

Interrogantes en torno a la deuda pública española: ¿hechos contrastados o creencias infundadas?

José M. Domínguez Martínez y Rafael López del Paso

Resumen: El propósito de esta nota es realizar un análisis sucinto de las principales cuestiones relacionadas con el nivel del endeudamiento público en España, a fin de contrastar el mayor o menor fundamento de algunas creencias extendidas entre la opinión pública. El trabajo está organizado en torno a una decena de interrogantes seleccionados, para cuya consideración se acompaña la información estadística relevante.

Palabras clave: Deuda pública; evolución; prima de riesgo; coste del servicio de la deuda; España.

Códigos JEL: E43; E62; F34; G12; H63.

La crisis financiera internacional vivida desde 2007 ha colocado en un primer plano un conjunto de conceptos e indicadores económicos que hasta hace no mucho constituían un coto cerrado, vetado para los no especialistas. En el desarrollo de este ejercicio de «socialización terminológica» e «inmersión forzada» de la ciudadanía en la «jungla» de cuestiones económicas y financieras necesarias para interpretar la realidad que nos circunda, difícilmente puede prescindirse y hacerse abstracción de todas aquellas que intervienen en el análisis e interpretación de las causas, las implicaciones y las posibles salidas al angustioso problema que plantea el elevado nivel alcanzado por la deuda soberana española, y que diariamente se ven reflejadas en el comportamiento de su prima de riesgo. Su evolución ha ido dejando en evidencia los pronósticos que marcaban determinados umbrales para entrar en zona de no retorno, umbrales que, en algún momento, hasta llegaron a añorarse. Su escalada allanó el terreno para la reforma constitucional por la que se ha elevado al máximo rango legal el compromiso con la estabilidad presupuestaria.

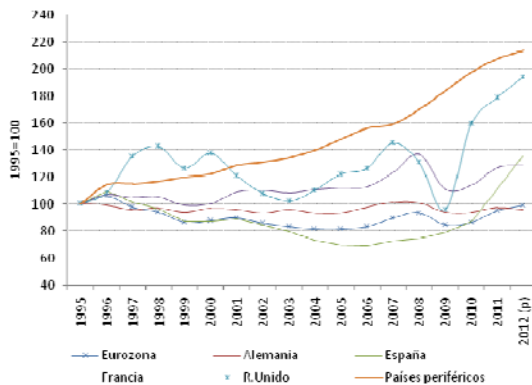
Muchas son las preguntas que se plantean, y aún más las respuestas que continuamente se proporcionan, con relación a este problema, tan antiguo como los propios Estados, a nuestro juicio no siempre analíticamente sustentadas o no adecuadamente fundamentadas. En torno a diez interrogantes, que no pretenden constituir una relación excluyente ni exhaustiva, el objetivo de esta nota es ofrecer algunos elementos de base, en algunos casos pasados por alto o no suficientemente atendidos, a fin de ilustrar el fundamento de ciertas creencias que durante los últimos meses han ido difundiéndose y calando entre la opinión pública española.

1. ¿Presenta España un nivel de deuda pública muy elevado?

El deterioro experimentado por las finanzas públicas ante el abrupto descenso de la recaudación de los ingresos tributarios y la expansión inicial del gasto por las medidas discrecionales adoptadas por las Administraciones Públicas pronto se tradujeron en un aumento de la ratio de deuda pública respecto al PIB, que en 2007 se encontraba en un nivel similar (36,3%) al de los primeros años de la década de los ochenta del pasado siglo. Entre 2007 y 2011, la deuda pública en circulación se incrementó en 33,7 puntos porcentuales (p.p.) en términos de PIB, y se espera que en 2012 haya aumentado en 16,1 p.p. adicionales, hasta alcanzar el 86,1%. El volumen de deuda previsto por la Comisión Europea para el cierre del ejercicio 2012, 904,1 miles de millones de euros, excede en un 35% del nivel existente al comienzo de la anterior fase expansiva del ciclo (gráfico 1).

