



Universidad
Zaragoza

Trabajo Fin de Grado

Mercados financieros, economía y deuda pública española en el siglo XXI.

Autor

Jorge Manuel Prieto Peire

Directora

Patricia Bachiller Baroja

Facultad de Economía y Empresa

Año 2020

RESUMEN

Los mercados financieros suponen, en la actualidad, un soporte de las economías modernas. Existe tal variedad que, en ocasiones, resulta complejo clasificarlos según su tipología. Uno de los mercados financieros de mayor actualidad son los mercados de renta fija. Siendo en estos, los mercados de deuda soberana su máximo exponente. La delicada situación económica de algunas economías ha disparado los niveles de deuda a nivel mundial. Los Bancos Centrales han entrado en escena y han distorsionado la realidad económica. Para entender todo esto analizaré la evolución de la deuda pública española en el siglo XXI y sus repercusiones en la economía.

ABSTRACT

Financial markets currently entail an enormous support to modern economies. There is such a variety that, occasionally, it seems complex to classify them according to their typology. One of the most relevant financial markets is the fixed-income markets, in which sovereign-debt markets are their greatest exponent. The delicate situation of some economies has increased the debt levels globally. Central Banks have come into play and have distorted the economic reality. In order to understand all this, I will analyse the evolution of the Spanish public debt in the 21st century and its repercussions on the economy.

1. Objetivos e introducción.....	4
2. Metodología.....	5
3. Sistema Financiero.....	6
4. Clasificación mercados financieros.....	9
5. Economía y Deuda Pública.....	12
6. España y su dependencia de los mercados de Renta Fija.....	15
6.1 ¿En manos de quién está la deuda?.....	30
6.1.1 Inversores extranjeros.....	30
6.1.2 Banca Comercial.....	32
6.1.3 Bancos Centrales.....	34
7. Conclusiones.....	42
8. Bibliografía.....	44

1. OBJETIVOS E INTRODUCCIÓN

El objetivo del trabajo es analizar, a través de datos de diferentes organismos oficiales, la evolución de la economía española y su fuerte dependencia de la emisión de deuda pública a través de los mercados financieros.

Para ello, se analiza el crecimiento económico del país en el siglo XXI, los niveles de deuda respecto al PIB, la carga financiera que soporta el país, las principales características de la deuda española (principales tenedores, vida media y rentabilidad exigida por los inversores en los diferentes plazos de emisión) así como la influencia del Banco Central Europeo, a través de su política monetaria, en la economía española y el efecto que podría suponer, en el presupuesto del estado, un aumento en el coste de financiación.

Finalmente se concluye con escenario económico donde se demuestra la difícil situación económica de España y el enorme esfuerzo, que requiere la situación, para volver a alcanzar la estabilidad presupuestaria fijada en el pacto fiscal de la Unión Europea.

El sistema financiero supone un pilar básico de las economías del Siglo XXI. Uno de sus mayores exponentes son los mercados financieros, lugar donde se dan cita particulares y gobiernos para poner en común sus necesidades. Dada la vorágine del día a día y las necesidades de financiación o liquidez, a través de los mercados financieros se canalizan los ahorros de las unidades económicas con superávit hacia las unidades económicas con déficit. Uno de los mercados más importantes son los mercados de Renta Fija debido a la importancia que cobran en momentos de incertidumbre económica.

En los últimos años la necesidad de financiación por parte de los estados ha ido aumentando a ritmos vertiginosos, llegando incluso a vivirse momentos de máxima tensión en los mercados de deuda soberana.

Las políticas monetarias expansivas, de los Bancos Centrales, han distorsionado la realidad de los mercados de renta fija. Mediante sus compras de activos, en los mercados secundarios hasta el momento, hemos comprobado cómo las rentabilidades, exigidas por los inversores, han llegado a mínimos históricos. La economía española, vive una situación crítica debido a su déficit crónico y a su constante dependencia de los inversores extranjeros.

