados en el corto plazo.

Las Letras del Tesoro son el instrumento financiero más adecuado para conseguir financiación a corto plazo a un bajo coste para las Administraciones Públicas, puesto que son activos financieros de gran liquidez y de bajo riesgo, la rentabilidad del título es reducida y, por tanto, también lo serán los costes para el Estado emisor de Letras del

Tesoro. Otra característica de las letras del tesoro es que, como se ha comentado anteriormente, son títulos que no suelen ofrecer cupones, es decir, son emitidas al descuento.

Las primeras Letras del Tesoro emitidas en España (1987) fueron ofrecidas con un vencimiento de 12 meses, posteriormente, en 1997, se emitieron Letras a 18 meses con el objetivo de satisfacer la demanda de los inversores institucionales especializados en deuda a corto plazo, concretamente, los fondos monetarios de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM). Actualmente, la institución emisora de la deuda pública en España, conocida como Tesoro Público, ofrece Letras del Tesoro a los siguientes plazos:

- 3 meses.
- 6 meses.
- 9 meses.
- 12 meses.

En el caso de las Letras del Tesoro ofrecidas por el Tesoro Público, el importe mínimo de cada petición es de 1.000 euros, siendo las superiores a estos siempre múltiplos de 1.000 y emitidas mediante subasta. Además, los rendimientos obtenidos por los citados productos financieros están exentos de la retención a cuenta del IRPF y IS, sin perjuicio de que deban ser incluidos en dichas declaraciones anuales.

Para medir la rentabilidad bruta (TIR) de las Letras del Tesoro es necesario despejar la siguiente fórmula:

Cuando el vencimiento es inferior a un año:

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

Cuando el vencimiento es superior a un año:

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

P = Precio de adquisición.

VN = Valor nominal (Siempre múltiplo de 1.000).

N = vencimiento (días).

I = Rentabilidad bruta, TIR.

### 2.2.2 Bonos y Obligaciones del Estado:

Son valores con vencimiento a medio o largo plazo, de los cuales los inversores prevén generar rentabilidad a través de los pagos periódicos, también conocidos como cupones, que se realizan hasta su vencimiento. Dentro de los valores del tesoro que responden a estas características se encuentran los Bonos y las Obligaciones del Estado. Estos se diferencian en la emisión de los plazos, siendo los Bonos del Estado productos con plazos de entre 2 y 5 años y las Obligaciones con plazos superiores a 5 años. Estos títulos son emitidos mediante subasta competitiva, con un valor nominal mínimo de 1.000, siendo las peticiones superiores múltiplos de 1.000.

Para entender el origen de los Bonos y las Obligaciones del Estado en España, es necesario remontarse a la llegada de la democracia, la cual estableció una nueva estrategia de la política de la deuda que consistía en perseguir una gestión responsable en la financiación pública (1978). Para llevar a cabo una gestión responsable de la deuda era necesario disminuir la deuda flotante <sup>4</sup> y aumentar la deuda consolidada <sup>5</sup>, para ello se buscó colocar nuevos títulos de deuda, ajustados a las preferencias de los

inversores y así cambiar la estructura de la deuda viva, por tenedores y plazos. Además, los títulos a medio plazo desgravables que se emitían en España, diseñados para atraer a los sujetos pasivos de IRPF por razones de ventajas fiscales, distorsionaban los mercados de capitales y creaban problemas de financiación al Tesoro, pues la demanda de estos productos financieros se concentraba en el periodo de planificación de la declaración a la Hacienda. Para solucionar estos problemas, en 1982 se crearon los títulos a medio y largo plazo, dando origen a los primeros Bonos del Estado, emitidos a 2 y 5 años y, en 1983, se alargaron los plazos de las Obligaciones emitidas. Por último, para aumentar la vida media de la cartera del Tesoro, en 1989, se emitieron con regularidad las Obligaciones del Estado a 10, 15 y 30 años, las cuales fueron adquiridas por entidades financieras y estas, a su vez, vendidas a corto plazo a sus clientes.

Es importante destacar que dentro de los Bonos encontramos diferentes tipos, estos son los siguientes:

- Bono cupón cero: título de deuda que no paga cupones periódicos, la rentabilidad para el inversor consiste exclusivamente en la diferencia entre el precio de adquisición y el precio de reembolso del mismo. Actualmente el Tesoro español no emite estos títulos.
- Bono del Estado: Valor de deuda con cupón anual, emitido a un plazo de entre dos y cinco años. Actualmente, se emiten a plazos de tres y cinco años.
- Bono u obligación indexado: títulos con cupón fijo sobre un principal de la inversión, es decir, el nominal a pagar una vez el título es vencido, este cupón varía según la evolución de un índice de precios, en el caso de los bonos y obligaciones ofrecidos por el Tesoro español, el índice de Precios al Consumo (IPC) de la zona euro.
- Bono Nocional: Bono teórico que se emplea como activo subyacente en los mercados de futuros sobre deuda como sustituto de bonos, y así favorecer la liquidez de los mercados.
- Bono Segregable: Valor negociable con cupones periódicos susceptibles de segregación y negociación separada del principal. Mediante esta operación se pasa de ser un producto de rendimiento explícito a varios valores de rendimiento implícito, con un vencimiento y valor de reembolso igual al de los cupones del título original.

Para calcular la rentabilidad obtenida por los inversores de dichos productos financieros, será preciso aplicar la siguiente fórmula:

a) Para bonos/obligaciones con cupón:

$$PE = \frac{CUPÓN 1}{1 + i} + \frac{CUPON 2}{(1 + i)^2} + \dots + \frac{CUPÓN n + VN}{(1 + i)^n}$$

$$PE = \Sigma \frac{Cupones futuros}{(1 + interés mcado)^n} + \frac{VN}{(1 + i)^n}$$

PE: Precio del título.

I: interés.

VN: Valor nominal.

N: vencimiento (años).

b) Para bonos sin cupón:

$$PE = \frac{VN}{(1 + i)^n}$$

Otro concepto relacionado con el anteriormente comentado es el precio del título en el mercado secundario, también conocido como precio ex - cupón o precio limpio. Este no

considera los intereses que se hayan devengado desde el pago del último cupón. Encontramos tres supuestos:

- a)  $IB = I$ : El título está cotizando a la par, en esta situación el precio limpio (ex – cupón) coincide con el valor nominal del título.
- b)  $IB < I$ : El título está cotizando bajo la par, en esta situación el precio limpio (ex – cupón) será menor que su valor nominal.
- c)  $IB > I$ : El título está cotizando sobre la par, en esta situación el precio limpio (ex – cupón) será menor que su valor nominal.

IB: tipo de interés nominal anual que devenga el título de renta fija.

I: tipo de interés de mercado por la compra o venta del título de deuda.

Precio total de un bono = Precio ex – cupón + cupón corrido

Para la toma de decisiones por parte de los inversores, el precio ex – cupón o precio limpio es más informativo que el precio total de un bono, ya que el precio total de un bono puede sobrevalorar el valor de un bono (cuanto mayor parte del cupón se haya devengado, más sobrevalorado estará el precio total de un título).

### 3. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA DURANTE LA DEMOCRACIA.

En el presente capítulo se procederá a diseccionar la reciente historia de la Deuda Pública durante la democracia española, para posteriormente analizar la actual estructura y composición de la Deuda (Capítulo 4). Este capítulo dividirá el periodo a analizar en cuatro apartados, siendo estos los siguientes: El primero (antes de 1975), tratará los precedentes a la Transición democrática, concretamente, la herencia recibida de la dictadura, la cual se componía del legado de deuda, las malas prácticas financieras, la represión financiera y, por consecuencia de lo anterior, la destrucción del mercado de deuda y la falta de inversores externos. El segundo apartado hace referencia al periodo de transición política (1975-1986) y con ella la implementación de la gestión responsable de la deuda por parte de la Hacienda, además de la crisis de deuda ocasionada por la depresión económica (1975-1985). El tercero, inicia en la entrada de España en la Comunidad Económica Europea (1986) para tratar el proceso de transición hacia la gestión razonable de la deuda y finalizar con el ciclo expansivo de los 2000, antes de la crisis de 2008. El cuarto y último apartado explicará la crisis de deuda iniciada en 2010 y sus posteriores consecuencias, para finalizar en 2016 y dar paso, en el siguiente capítulo, la estructura actual de deuda soberana (2016-2020).

#### 3.1 Primera etapa: la herencia de la Dictadura.

La crisis de deuda heredada por la democracia, a diferencia de las crisis convencionales, se caracterizó por ser una crisis de carácter cualitativo, ya que el volumen de la deuda frente al PIB apenas alcanzaba el 15% en 1975 (Gráfico 1). Esto se debe a que una vez pasados los importantes déficits presupuestarios ocasionados por la devolución de pagos referentes a los atrasos por la financiación de la guerra civil, los cuales duraron hasta 1946, los ministros liberales de la Hacienda del Franquismo no incurrieron en grandes déficits puesto que las necesidades de financiación del estado durante la dictadura fueron prácticamente inexistentes, manteniendo así el equilibrio presupuestario. Además, los procesos inflacionistas y la represión financiera abarataron la deuda al Tesoro, reduciendo considerablemente los tipos de intereses.

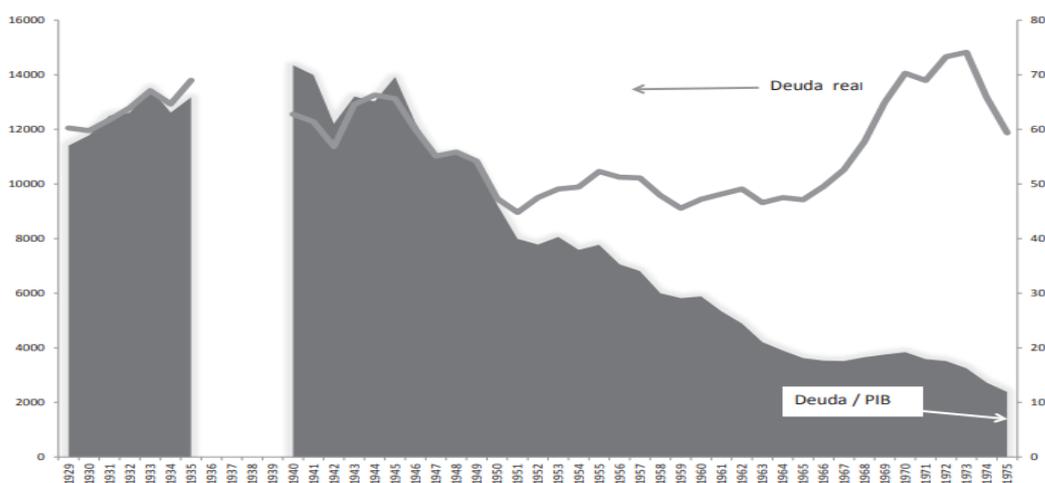


Gráfico 1: Deuda del Estado en circulación (Millones de pesetas de 1913 y porcentajes del PIB) (1939-1975).