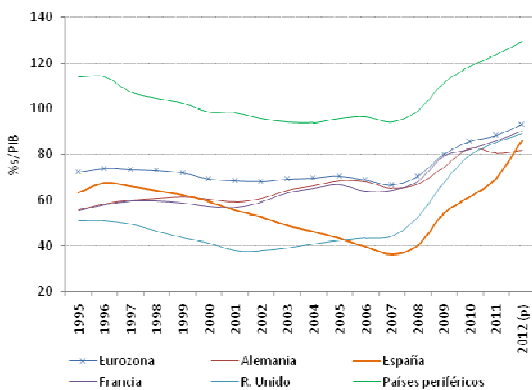
A pesar del crecimiento registrado en tan breve espacio de tiempo —si bien menor que el del resto de países despectivamente denominados PIGS (Portugal, Italia, Grecia y España) y de otros, como el Reino Unido, tradicionalmente considerado como ejemplo de ortodoxia en la adopción de planteamientos sobre la actuación del Estado—, la ratio de deuda pública de la economía española es inferior, no sólo a la de los Estados periféricos europeos, sino también a la del conjunto de la Eurozona, o a la de países no puestos en el punto de mira como Francia y Reino Unido (gráfico 2).

Gráfico 1: Evolución de la deuda pública en los países de la UE (Índice 1995=100)



Fuente: Comisión Europea.

Gráfico 2: Evolución de la deuda pública en los países de la UE (Porcentaje sobre PIB)



Fuente: Comisión Europea.

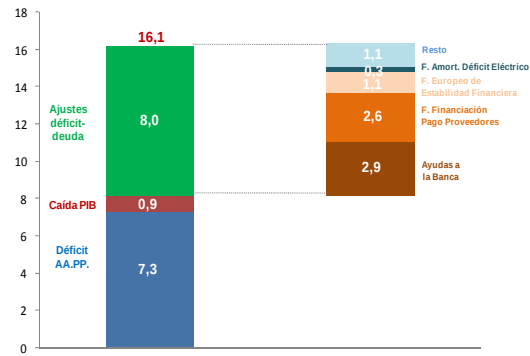
2. ¿Ha venido provocado el incremento reciente del endeudamiento público principalmente por las ayudas a la Banca?

El incremento del stock de deuda pública respecto al PIB estimado para 2012 responde a los siguientes factores: 1) financiación del déficit presupuestario del conjunto de las Administraciones Públicas (7,3 p.p.); 2) caída del PIB (0,9 p.p.); y 3) los ajustes de déficit-deuda (8,0 p.p.) (gráfico 3).

Atendiendo a la composición de esta última partida, se observa que las ayudas a la Banca y la dotación al Fondo para la Financiación del Pago a Proveedores representan 2,9 y 2,6 p.p., respectivamente, la aportación al Fondo

Europeo de Estabilidad Financiera (préstamos a Grecia, Irlanda y Portugal), 1,1 p.p., los recursos destinados al Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico, 0,3 p.p., mientras que otras medidas justifican el 1,2 restante.

Gráfico 3: Incremento de la deuda pública en 2012. Factores explicativos



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

3. ¿Son los Bancos los que, mediante la compra de deuda pública, están financiando al Estado español?

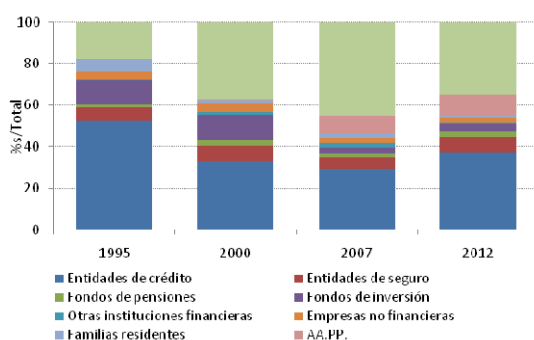
La intensificación de las turbulencias de la deuda de crisis soberana en los países de la Eurozona han llevado al Banco Central Europeo (BCE) a la adopción de medidas no convencionales orientadas a la corrección del funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y a la reactivación del canal del crédito.

Ya sea por insuficiencia de demanda de crédito solvente o de una oferta firme, lo cierto es que las entidades de crédito han incrementado su recurso a la compra de deuda pública, lo que ha tenido el doble efecto de abaratar el coste de la financiación pública y de nutrir los decaídos márgenes financieros de las entidades bancarias. Éstas mantienen grandes carteras a vencimiento, que han refinanciado mediante ventas temporales al resto de agentes institucionales. A finales de 2012, Bancos, Cajas y Cooperativas de Crédito, con un 37,5%, disponían del mayor porcentaje de propiedad de la deuda del Estado no segregada, superando en 8,4 p.p. la participación relativa de 2007, si bien muy por debajo de la cuota del 52,6% que mantenían en 1995 (gráfico 4). Les siguen en importancia los inversores no residentes, que poseen el 35% del saldo vivo. No obstante, el retroceso registrado desde 2007, año en el que representaban cerca de la mitad, es más que apreciable.

4. ¿Ha superado la prima de riesgo la línea roja (de no retorno) que aboca ineludiblemente a un rescate financiero?

Desde la entrada vigor del euro en 1999 hasta la irrupción de la crisis financiera internacional en el verano de 2007, los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas a los distintos plazos de los países de la Eurozona se mantuvieron en niveles reducidos y estables (gráfico 5). Por lo que se refiere a España, este *spread* comenzó a repuntar en el primer trimestre de 2008 por las turbulencias en los mercados financieros asociadas a las hipotecas *subprime*. Esta situación se mantuvo hasta comienzos de 2009, cuando el Estado español tuvo que aumentar la rentabilidad ofrecida en sus emisiones de deuda, a efectos de poder cubrir las necesidades adicionales de financiación propiciadas por la recesión económica y por el deterioro de sus posiciones fiscal y exterior. Episodios similares volvieron a registrarse en el primer cuatrimestre de 2010, ante la crisis de confianza surgida tras la petición de asistencia financiera de Grecia al Fondo Monetario Internacional y a la Comisión Europea, que pronto se contagió a aquellos países de la zona del euro en los que se percibían mayores debilidades, mientras se acentuaban las dudas entre los inversores sobre la capacidad del Estado español para cumplir con las obligaciones asumidas atendido a su situación patrimonial y a la previsible evolución de sus finanzas públicas. Así, la rentabilidad del bono soberano a 10 años llegó a situarse en valores próximos al 7% en los momentos de máxima tensión, más de 500 puntos básicos por encima de la referencia alemana del mismo plazo, el registro más alto desde la entrada en circulación del euro.

Gráfico 4: Deuda del Estado anotada no segregada
Distribución por tenedores (%/Total)

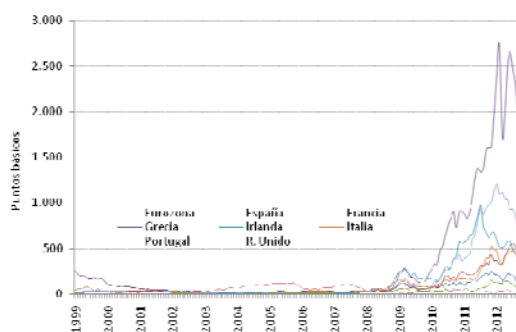


Fuente: Tesoro de España.

Señalado lo anterior, resulta conveniente tener presente que los procedimientos y protocolos arbitrados por la Comisión Europea para la solicitud de asistencia financiera por parte de los países miembros no atienden a la evolución mostrada por la prima de riesgo, que, en una unión monetaria, no deja de representar el sobrecoste que debe asumir un Estado respecto a otro para financiarse. El valor de esta prima responde, en ausencia de tensiones en los mercados, al nivel de percepción del riesgo —fundamentalmente de crédito y de liquidez—, al efecto precio asociado a la incertidumbre y al grado de tolerancia al riesgo mostrado por los inversores.

No existe una línea roja inequívoca, aunque es evidente que, a partir de un determinado umbral (más que de diferencial, de tipo de interés absoluto), el coste de la financiación se torna prohibitivo y se desencadena una espiral insostenible. De haber sido determinantes las sucesivas líneas rojas proclamadas sucesivamente, España no hubiese podido eludir el rescate financiero en distintas ocasiones. Por otro lado, es el peso relativo de la carga financiera (amortizaciones más intereses) respecto a los ingresos corrientes o al ahorro primario el indicador que nos puede ofrecer una buena imagen acerca de la capacidad de una administración pública para hacer frente a sus compromisos de una manera regular.