Fuente: Comín. F. (2014) La deuda Pública: el bálsamo financiero del régimen de Franco. Universidad de Alcalá, Madrid.

En 1959, con el objetivo de reducir la inflación, la Hacienda dejó de emitir la deuda automáticamente pignorable<sup>6</sup> y con ello, las entidades financieras, dejaron de demandar gran cantidad de deuda, generando complicaciones al Tesoro para colocar sus títulos. Como respuesta a lo anterior, el gobierno decidió aumentar los coeficientes de inversión obligatoria para los bancos y cajas de ahorros en títulos con intereses nominales muy inferiores a los de mercado, destruyendo así el mercado de la deuda. En 1960 apenas existían inversores voluntarios (tanto nacionales como extranjeros) ni mercado secundario en el que negociar los títulos ofertados.

En conclusión, los componentes de la crisis de deuda cualitativa heredada por la Transición fueron: la desconfianza de los inversores en el Tesoro español, la falta de un mercado de deuda y de títulos adecuados y, por consecuencia de lo anterior, la falta de inversores que adquirieran libremente los títulos. Estos factores heredados del Franquismo, más las urgencias de la Hacienda tras la llegada de la democracia, complicaron seriamente los objetivos reformadores de los primeros gobiernos democráticos para alcanzar la gestión responsable de la deuda.

### **3.2 Segunda etapa: La transición democrática (1975-1986).**

Como se ha explicado anteriormente, durante el Franquismo y más concretamente en sus últimos años, la deuda pública no fue un problema para la Hacienda española, por el contrario, durante la Transición democrática, la situación de la Hacienda empeoró considerablemente. Esto se debió principalmente al reciente contagio de la crisis del petróleo en la economía española (1975), la incertidumbre política y la inexistencia de instrumentos modernos de política económica para combatir la depresión, por otro lado, el establecimiento del Estado de Bienestar y la gestión fiscal establecida para combatir la crisis dieron como resultado un incremento exponencial de los déficits presupuestarios. A raíz de esta situación el gobierno español decidió adoptar una serie de reformas estructurales de urgencia, ya que en comparación con el resto de democracias europeas, España se encontraba muy atrasada debido a los escasos instrumentos políticos heredados del franquismo para afrontar la crisis. Estas reformas consistieron en: la implementación de un sistema tributario moderno, acorde con el resto de democracias europeas; la reforma monetaria, que dotaba al Banco de España de instrumentos de política monetaria; las reformas del sistema bancario y financiero y, por último, la apertura internacional.

De la mano de la democracia llegaron los principios keynesianos y los primeros ministros socialdemócratas, los cuales para dar solución a la estanflación producida por la crisis económica global aumentaron el gasto público, y con ello, los déficits presupuestarios. En la década de los 80, el endeudamiento, tanto en títulos de deuda como en anticipos del Banco de España, aumento cerca de un 30% (Gráfico 2). Al déficit presupuestario se le unió la subrogación de deudas de las empresas públicas y el aumento de los tipos de interés, incrementando aún más la deuda viva de la Hacienda y encareciendo así la financiación de los primeros años de la democracia española.

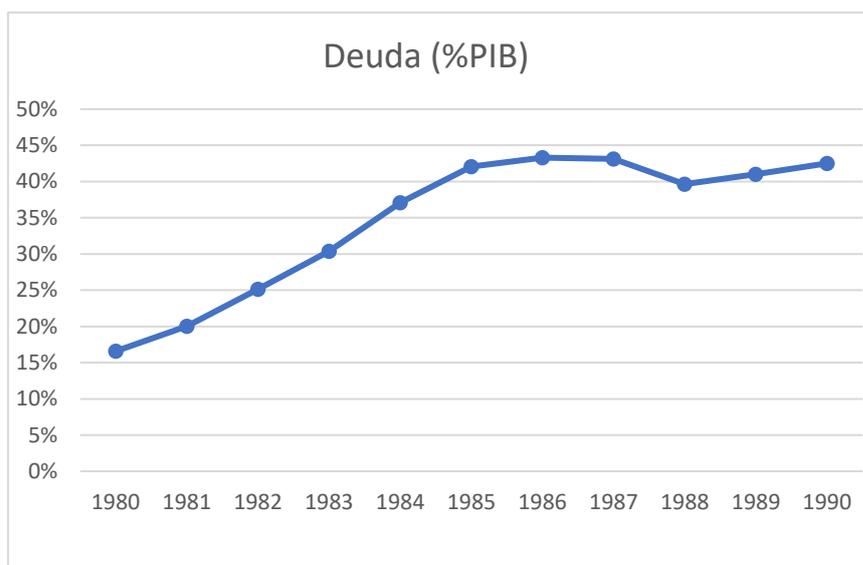


Gráfico 2: Deuda pública respecto al PIB en la década de los 80.  
Fuente: Datos macro y elaboración propia.

Este crecimiento exponencial de la deuda pública multiplicó las cargas financieras, las cuales pasaron de un 1,9% en 1981 al 27,7% en 1989. Este aumento de las cargas financieras se vio favorecido por el incremento de la deuda flotante, la cual adquirió un peso excesivo a finales de los 80 (61,4% sobre el total de la deuda en 1989), puesto que los inversores no demandaban títulos a corto plazo (F. Comín 2014). También fue importante el papel de los bancos, los cuales para hacer frente a la inflación exigieron altos tipos a la Hacienda.

Otro aspecto fundamental de la Transición democrática fue el aumento exponencial de la deuda por parte de los ayuntamientos y las comunidades autónomas, el cual pasó de un 2,4% del PIB a un 6,3% entre 1980 y 1989 (F. Comín 2014). Este crecimiento se explica por la transferencia de competencias a las autonomías sin la cesión de instrumentos fiscales para financiarlas.

Estos indicadores (los altos tipos de interés y el creciente volumen de la deuda) mostraban la complejidad del Tesoro para colocar sus títulos en los mercados internacionales, además de la desconfianza de los inversores en la Hacienda española. Ello explica que, a lo largo de la transición, las instituciones financieras fueron las principales adquisidoras de deuda, tanto por los coeficientes obligatorios a entidades privadas como por la adquisición de anticipos por el Banco de España. Por otro lado, para aumentar la adquisición de títulos de deuda por parte de los inversores se emitieron títulos opacos y sin obligaciones fiscales, como los pagarés del tesoro y la deuda especial, que contradecían los principios de progresividad fiscal y lucha contra el fraude y corrupción.

F. Comín Comín (2014) concluye de manera muy acertada los efectos de la deuda pública y su relevancia en la Transición democrática española.

Por lo tanto, frente a los precedentes históricos, la exposición de la deuda pública durante la transición a la democracia no surgió de guerras o conflictos sociales. Al contrario, el crecimiento del déficit y la deuda refleja el precio que la Hacienda Pública tuvo que pagar, precisamente, para evitar la ruptura política y la inestabilidad social (Pag 259).

### 3.3 Tercera etapa: España en la CEE y la SME (1986-2008).

Durante los años previos a la adhesión de España en la CEE, el gobierno de España planteó un cambio en la política económica, adquiriendo esta gran importancia para posibilitar la unión a las instituciones monetarias europeas y con ello, la aplicación de la libre circulación de capitales y la instalación de bancos reguladores. Una vez España se incorporó al SME, la posibilidad de financiarse mediante el **derecho de señoreaje**<sup>7</sup> desapareció, por lo que el déficit ya no pudo financiarse a través de la emisión de base monetaria. Además, también desaparecieron los coeficientes de inversión obligatoria, eliminando así la posibilidad de colocar de forma forzosa los títulos de deuda a entidades financieras privadas a bajos tipos de interés. Esta nueva situación impulsó al Tesoro a llevar a cabo una conversión en la gestión de la deuda pública, hacia la gestión responsable y eficiente de la deuda iniciada en 1978. Esta nueva gestión perseguía los siguientes objetivos:

#### 1. La estimulación de la deuda Pública tras las restricciones de la UE:

Como se ha comentado anteriormente, tras la adhesión de España al SME, a España se le exigió financiarse como el resto de democracias europeas, es decir, sin privilegios del Estado. Por lo tanto, para fomentar la demanda por parte de los inversores individuales, el gobierno de España implementó las siguientes medidas: La primera fue la apertura de las cuentas directas en el Banco de España para que los pequeños inversores no sufrieran los altos costes cobrados por los bancos, tanto por la emisión como por la custodia de los títulos; en segundo lugar, se aprobó la entrada de los títulos de deuda en la bolsa de valores, nutriendo de liquidez a los títulos españoles y haciéndolos así más atractivos; tercero, se creó un canal directo de venta de títulos de deuda a través de internet, abaratando y facilitando la compra por parte de los pequeños inversores; cuarto, se crearon fondos de inversión de deuda pública española, los cuales abarataban notablemente las operaciones con los títulos de deuda emitidos por el tesoro y ofrecían importantes rebajas fiscales; quinto, se eliminó la retención a cuenta que sufrían los rendimientos generados por los títulos de deuda a los inversores mayoristas, además del gravamen de los beneficios a los fondos de inversión (del 13% al 1%); y por último, se publicitaron los títulos del Tesoro, promocionando sus ventajas y explicando sus características. De esta forma, España dejó atrás las malas prácticas financieras heredadas por la dictadura franquista, dando paso a la nueva gestión de deuda, la cual apostaba por la responsabilidad y la transparencia crediticia.