Gráfico 5: Evolución de los diferenciales de la deuda pública en los países de la UE con respecto al bono alemán a 10 años (puntos básicos)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

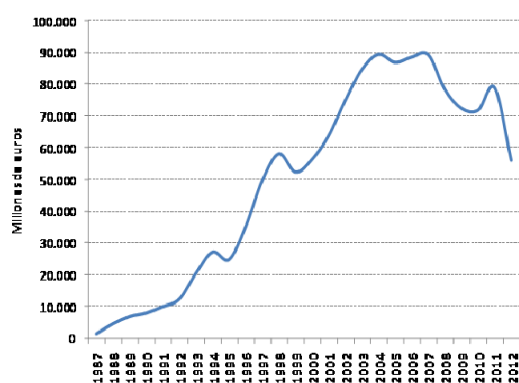
5. ¿Se ha visto paralizada la actividad de los mercados de deuda por las sombras que presenta la economía española?

Las persistentes dificultades que han marcado la actividad de los mercados de capitales desde el comienzo de la crisis no han impedido al Tesoro español completar

sus sucesivos programas anuales de financiación, si bien a un mayor coste, insuflado por las diversas rebajas en las calificaciones crediticias que han acompañado a las emisiones.

En lo que respecta a los mercados secundarios, aun cuando en 2012 ha continuado la tendencia de reducción de la actividad, los volúmenes negociados se sitúan por encima de los 56.000 millones diarios, en niveles similares a los del año 2000, y muy por encima de los existentes al comienzo de la anterior fase expansiva del ciclo (25.892 millones en 1995) (gráfico 6).

Gráfico 6: Negociación en los mercados de deuda del Estado (Millones de euros. Medias diarias)



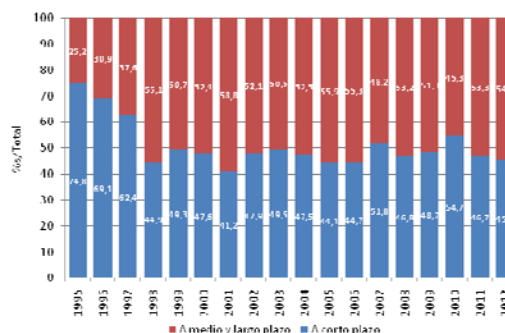
Fuente: Tesoro de España.

6. ¿Ha obligado la crisis de confianza al Tesoro a sustituir emisiones a largo por emisiones a corto plazo?

Al igual que en los tres ejercicios anteriores, en 2012 el Tesoro amplió su oferta de títulos a corto plazo con objeto de cubrir las necesidades adicionales no previstas de financiación. Sin embargo, un análisis de las diferentes líneas de actividad revela que, a pesar de la mayor diversificación en el uso de los instrumentos, la mayor parte de las emisiones ha tenido lugar mediante títulos a medio y largo plazo, que concentran un 54% del total (gráfico 7).

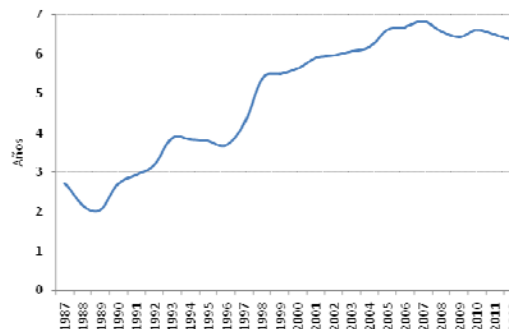
El mayor peso relativo de los bonos y obligaciones resulta compatible con una reducción de la vida media de la deuda en circulación (de 6,50 en 2011 a 6,34 en 2012) (gráfico 8), como consecuencia de la concentración de las amortizaciones sobre los títulos de mayor duración, y la consiguiente reducción del saldo vivo de este tipo de instrumentos.

Gráfico 7: Saldo vivo de la Deuda del Estado en circulación. Distribución en función del plazo (%s/Total)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Gráfico 8: Evolución de la vida media de la deuda pública en circulación del Estado español

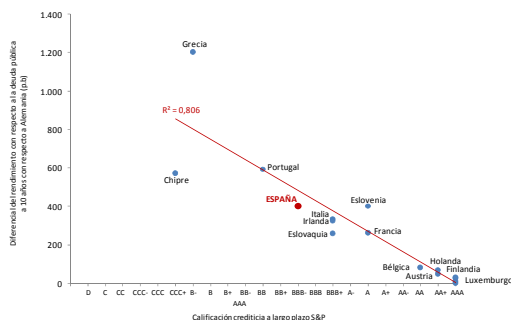


Fuente: Tesoro de España.

7. ¿Hasta qué punto la prima de riesgo viene determinada por las calificaciones concedidas por las agencias de rating?

Aun cuando el análisis de regresión estadística muestra una clara correlación negativa y significativa entre ambas variables (gráfico 9), no existe una interpretación unánime en cuanto a los factores explicativos de las variaciones de la prima de riesgo. La existencia de unos elevados niveles de déficit público, unida a una percepción de dificultades para recuperar la senda del equilibrio presupuestario, es un factor explicativo de primer orden del aumento del diferencial de rentabilidad entre el bono a diez años de Alemania y España. Sin embargo, según algunos análisis, es el deterioro de la evolución del PIB el elemento que parece ejercer una mayor influencia.

Gráfico 9: Calificaciones crediticias y prima de riesgo en los países de la UE. Diciembre 2012



Fuente: Banco Central Europeo, S&P y elaboración propia.

8. ¿Se ha convertido la deuda pública en la alternativa más rentable para el ahorro?

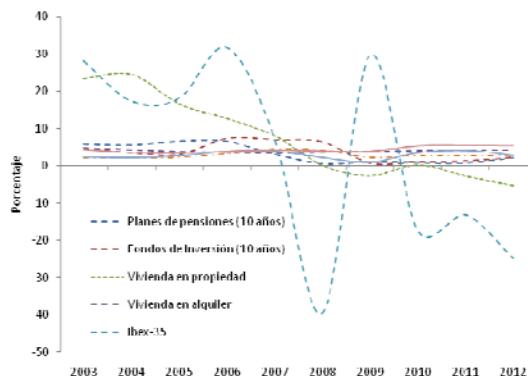
El menor atractivo de la vivienda motivado, fundamentalmente, por la caída de su precio en términos reales, por su previsible recorrido adicional de ajuste a la baja y por la supresión de los incentivos fiscales a la compra en el IRPF, unido a las importantes pérdidas acumuladas en los mercados bursátiles, con el consiguiente impacto negativo sobre los rendimientos obtenidos por la participaciones en fondos de inversión y planes de pensiones, sitúan la renta fija pública a largo plazo en una favorable posición dentro de la vasta oferta de alternativas en las que los inversores pueden materializar su ahorro (gráfico 10).

Sin embargo, el ahorrador debe tener en cuenta que la fiscalidad introduce considerables diferencias entre el rendimiento nominal antes de impuestos y el rendimiento después de impuestos de las distintas opciones, que pueden tener una notoria incidencia en la elección entre éstas.

Asimismo, el hecho de invertir en títulos de renta fija no le exonera de la posibilidad de incurrir en pérdidas en caso de recuperación de la inversión antes de su vencimiento, ante el eventual aumento de los tipos de interés en el mercado.

Por otro lado, parece claro que el mercado de deuda pública está sujeto a considerables anomalías. En situaciones normales carecería de sentido que, con una tasa de inflación positiva, los tipos de interés no cubriesen siquiera la pérdida de poder adquisitivo, como ocurre para el conjunto de la Eurozona y países como Alemania o Francia (gráfico 11).

Gráfico 10: Alternativas de inversión. Rentabilidad nominal bruta

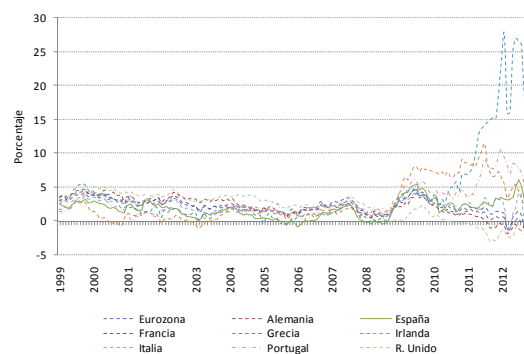


Fuente: Banco de España e Inverco.

9. ¿Se ha reflejado la elevada prima de riesgo en un aumento del coste medio de la deuda?