#### 2. La creación de un mercado de deuda:

Para que se llevase a cabo la transición a la gestión responsable de la deuda fue primordial la modernización del mercado primario, tanto en su aspecto técnico como institucional, y el fortalecimiento del mercado secundario. Estas mejoras pretendían suplir las deficiencias que sufría el mercado de deuda a principio de los 80. Concretamente, tenía como objetivo mejorar las emisiones en el mercado primario de deuda, aumentar la liquidez de los títulos ofrecidos por el Tesoro y hacer más seguro y eficiente el mercado secundario de la deuda.

Las mejoras del mercado primario fueron las siguientes: en primer lugar, se estableció un sistema eficiente de subastas (subasta competitiva), el cual consiguió mejorar la transparencia y la competitividad del mercado primario; en segundo lugar, para mejorar la liquidez, en 1997, el Tesoro estableció un programa de recompra y canjes de deuda,

por el cual pretendía trasponer bonos de altos cupones y reducidos intereses por bonos de nueva emisión, más ajustados a los coexistentes en el mercado.

En cambio, el mercado secundario se perfeccionó a través de la creación del mercado de la deuda formalizada en anotaciones a cuenta (Real Decreto 505/1987), sustituyendo así a los títulos impresos a papel. Este nuevo sistema abarató notablemente la posesión de títulos y simplificó las negociaciones con los títulos de deuda soberana. También tuvieron un importante papel los cambios tecnológicos acometidos por el Tesoro, como fueron la creación de los mercados de derivados y los sistemas de negociación electrónica y telefónica.

Como respuesta a todas estas medidas, en 1994, el mercado español de la deuda se convirtió en el principal mercado en términos cuantitativos, además de gozar de una de las estructuras institucionales más modernas y desarrolladas de todo el marco europeo.

### 3. El cambio estructural de la deuda viva, por tenedores y plazos:

Durante la Transición democrática los títulos eran colocados principalmente mediante la colocación forzosa, en el caso de las instituciones financieras, y por las importantes rebajas fiscales asociadas a ciertos títulos, estos para atraer a los inversores individuales. Para retornar esta situación, el Tesoro decidió ofertar nuevos títulos, más ajustados a las preferencias de los inversores. Estos fueron los siguientes:

En primer lugar, en 1987, se emitieron las primeras letras del tesoro (a 12 meses), estas tenían como principal objetivo sustituir a los pagarés del Tesoro, para corregir los problemas que esta causaba a la política monetaria y la opacidad fiscal que los caracterizaba. En segundo lugar, con la Ley de presupuestos aprobada en 1994, se eliminó la posibilidad de que el Tesoro se financiase a través de los anticipos del Banco de España, fue entonces cuando el Tesoro comenzó a emitir letras del Tesoro a 3 y 6 meses, convirtiéndose en el instrumento más importante para la gestión de tesorería de la Hacienda. Tercero, en 1997, el Tesoro emitió letras del Tesoro con un vencimiento mayor (18 meses), con el objetivo de satisfacer la demanda de los inversores institucionales.

La puesta en marcha de la gestión responsable, la emisión de los nuevos títulos y la política fiscal restrictiva que caracterizó a los 90, supuso un cambio estructural en el mercado de deuda en España, el cual ya mostraba síntomas de estar más saneado y modernizado. El aumento del volumen de deuda soberana en circulación, la determinación de los precios de las emisiones por los mercados secundarios, los tipos de interés fijados por los mercados internacionales, el peso creciente de los inversores institucionales frente a los individuales, y por consecuencia, su tendencia hacia el largo plazo, fueron los principales indicadores que mostraban que España había conseguido, con éxito, implementar una política responsable de deuda.

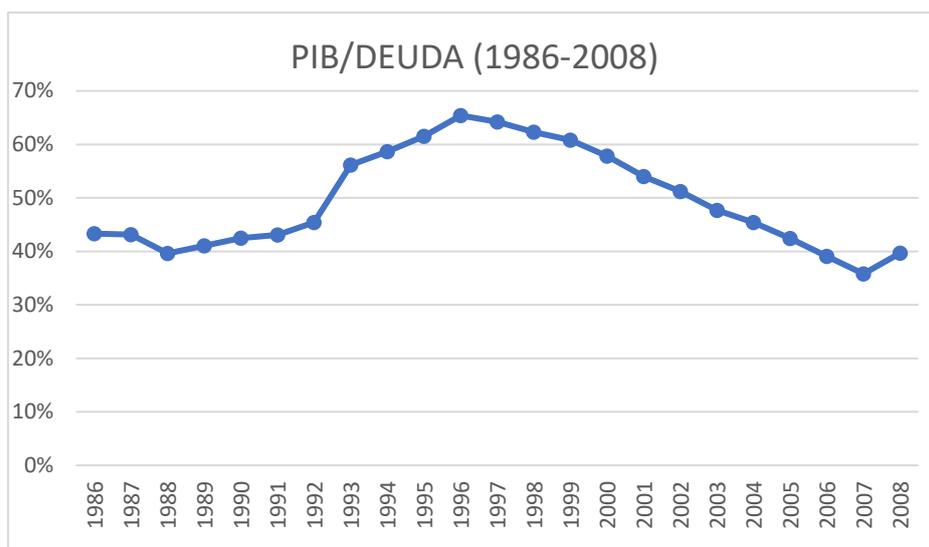


Gráfico 3: Deuda pública respecto al PIB (1986-2008).

Fuente: Datos macro y elaboración propia.

En el de transición hacia una gestión responsable de la deuda soberana, el nivel de endeudamiento del Tesoro español pasó por diferentes fases (Gráfico 3). En primer lugar, tras el notable ascenso del nivel de deuda en los primeros años de democracia en España (mírese el apartado 3.2 segunda etapa: la transición democrática (1975-1985)), el nivel de endeudamiento en España vivió un proceso de estabilización, el cual apenas duraría seis años, ya que la crisis económica de 1992 aumentó considerablemente el déficit presupuestario, pasando en 1990 de un -4% a un -7% en 1993 (Gráfico 4). Este aumento del déficit presupuestario obligó al Tesoro a aumentar el endeudamiento, superando en 1993 el techo del 60% de deuda respecto al PIB (Gráfico 3). Gracias a la política de conversión hacia el euro, al ciclo expansivo que vivió la economía española en el periodo que transcurre entre los años 1995 y 2007 y, por consecuencia, el superávit presupuestario de los primeros años del 2000, el endeudamiento decreció notablemente, llegando a un mínimo del 35% en 2007, muy por debajo del nivel de endeudamiento previo a la crisis del 92.

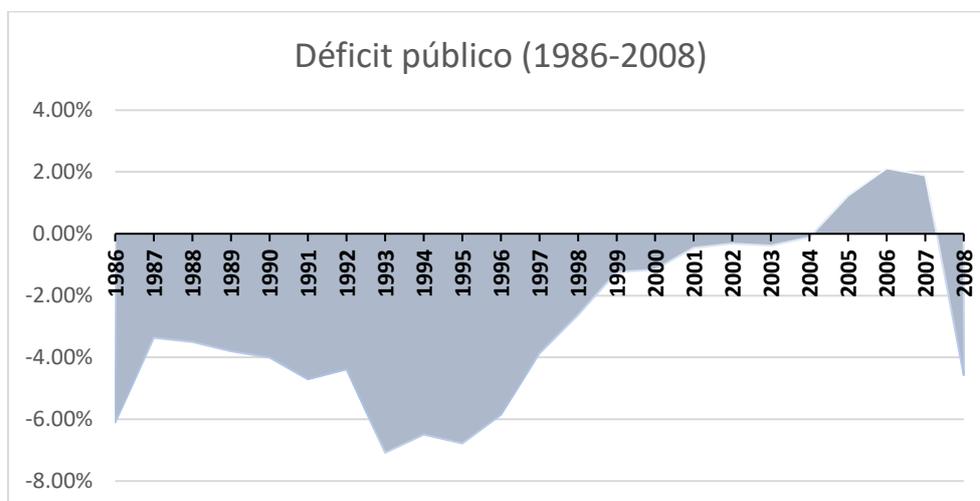


Gráfico 4: Déficit público respecto al PIB (1986-2008).

Fuente: Datos macro y elaboración propia.

### 3.4 Cuarta etapa: La crisis del 2008 y la posterior recuperación (2008-2016)

Antes de que España fuese azotada por la crisis financiera, la estructura de deuda del Tesoro español era muy sólida (menos de un 40% de la deuda respecto al PIB (Gráfico 5)), además de gozar de superávit en sus presupuestos. Fue esta crisis la que, sumando la insolvencia bancaria de las entidades de crédito, creó la crisis presupuestaria, y por consecuencia, la crisis de deuda.

En 2007, España cumplía estrictamente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con cuentas públicas más saneadas y deudas de menor cuantía frente al PIB que la media de los países comunitarios, estando por debajo de países como Italia, Francia o Alemania. Una vez llegados los primeros síntomas de la crisis financiera, entre 2008 y 2009, el aumento del gasto público, concretamente de: las pensiones (+18% con respecto a 2007), Educación y salud (+35%) y los salarios públicos (+16%), entre otras, aumentó notablemente el déficit presupuestario del Tesoro español.

A este aumento del déficit se le sumó, en primer lugar, la inestabilidad del sistema financiero español originado por el enorme endeudamiento del mismo y su posterior rescate, el cual generó grandes desembolsos para el presupuesto del Tesoro. El segundo aspecto fue el contagio de la crisis de deuda griega, la cual hizo descender la cotización de los títulos de deuda españoles en el mercado secundario ya que multitud de inversores adquirieron posiciones cortas sobre dichos activos. Por último, el descenso de los precios de los activos inmobiliarios, el aumento de los rendimientos de la deuda y la subrogación por parte del estado de otras deudas emitidas por organismos ajenos, terminó de congestionar la economía española y de aumentar la deuda pública del Tesoro. El aumento de la ratio de deuda/PIB fue tal que, en 2007, pasó de un 36,3% a alcanzar el 99,5% en 2014 (Gráfico 5).

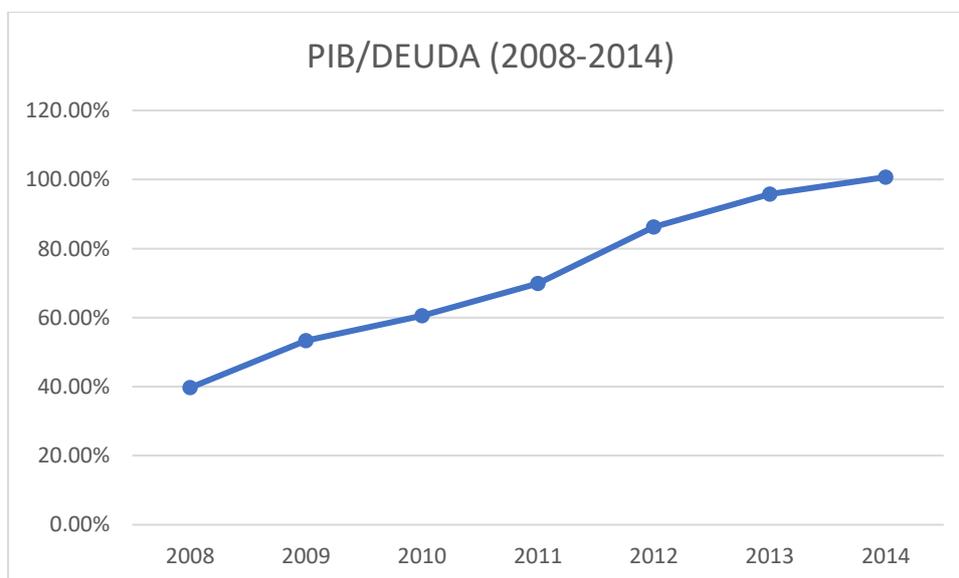


Gráfico 5: Deuda pública respecto al PIB (2008-2014).

Fuente: Datos macro y elaboración propia.

Para hacer frente a la crisis económica, la pertenencia al Eurogrupo limitaba los planes de acción disponibles por el gobierno de España, además de exponerla al contagio del resto de crisis de deuda europeas (Irlanda, Italia y Grecia). Por otro lado, el BCEA, al

posicionarse en contra de la inflación y de la depreciación del euro, obligó a España a enfrentarse a una potente política monetaria restrictiva que ralentizó, aún más, la salida de la crisis.

Los inversores, ahuyentados por el creciente desempleo, la fuga masiva de capitales, el envejecimiento de la población, la creciente deuda y el déficit estructural de la Administración pública, exigieron, junto con Europa, garantías al gobierno español. Fue entonces, concretamente en septiembre de 2011, cuando se aprobó la segunda reforma constitucional de la democracia, esta introdujo el principio de estabilidad presupuestaria, fijando un límite para el déficit y aceptó como garantía constitucional el pago de intereses y capitales. Esta reforma apenas consiguió calmar los mercados, pues en 2012 aún seguía aumentando la prima de riesgo española.

La crisis de deuda seguía su transcurso, agravándose por el aumento del coste de la misma. La trampa de deuda en la que se veía España se veía envuelta se manifestó claramente en los presupuestos de 2013, en los cuales el aumento de los gastos de financiación estatal superaba al recorte del resto de gastos públicos.

Viendo la situación insostenible de la deuda de España y otros países miembros, además de la inminente caída del euro, en verano de 2012, el BCE trazó un plan de acción para salvar la economía europea, en primer lugar, a través del Programa de Financiación a Largo Plazo, inyectó liquidez directamente a los bancos privados a bajos tipos de interés, con el objetivo de aumentar el escaso crédito del sector privado que recibía en aquellos momentos y, de esa forma, reactivar la economía. En segundo lugar, en abril de 2015, Europa empezó a comprar deuda pública de los países de la eurozona para así evitar la devaluación del euro. Ambas medidas consiguieron, en parte, salvar la crisis de deuda española.

De esta solución aportada por el BCE surgió otro problema, en el momento en el que el BCE empezó a inyectar liquidez a las entidades de crédito para que estas a su vez financiaran al sector privado, la deuda española se presentaba como una inversión rentable y segura, puesto que estaba respaldada por Europa. De esta forma, las entidades de crédito decidieron acumular crecientes volúmenes de deuda soberana, que posteriormente descontarían del BCE, restringiendo al sector privado de dicha financiación y volviendo, una vez más, a la dependencia mutua entre el estado y la banca. Esta compra masiva por parte de las entidades de crédito consiguió reducir la prima de riesgo, pero a cambio de debilitar el sistema bancario español, haciéndolo vulnerable ante una futura depreciación de la deuda soberana nacional.

## 4. LA DEUDA PÚBLICA ANTES DE LA CRISIS DEL COVID-19.

Una vez expuestos los recientes acontecimientos referentes a la Deuda Pública España durante la democracia, en el presente capítulo procederemos a estudiar la estructura dominante de la deuda soberana en los años previos a la pandemia (2018 y 2019), además de comparar la deuda pública española con el marco de países de su entorno en dicho periodo. Dicho así, el siguiente capítulo se estructura de la siguiente forma: en el primer subapartado, se analizará detenidamente los diferentes componentes de la deuda soberana antes de la crisis del COVID, dando especial importancia al año 2019. Siguiendo al anterior, compararemos la situación de la deuda de los países de nuestro entorno, para posteriormente, en el siguiente capítulo, explicar las distintas medidas acometidas por los organismos económicos en relación con la deuda soberana, tras la crisis provocada por la COVID.

### 4.1 La deuda pública en España antes del COVID (2018-2019).

A continuación, analizaremos las diferentes ratios que ayudan a comprender el estado de la deuda soberana, además de la estructura de deuda, tanto por plazos, como por tenedores y subsectores de las Administraciones Públicas, ofreciendo así un punto de partida para el análisis de las políticas de deuda acometidas por la crisis sanitaria actual.

En el año 2019, la ratio de la Deuda Pública con respecto al PIB descendió por quinto año consecutivo, alcanzando la cifra del 95,5%, frente al 97,6% registrado en el ejercicio anterior. El descenso de la ratio Deuda Pública / PIB se explica por el aumento del denominador, que fue consecuencia del crecimiento económico (3,6% en términos nominales en 2019). Por otro lado, si desagregamos la variación de la ratio en sus factores clave (Gráfico 6), observamos que se produce un ajuste en el déficit con respecto a la deuda que hace reducir la ratio considerablemente, aunque dicha reducción se ve compensada con el aumento en la carga de intereses y el saldo primario.

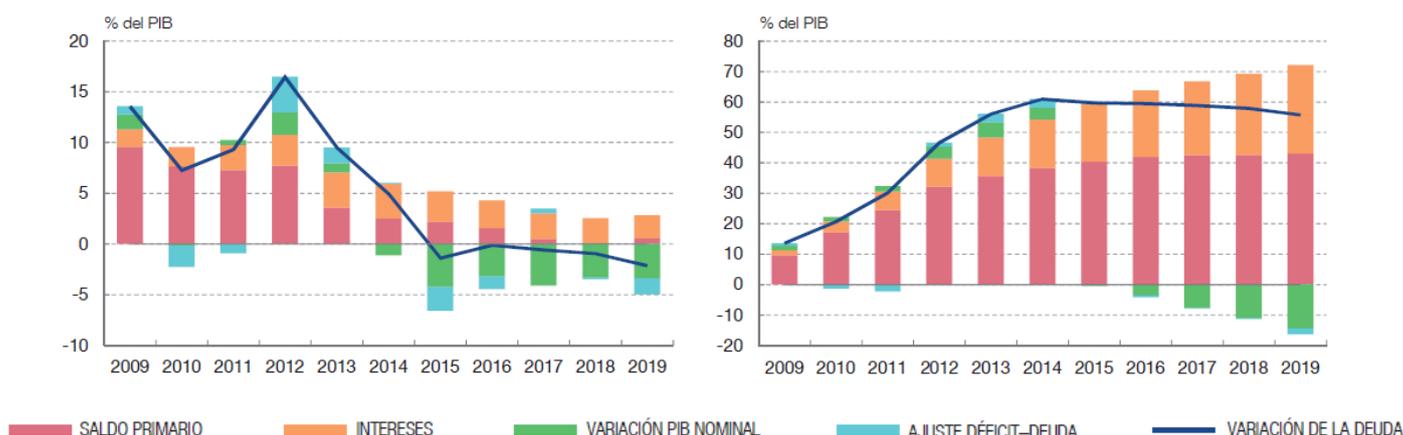


Gráfico 6: Banco de España (2019) Deuda pública respecto al PIB desagregado (2009-2019).

Fuente: Banco de España. Boletín Económico.

Con respecto a la estructura de plazos de deuda, a finales de 2019, los instrumentos de deuda a largo plazo emitidos por el Tesoro formaban un 93,5% del total (93,4% en 2018),

## La deuda soberana española: evolución y reestructuración tras la crisis sanitaria de la COVID-19.

alcanzando así una vida media de unos aproximadamente ocho años. Con respecto a los tenedores de deuda, el porcentaje de la deuda adquirida por residentes se redujo en comparación con el ejercicio anterior (Tabla 1), pasando de un 54,3% en 2018 a un 51,0% en 2019. Si desglosamos el total de deuda adquirida por residentes, encontramos que la gran mayoría pertenece a entidades financieras, concretamente el 99,61% del total en 2019, 3,5 puntos por debajo de 2018. Por otro lado, el Banco de España posee más del 35% de la deuda adquirida por entidades financieras, posicionándose como el mayor adquirente de deuda.