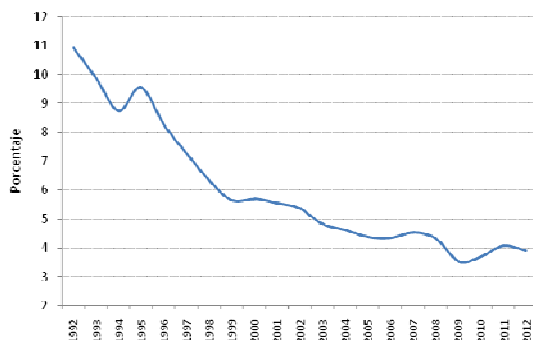
Aun cuando en 2012 las emisiones del Tesoro se han realizado a tipos de interés elevados y superiores a los de años anteriores, el coste medio de la deuda en circulación ha experimentado un ligero retroceso (gráfico 12) hasta el 3,90% (4,07 % en 2011), debido a la menor retribución diferencial con respecto a los títulos amortizados y a las favorables condiciones financieras del préstamo concedido por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Gráfico 11: Evolución de los tipos de interés reales de la deuda pública a 10 años en los países de la UE



Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfico 12: Evolución del tipo de interés medio de la deuda pública española en circulación



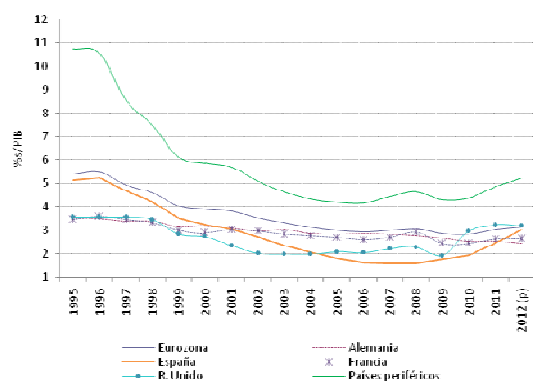
Fuente: Tesoro de España.

10. ¿Ha alcanzado el coste del servicio de la deuda cotas máximas históricas?

El incremento de la deuda en circulación, unido al endurecimiento de las condiciones de financiación ante la crisis de confianza que ha azotado los mercados de deuda pública europeos, se ha saldado con un notable incremento del coste del servicio de la deuda, medido tanto en términos de PIB como de ingresos y gastos públicos.

En 2012, se estima que los pagos por intereses de la deuda del conjunto de las Administraciones Públicas españolas se sitúan en el 4,0% del PIB, nivel similar al registrado en 1998 y en torno a 2 puntos porcentuales por debajo del alcanzado en 1995 (gráfico 13).

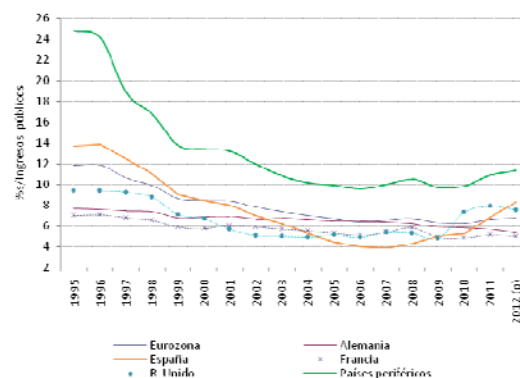
Gráfico 13: Evolución del coste de la deuda pública en los países de la UE (%/PIB)



Fuente: Comisión Europea.

Si efectuamos la comparación con respecto a los ingresos públicos, dicha proporción se situaría en 2012 en el 8,3%, frente al 5,4% de Alemania, y al 11,3% de los países periféricos, respectivamente (gráfico 14). Asimismo, aun cuando en 2012 el servicio de la deuda absorbe el 8,3% de los ingresos del conjunto de las Administraciones Públicas españolas, más del doble que en 2007, aún dista del 13,9% alcanzado en 1996.

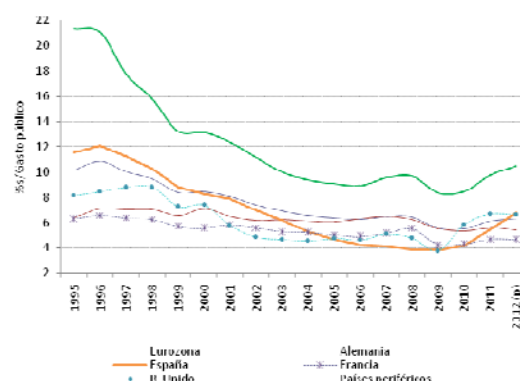
Gráfico 14: Evolución del coste de la deuda pública en los países de la UE (%/Ingresos públicos)



Fuente: Comisión Europea.

Observaciones similares pueden formularse en relación con la proporción sobre el gasto público (gráfico 15).

Gráfico 15: Evolución del coste de la deuda pública en los países de la UE (%/Gasto público)



Fuente: Comisión Europea.