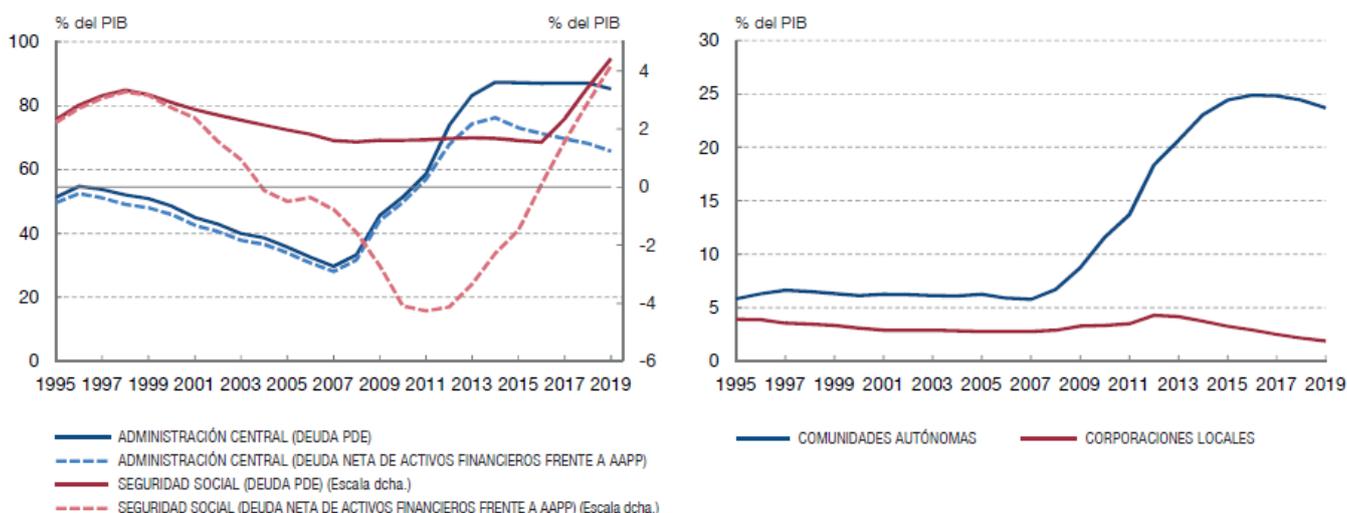
	2016	2017	2018	2019
1. Residentes	54,6%	54,2%	53,2%	48,7%
1.1. Del cual: instituciones financieras	53,0%	53,5%	53,0%	48,5%
1.1.1. Del cual: Banco de España	12,9%	17,6%	18,9%	17,9%
2. No residentes	44,6%	44,4%	44,4%	46,8%

Tabla 1: Deuda pública por tenedores (2016-2019).

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

De modo idéntico, si desglosamos la deuda pública (Gráfico 8) por los subsectores de las Administraciones Públicas destacamos que, con respecto a los ejercicios anteriores, la deuda emitida de deuda consolidada por la Administración Central, las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales descendieron, concretamente desde el año 2014, al contrario que la Seguridad Social la cual desde el año 2011, aumenta su emisión de deuda año tras año. Otro aspecto a comentar es que, en el año 2019, la brecha entre deuda consolidada y no consolidada aumentó, este aumento radica en el incremento de los préstamos concedidos a las Administraciones Territoriales.

Gráfico 7: Banco de España (2019) Deuda pública por subsectores de las A.A.P.P.



(1995-2019).

Fuente: Banco de España.

Por último, vamos a analizar los diferentes activos financieros de las Administraciones Públicas, distinguiendo en activos financieros sin consolidar y activos financieros

consolidados. Dentro de los primeros, los más significativos son los préstamos, los cuales ascienden en el ejercicio 2019 a 310.683 Millones de euros, un 4,48% más que el ejercicio anterior, detrás de los préstamos encontramos a las acciones y otras participaciones, las cuales ascienden a 185.945 Millones de euros, siendo estas inferiores a las del año pasado, concretamente un 1,61% menos. Por otro lado, los activos financieros consolidados, en el año 2019, suponían un 34,5% del total de la deuda, un 1,5% menos que en 2018. Para terminar, es interesante apuntar que, en los valores representativos de deuda, los productos a largo plazo aumentaron considerablemente en el año 2019, alargando así la vida media de la deuda, la cual por aquel entonces alcanzaba los ocho años (aproximadamente).

	2018	2019	Var (+/-)	Var (%)
<b>1. Act. Fros. de las AAPP sin consolidar</b>	718.414	729.921	11.507	1,60%
En % del PIB	60	59	-1	-2,01%
1.1 Efectivo y depósitos	102.891	95.737	-7.154	-6,95%
1.2 Valores representativos de deuda	21.130	30.093	8.963	42,42%
Corto plazo	4.273	2.060	-2.213	-51,79%
Largo plazo	16.856	28.033	11.177	66,31%
1.3 Préstamos	297.336	310.683	13.347	4,49%
1.4 Acciones y otras participaciones	188.991	185.945	-3.046	-1,61%
1.5 Derivados financieros	133	164	31	23,31%
1.6 Otras cuentas corrientes de cobro	107.933	107.299	-634	-0,59%
<b>2. Act. Fros. De las AAPP consolidados</b>	432.586	429.763	-2.823	-0,65%
En % del PIB	36	35	-2	-4,17%

Tabla 2: Act. Fros. De las A.A.P.P. (2018-2019).

Fuente: Banco de España, Eurostat y elaboración propia.

#### **4.2 Comparación de la deuda española con países de nuestro entorno (2018-2019).**

En el presente subapartado, situaremos a España en el marco internacional de deuda, comparando la deuda soberana española con la de los países de nuestro entorno, especialmente los situados en la zona euro. Para ello, comenzaremos analizando la deuda de la eurozona en su totalidad, para posteriormente desagregarla en sus diferentes miembros.

## La deuda soberana española: evolución y reestructuración tras la crisis sanitaria de la COVID-19.

Desde el año 2012, donde la eurozona alcanzó su máximo nivel de deuda y déficit público (90,6% sobre el producto interior bruto), los niveles de deuda de la eurozona descendieron levemente (Gráfico 9), acompañados por un crecimiento económico moderado y, por consecuencia, del PIB. Lo que conllevó a disminuir la ratio deuda PIB, ya que el crecimiento económico estaba ayudando a aumentar el denominador de la función (Deuda Publica/PIB). En el tercer trimestre de 2019, la deuda pública de la eurozona era de un 84,1% sobre el PIB, muy por debajo del 85,8% correspondiente al tercer trimestre del año anterior.

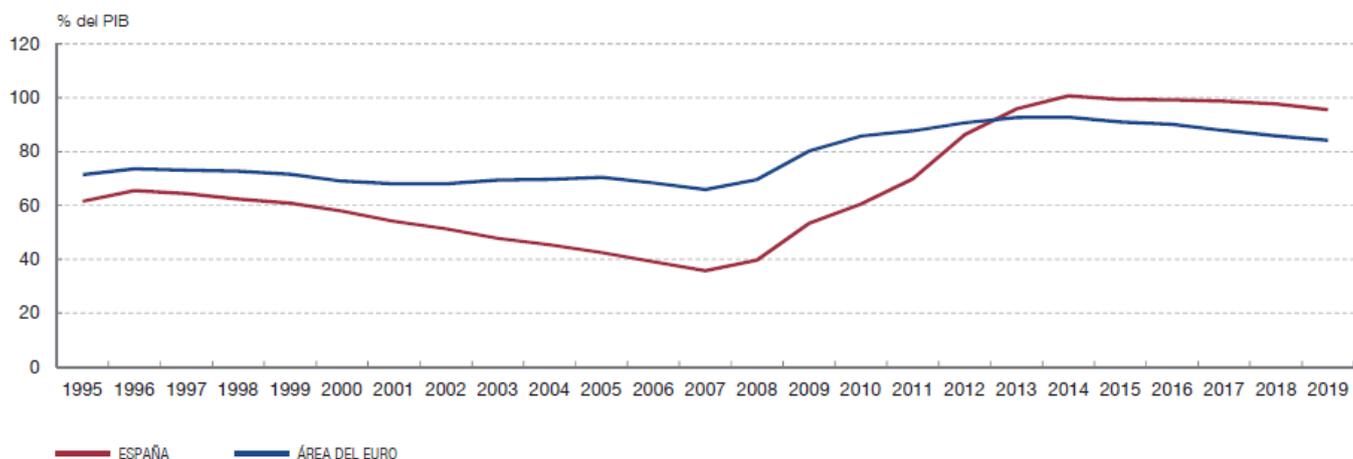


Gráfico 8: Banco de España (2019) Deuda pública Eurozona Vs España (1995-2019).

Fuente: Banco de España.

Como podemos observar en el gráfico 9, la evolución de la deuda pública española a efectos significativos sigue la tendencia de la zona euro, con la excepción de ser esta más sensible a las subidas y bajadas. Esto se ve claramente en los años posteriores a la crisis, donde en 2008, cuando la economía española estaba muy saneada, el nivel de endeudamiento era bastante inferior al de la eurozona, pero posteriormente, tras el azote de la crisis financiera de 2008, el nivel de endeudamiento de España crece a un nivel altamente superior que el de la eurozona, superándolo en el año 2012.

## La deuda soberana española: evolución y reestructuración tras la crisis sanitaria de la COVID-19.

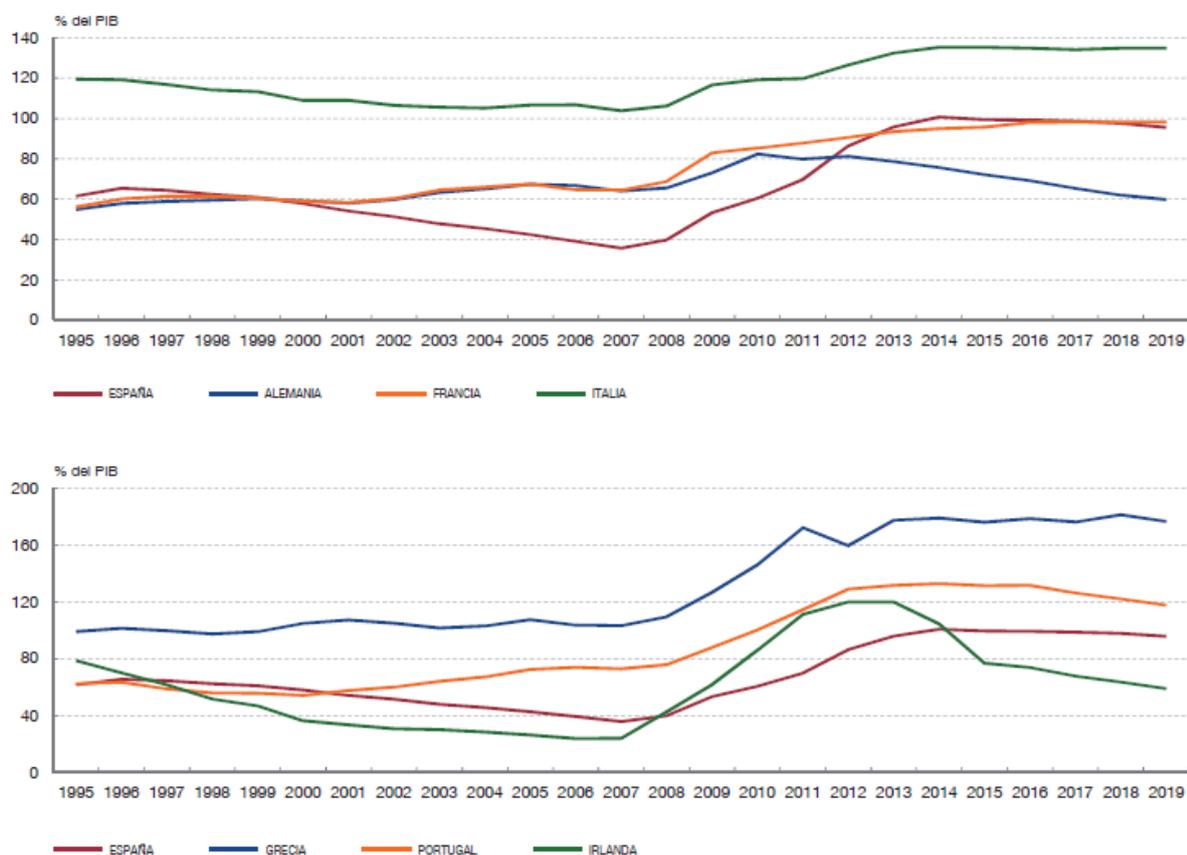


Gráfico 9: Banco de España (2019) Deuda pública de países de nuestro entorno Vs España (1995-2019).

Fuente: Banco de España.

Como nos muestra el gráfico adjunto (el cual compara la evolución de la deuda pública española con los países más fuertes de la eurozona y los más afectados por la crisis de deuda), todos los países, en mayor o menor medida, aumentaron su deuda tras el colapso financiero de 2008. Para España, que partía de una situación de gran estabilidad y solvencia en sus cuentas, la llegada de la crisis financiera y, posteriormente, la explosión de la burbuja inmobiliaria, conllevó un crecimiento altamente exponencial de su deuda, superando a países como Alemania, Francia o Irlanda. De forma contraria, Alemania, que poseía una mayor deuda antes de empezar la crisis, consiguió aplanar la curva de endeudamiento y evitar el crecimiento exponencial del mismo, al contrario que sus países vecinos como España o Francia. En el caso de Grecia, la cual ya poseía una deuda considerable desde los 80, debido al pago de altos tipos de interés a los acreedores, tras la recesión económica de 2008, acompañada de la crisis bancaria y el ambiente de desconfianza de los acreedores de la nación, convirtió al país en el más endeudado de la zona euro, dicha crisis de deuda sería posteriormente conocida como “la crisis de deuda europea”.

Dentro de la eurozona, los países con mayor proporción de deuda en el tercer trimestre de 2019 fueron: en primer lugar, Grecia con un 176,6% de deuda sobre el PIB, y seguida de Italia (134,8%) y Portugal (117,7%). De forma contraria, los países menos endeudados de la unión fueron: Estonia con un 8,4% de deuda sobre el PIB, Bulgaria

(20,4%) y Luxemburgo (22,1%). Como hemos comentado anteriormente, España poseía un nivel de deuda superior al de la media europea (95,5% frente al 85,4% del euro grupo), esta se encontraba como el séptimo país más endeudado de la eurozona, por delante de Croacia y Austria, y detrás de Francia y Chipre.

En términos interanuales, la mayoría de los países miembros vieron descender su deuda frente al año anterior, exceptuando a Lituania, la cual aumentó su deuda en 2,4 puntos porcentuales y Luxemburgo (1,1 puntos). Los mayores descensos interanuales de deuda se vivieron en Chipre (5,1 puntos), Irlanda (4,8 puntos) y Grecia (4,6 puntos).

Si pasamos a analizar el Déficit de la eurozona, este permaneció en 0,7% a diciembre de 2019. Al contrario que la ratio deuda PIB este no vivió cambios significativos en comparación con el ejercicio anterior, ya que los ingresos apenas descendieron una décima, situándose en diciembre de 2019 en el 46,1%, y del mismo modo, los gastos descendieron del 46,9% del trimestre anterior, frente al 46,7% de diciembre de 2019.

## 5. LOS CAMBIOS EN LA DEUDA PÚBLICA TRAS LA CRISIS DEL COVID-19.

En este capítulo vamos a analizar los cambios vividos por la deuda pública española tras la presente crisis sanitaria, originada por la COVID-19. Para ello, vamos a dividir el análisis en tres subcapítulos: el primero de ellos tratará de explicar las medidas acometidas por los diferentes organismos económicos encargados de la gestión de deuda en nuestra nación, tales como los paquetes de estímulo europeos, préstamos y las nuevas fuentes de ingresos para el reembolso de los mismos. En el capítulo segundo, explicaremos los cambios nominales y estructurales de la deuda pública española tras y la compararemos con los principales países de nuestro entorno, especialmente en Europa. Por último, en el tercer capítulo expondremos las previsiones y perspectivas del futuro de nuestra deuda.

### 5.1. LAS MEDIDAS PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA DE ESPAÑA.

Son múltiples las medidas acometidas por los distintos entes, ya sean políticos o económicos, para sofocar la recesión provocada por el COVID-19. Dentro de estas medidas encontramos: ayudas sociales, las cuales permiten paliar o resolver las situaciones de riesgo o exclusión social originadas por la pandemia (como por ejemplo el ingreso mínimo vital o las ayudas al alquiler) o ayudas económicas, destinadas a ayudar a ciertas empresas, sectores o individuos que se hayan visto perjudicados por la COVID-19 (en este caso encontramos los ERTES, subvenciones directas a empresas, avales del estado (Préstamos ICO) o los aplazamientos en las cuotas para autónomos o empresas). Estas ayudas y medidas son financiadas a través de los ingresos procedentes de las A.A.P.P. o, en nuestro caso, por las distintas ayudas europeas, destinadas a la recuperación económica de la comunidad europea. Son estas dos últimas las que analizaremos detenidamente, diferenciando entre las distintas ayudas europeas y los ingresos provenientes de las actividades de derecho público realizadas por las A.A.P.P. que permiten el reembolso de los préstamos y ayuda, de forma directa, a sofocar la crisis económica originada por la pandemia.

#### 5.1.1. *Las ayudas europeas.*

Hace un año, en 2020, la Comisión Europea gestionaron un compromiso de endeudamiento colectivo suscrito por los grandes líderes de la unión. En este, los países: España, Austria, Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Grecia, Portugal, Italia, Letonia, Luxemburgo y Eslovaquia, recibirán ayudas económicas por parte de la unión para solventar los problemas derivados de la COVID-19.

En el caso de España, el plan de recuperación negociado en Bruselas y que fue aprobado el pasado 16 de junio por la evaluación del Ejecutivo comunitario, aspira a conseguir la entrega de 69.500 Millones de euros en subvenciones, de un total de 140.000 Millones, donde el restante pertenece a préstamos blandos, a bajos tipos de interés. Este total está ligado al “Superfondo” NextGenerationEU, de cual importe asciende a un total de 808.000 Millones de euros, fijado a precios corrientes.

Estos fondos, los cuales suponen más del 13% del PIB, estarán destinados, en su mayor parte a las comunidades autónomas, las cuales recibirán un 54% del total de las ayudas, seguidas de la Administración central (41%) y las entidades locales (4%). Con estas ayudas se pretende crear 800.000 puestos de trabajo y movilizar una cuarta parte de la

inversión privada. Estas ayudas, según cita el plan de Recuperación NextGenerationEU, no financiarán cualquier proyecto, a estos se les exige estar alineados con la transición ecológica (40% de los fondos), la transformación digital, la cohesión social y territorial y la igualdad.

Por otro lado, existen unos fondos europeos destinados a la financiación de las políticas de empleo contra la pandemia, estos son los llamados fondos SURE. En el caso de España, la que junto con Italia es la más beneficiada dentro del marco europeo, recibirá un total de 21.325 Millones de euros. Estos fondos, bajo el lema “Europa está contigo”, tienen como objetivo apoyar a los regímenes de reducción de jornada y ayudar a proteger el empleo de ciertos sectores altamente afectados por la pandemia, en especial al turismo. Además, a través de dicha donación, se pretende financiar los Expedientes de Regulación Temporal del Empleo (ERTE) y las prestaciones por cese de actividad. Estos fondos son financiados, en parte, a través de los llamados “bonos sociales”, estos son los regidos por los Principios de los Bonos Sociales (SBP, por sus siglas en inglés), los cuales exigen transparencia, difusión de la información y promover la integridad del desarrollo social. A través de la emisión de dichos bonos, el Ejecutivo comunitario espera captar 25.000 Millones de euros para financiar las políticas de empleo europeas.

Todas estas ayudas siguen un proceso de canalización por objetivos, a través de pagos semestrales hasta el año 2026, siempre y cuando se cumplan los distintos objetivos planteados por el Ejecutivo. Para finales de 2021, se prevén la llegada de 10.000 Millones de euros, los cuales van ligados a hitos ya cumplidos o encauzados. Las siguientes reformas planteadas por el Ejecutivo para los futuros pagos de las distintas ayudas, van enfocados en la reforma del sistema fiscal, del mercado de trabajo y del sistema de pensiones.

#### *5.1.2. Ingresos procedentes de las actividades de derecho público realizadas por las A.A.P.P.*

Para poder financiar las medidas que pretenden hacer frente a la crisis del COVID y para devolver los préstamos recibidos por los mercados, las Administraciones Públicas han aumentado su capacidad de captación de ingresos. Principalmente, estas se han realizado a través del aumento de impuestos y la creación de otros nuevos, los más relevantes son:

- **IRPF:** Para el impuesto sobre la renta de las personas físicas, el ejecutivo ha decidido aumentar en dos puntos el gravamen, para las rentas superiores a los 300.000 euros y tres puntos, a las superiores a 200.000 euros. Según datos de Hacienda, esto afectará a un 0,17% de los contribuyentes y aumentará la recaudación en 580 Millones de euros (para 2022).
- **IVA:** Para este caso, el ministerio ha decidido aplicar el 21% del gravamen a las bebidas azucaradas y edulcoradas, en lugar de su tipo reducido (10%). A través de este aumento se pretende recaudar 400 Millones de euros entre 2020 y 2021.
- **IS:** El impuesto de sociedades incluirá una limitación del 95% de la exención sobre dividendos en las empresas filiales con ingresos superiores a 40 Millones. Esto supondrá un incremento de 1.047 Millones de euros para las arcas públicas.
- **Impuestos renovables:** de la mano de la transición ecológica europea a través del fondo NextGenerationEU, el Ejecutivo español pretende implementar dos gravámenes que afecten a los residuos y a los envases de plástico para el año 2022.

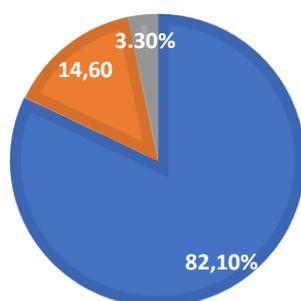
- **Impuestos de patrimonio:** Para 2021, el Ejecutivo subirá el tipo un punto (3,5%) para las fortunas de más de 10 millones de euros. Este impuesto será gestionado al 100% por las comunidades autónomas.
- **Tasa Google:** Este nuevo impuesto gravará a un tipo de 3% a las empresas tecnológicas que superen los 750 Millones de euros en ingresos a nivel mundial y tengan una facturación en España de 3 Millones. Con este se pretende aumentar en 968 Millones los ingresos para las arcas públicas.
- **Tasa Tobin:** Este gravará con un 0,2% las operaciones de compraventa de acciones de empresas españolas cotizadas, con una capitalización bursátil mayor a los 1.000 Millones. De este nuevo impuesto se prevé recaudar 850 Millones de euros en 2021.

## 5.2 LA DEUDA PUBLICA TRAS LA CRISIS DEL CORONAVIUS.

Como hemos comentado anteriormente, la crisis del COVID se ha traducido en un aumento de las necesidades de financiación. Esto ha sido así tanto en España como en los países de nuestro entorno. Al final del cuarto trimestre de 2020, la deuda pública de la zona euro se situó en un 98%, muy superior si la comparamos con la del ejercicio anterior, la cual apenas alcanzaba el 84% del PIB. De igual forma, el conjunto de la UE cuantificó su deuda a finales de 2020 en un 90,7%, un 13,2 % superior a la deuda del último trimestre de 2019. Esta deuda se compone, en el caso de la zona euro de: un 82,1% de valores representativos de deuda, en un 14,6% préstamos y un 3,3% en depósitos y efectivo. Para la UE la descomposición de deuda es la siguiente: un 81,8% corresponde a valores representativos de deuda, un 15,1% corresponde a préstamos y, finalmente, el 3,2% el cual corresponde a depósitos y efectivo.

### ZONA EURO (98% D/PIB)

■ Valores representativos de deuda  
■ Préstamos  
■ Depósitos y efectivo



### UE (90,70% D/PIB)

■ Valores representativos de deuda ■ Préstamos ■ Depósitos y efectivo

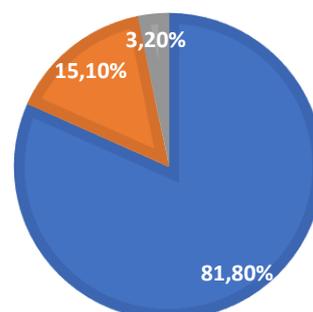


Gráfico 10: Composición deuda pública de la EU y la zona euro (2020).

Fuente: Datos macro y elaboración propia.

Si segregamos esa deuda por los países miembros de la comunidad europea, encontramos que las ratios deuda PIB más altas se encuentran en los siguientes países: en primer lugar, encontramos a Grecia con una deuda del 205,6% sobre el PIB, seguida de Italia (155,8%), Portugal (133,6%), España (120,0%), Chipre (118,2%), Francia

## La deuda soberana española: evolución y reestructuración tras la crisis sanitaria de la COVID-19.

(115,7%) y Bélgica (114,1%). De forma contraria, los países con menor deuda son: Estonia (18,2%), Luxemburgo (24,9%) y Bulgaria (25,0%).

Si comparamos la deuda del cuarto trimestre de 2020 con la del tercero, 17 países han visto aumentar su deuda, siendo los mayores incrementos del último trimestre los siguientes: Hungría (6,5 puntos), España (6 puntos) y Grecia (5,9 puntos). Por el contrario, 10 países incluidos en el marco europeo han visto descender su ratio deuda PIB en el último trimestre, los más notables son: Irlanda (-2,8 puntos), Letonia (-1,2 puntos) y Luxemburgo (-1,2 puntos).

Sin embargo, si comparamos el cuarto trimestre de 2020 con el cuarto trimestre de 2019, todos los Estados miembros vieron aumentar su deuda. De estos, los mayores aumentos de deuda se registraron en: Grecia (25,1 puntos), España (24,5 puntos), Chipre (24,2 puntos) Italia (21,2 puntos) y Francia (18,1 puntos).

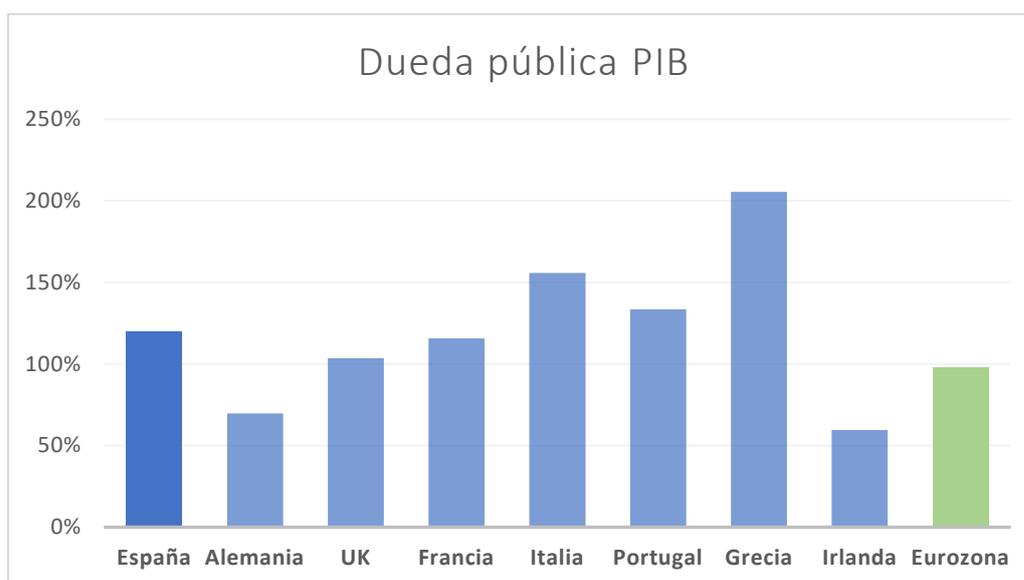


Gráfico 11: Ratio deuda pública PIB de países de nuestro entorno Vs España (2020). Fuente: Datos macro y elaboración propia.

Como hemos visto anteriormente, España se encuentra muy por encima de la media de la zona euro, concretamente ocupa el tercer puesto en el ranking de los países más endeudados de la eurozona (tras Grecia e Italia, respectivamente). En el ejercicio anterior, España gozaba de una posición más ventajosa en cuanto a deuda se refiere, esta se encontraba ligeramente por encima de la media de la zona euro con un endeudamiento del 98,8% (frente al 86,3% de la eurozona) y ocupando el sexto puesto en el ranking de países endeudados, sin embargo, el crecimiento a raíz de la crisis del COVID ha sido muy significativo.

Entre 2019 y 2020, España ha aumentado su deuda en 24,5 puntos, siendo el segundo país que más ha aumentado su deuda con respecto a 2019. Esto se debe, principalmente, al importante déficit que ha seguido a España tras el comienzo de la crisis del CORNAVIRUS. Si lo cuantificamos, podemos observar que este pasó de un -2,86% en 2019 a un -10,97% en el cuarto trimestre de 2020. Con respecto a este indicador, España se encuentra a la cabeza, siendo uno de los países con mayor Déficit de la zona euro, explicando así el aumento exponencial de la deuda. Por otro lado, el sector servicios, el cual representa un 67,87% del PIB, se ha visto especialmente perjudicado por las restricciones impuestas para hacer frente a la pandemia, haciendo que se reduzca el PIB. Esta reducción, la cual se cifra en 103.074 Millones de euros en

comparación con 2019, hace disminuir el denominador de la ratio deuda PIB, haciendo que esta aumente en mayor medida.

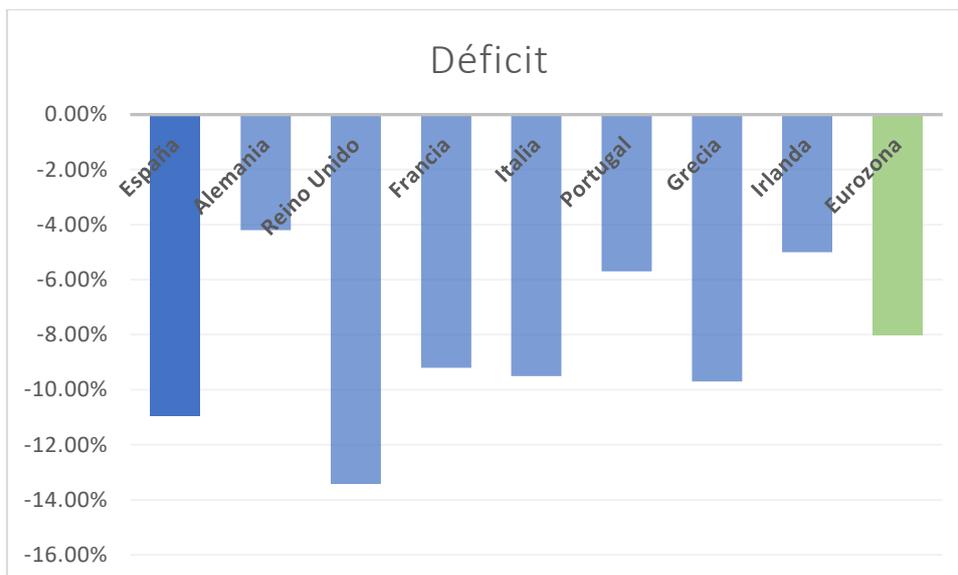


Gráfico 12: Déficit público de países de nuestro entorno Vs España (2020).  
Fuente: Datos macro y elaboración propia.

En términos nominales, en el año 2019, la deuda alcanzaba la cifra de los 1.188.820 Millones de euros, lo que correspondía a una deuda per cápita de 25.116 euros. Como hemos visto, las necesidades de financiación por la crisis del COVID aumentaron la deuda notablemente para el año 2020, cuantificándose en 1.345.440 Millones de euros, es decir, un 13,17% más que en el año anterior. Por otro lado, la deuda pública per cápita alcanzó los 28.388 euros, superando los ingresos medios anuales que percibe un trabajador en España (24.395,98 euros).

### 5.3 PERSPECTIVAS Y PREVISIONES DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA.

Como se ha comentado anteriormente, a raíz de la crisis sanitaria provocada por la COVID 19, la deuda pública española se incrementó notablemente, alcanzando el máximo histórico del 120% de deuda sobre el PIB. De igual forma, el déficit público alcanzó el 10,97% en el cuarto trimestre de 2020, reflejando así la importante caída del PIB y el desmesurado gasto público por parte de las A.A.P.P. para amortiguar la crisis del COVID.

Sin embargo, existen algunos elementos presentes en el contexto económico actual que pueden ayudar a reducir el stock de deuda en un futuro “próximo”. Estos elementos son:

- En primer lugar, la importante caída de los tipos de interés (el coste medio de la deuda para el último trimestre de 2020 fue de 1,86%, 0,33 puntos por debajo del tercer trimestre de 2019) y el aplazamiento de los vencimientos, ha descongestionado considerablemente las cargas financieras que suponían el mantenimiento de la deuda pública. Actualmente, los intereses de la deuda suponen un 2,2% sobre el PIB y se calcula que para 2023 esta cifra se reduje hasta el 1,8%.

- El respaldo del BCE con la adquisición de títulos de deuda españoles, estos, a su vez, intensificados a raíz del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), suponían más del 100% de las necesidades de financiación netas (109.900 Millones de euros). Como resultado de dicho respaldo, a finales de 2020, los títulos mantenidos por el BCE representaban un 37% del PIB.
- Un uso productivo de los recursos NGEU (comentados anteriormente) supondrían un potenciador económico importante, que se reflejaría en un aumento del PIB y de la productividad en los sectores más afectados por la COVID-19 y con mayores perspectivas de crecimiento.

Para concluir, la deuda pública española, gracias a los elementos anteriormente comentados, no sufre un importante riesgo. Sin embargo, estos elementos macroeconómicos no duraran para siempre, por lo que es de vital importancia aprovechar esta ventaja y conseguir un crecimiento sostenible y duradero, para asegurar el sobrevivir de nuestra deuda.

## 6. CONCLUSIÓN.

En cuanto a lo abordado con anterioridad y como consecuencia del trabajo realizado, destacamos las siguientes conclusiones:

- a) En primer lugar, la importancia de este indicador para la economía, puesto que de la deuda pública depende la financiación de las políticas de estímulo que garantizan los servicios mínimos a los ciudadanos, de equilibrar desfases transitorios de tesorería o regularizar el exceso de disponibilidad monetaria y con ello, la gestión de la política monetaria.
- b) En segundo lugar, la gran labor de los primeros gobiernos democráticos puesto que persiguieron, tras la herencia de deuda recibida por el Franquismo, la gestión responsable de deuda en España. Fue gracias a esto, que España consiguió modernizar su mercado de deuda (1986), tanto en su aspecto técnico como institucional. Además, consiguió huir de los malos vicios acometidos por el Franquismo, como eran la financiación a través del derecho de señoreaje o por la colocación forzosa de los títulos. Por consecuencia de lo anterior, España reestructuró la deuda viva, tanto por tenedores como por el plazo, consiguiendo así que multitud de inversores institucionales decidiesen invertir en España y aumentasen el plazo de la deuda. Tanto fue el cambio que España gozó de una deuda sólida y sostenible (2007), más aún que sus países vecinos, los cuales llevaban años de ventaja, cumpliendo con creces el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.
- c) En tercer lugar, el cambio drástico de deuda tras la crisis financiera de 2008, puesto que, a raíz de dicho acontecimiento, la estructura saneada de la deuda española cambió radicalmente, dando lugar a una nueva era en la deuda pública en España. A partir de 2008, la deuda pública ha crecido notablemente hasta nuestros días, pasando por un proceso de estancamiento (2015-2019), y por consecuencia de la crisis actual del COVID-19, ha vuelto a crecer hasta niveles históricos, jamás vistos con anterioridad. Es preciso anotar que no solo España ha visto aumentar su deuda tras el colapso financiero de 2008, desde dicho acontecimiento, la mayoría de los países desarrollados y que emiten títulos de deuda han visto aumentar su deuda pública.
- d) En cuarto lugar, el crecimiento de deuda español en comparación con los países del nuestro entorno. Como hemos comentado anteriormente, el crecimiento de la deuda pública tras la crisis de 2008 ha sido un proceso generalizado en la mayoría de países, pero en España, el crecimiento de la deuda ha sido muy superior al de países de nuestro entorno, evidenciando así las carencias de nuestra gestión de deuda en comparación con las de nuestros países vecinos.
- e) En quinto lugar, el importante papel del déficit público en España, el cual ha incrementado notablemente con respecto a 2019. Este aumento del déficit estructural pone de manifiesto el aumento exponencial de los gastos, los cuales han ido acompañados con un descenso de los ingresos percibidos.
- f) Por último, la gran importancia de los paquetes de ayudas recibidos por Bruselas para afrontar la crisis del COVID-19, desde los cuales se financiarán multitud de medidas, tanto en materia social como económica, y de las cuales dependen multitud de sectores de gran relevancia para nuestra economía, como lo es el turismo.



## Bibliografía

---

### 1. LIBROS Y ARTÍCULOS:

1. D. La Calle (2014). NOSOTROS LOS MERCADOS. España: Booket.
2. F. Comín (2016). LAS CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN ESPAÑA (1500-2015). España: Catarata.
3. F. Comín (2014). La deuda Pública: el bálsamo financiero del régimen de Franco (1939-1975). Universidad de Alcalá (Madrid). [PDF].

### 2. WEBS DE ORGANISMOS OFICIALES:

1. Banco Central Europeo - <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.es.html>.
2. Banco de España - <https://www.bde.es/bde/es/>.
3. Eurostat - <https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-financestatistics/data/main-tables>.
4. Datos Macro - <https://datosmacro.expansion.com/>.
5. Tesoro Público - <http://www.tesoro.es/>.

### 3. PÁGINAS WEB:

1. A. Sevilla (2012). Deuda pública. Economipedia.com. [En línea]. <https://economipedia.com/definiciones/deuda-publica.html>.
2. BBC News Mundo. (2020). Como el Covid-19 generará la mayor deuda pública mundial de la historia. BBC.com. [En línea]. <https://www.bbc.com/mundo/noticias-54981305>.
3. I. Faes. (2021). El paso del Covid desboca la deuda y acerca el riesgo de una crisis financiera. Eleconomista.es. [En línea]. <https://www.eleconomista.es/economia/noticias/11074752/02/21/El-paso-del-Covid-desboca-la-deuda-y-acerca-el-riesgo-de-una-crisis-financiera.html>.
4. S. Arroyo. (2021). La UE libera los primeros 9.000 Millones de ayudas a España. Elcorreo.com [En línea]. <https://www.elcorreo.com/economia/plan-recuperacion-espanol-20210713125502-ntrc.html>.
5. D. Jiménez. (2013). Letra del Tesoro. Economipedia.com. [En línea]. <https://economipedia.com/definiciones/letra-del-tesoro.html>.
6. J. García & R. Murillo (2021). La elevada deuda pública española: perspectivas y palancas para una buena digestión. [En línea] <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/elevada-deuda-publica-espanola-perspectivas-y-palancas>.



## Anexos

---

### 1. DEFINICIONES:

1. Cupón: Interés nominal, generalmente periódico y expresado como un porcentaje del valor nominal del activo, que tienen derecho a percibir los propietarios de un bono. Puede ser fijo (cuando su cuantía concreta se fija en el momento de la emisión) o variable (cuando su cuantía se revisa en determinados momentos de tiempo).
2. Activo subyacente: Activo al que se refieren los contratos de productos derivados, por lo que su precio condiciona el valor de éstos.
3. El Tesoro Público es el nombre por el que se conoce a la institución emisora de la Deuda pública en España, que es la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, órgano adscrito a la Secretaría de Estado de Economía del Ministerio de Economía y Hacienda
4. Deuda flotante: Son aquellos pasivos de deuda con vencimiento a corto plazo (inferior a un año).
5. Deuda consolidada: Al contrario que la deuda flotante, es aquella que tiene un vencimiento a largo plazo (superior a un año).
6. Deuda Pignorable: Es una práctica financiera en la cual se otorga algo como garantía en caso de impago.
- 7 derechos de señoraje: beneficio por parte de las casas de moneda por acuñar una pieza cuyo valor intrínseco es menor al nominal.