2. METODOLOGÍA

ENFOQUE METODOLÓGICO:

Los mercados financieros suponen un pilar básico de las economías modernas y la rapidez con la que cambian es muy notable. La incertidumbre económica y la volatilidad son los principales factores dominantes de los mercados. Tras la crisis financiera del 2008, la deuda ha pasado a ser un elemento clave en el crecimiento económico del sector público. Por ello, trataré de hacer comprender al lector cómo funcionan los mercados financieros y las características particulares de los mercados de renta fija, de los que tanto dependen las instituciones.

En este trabajo, desde un punto de vista teórico, se explica la tipología de los mercados financieros y sus clasificaciones. A continuación, desde un enfoque más práctico, donde se incluyen análisis de gráficos, tablas y balances, se analiza el funcionamiento actual de los mercados de renta fija, así como el papel clave que están jugando los bancos centrales en el funcionamiento de estos.

PROBLEMAS SURGIDOS DURANTE LA REALIZACIÓN:

El principal problema que me ha surgido durante la realización del presente trabajo ha sido la localización e interpretación de los diferentes gráficos, tablas y balances que nos permiten conocer la evolución de la deuda pública y la actuación del Banco Central Europeo en el mercado de renta fija europeo.

Palabras clave: Producto Interior Bruto (PIB), Banco Central Europeo (BCE), Quantitative Easing (QE), Renta Fija (RF), Renta Variable (RV), Deuda pública, Déficit, Superávit, Largo plazo (LP), Corto Plazo (CP), Bono a 10 años, prima de riesgo, rentabilidad, tipos de interés y puntos básicos (pb).

3. SISTEMA FINANCIERO

Se define al sistema financiero como el conjunto de instituciones cuyo objeto es canalizar el excedente monetario que generan algunas unidades económicas con superávit hacia otras unidades que tienen déficit monetario.

Dicho de otra forma, es el vehículo que permite canalizar el ahorro de unos hacia las necesidades de financiación de otros, ya sea de manera directa, o indirecta.

El sistema financiero juega un papel fundamental en la economía y en el día a día de empresas, gobiernos e individuos. Creando instrumentos financieros que permiten captar el ahorro y “llevarlo” hacia la inversión/consumo requerida por la unidad deficitaria, y además propiciando la mayor eficiencia de este proceso.

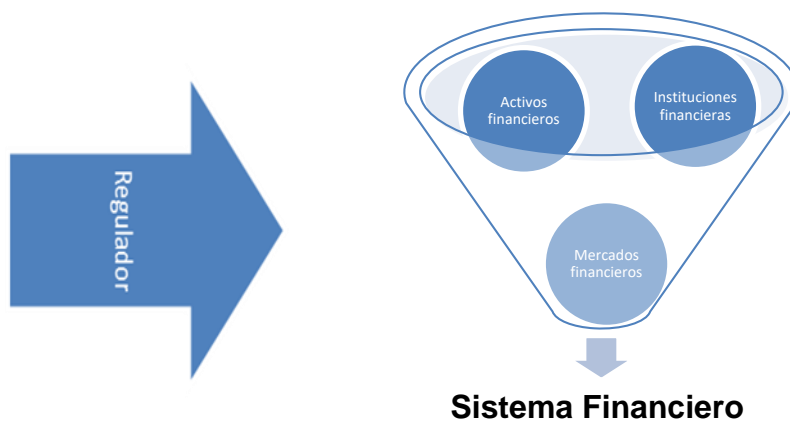


Gráfico 1 – Fuente: Elaboración propia.

Los componentes del sistema financiero son:

- Las instituciones financieras y los reguladores (por ejemplo, el Banco Central Europeo)
- Activos financieros generados.
- Mercados financieros.

Los componentes del sistema financiero son:

- Las instituciones financieras y los reguladores (por ejemplo, el Banco Central Europeo): Por intermediarios financieros se entiende a aquellas instituciones que efectúan labores de mediación entre los agentes económicos con exceso de liquidez y aquéllos que presentan un déficit. Estas instituciones crean dinero al mismo tiempo que contribuyen a una mayor circulación del mismo al conceder créditos. Los mediadores, por el contrario, aunque actúan en los distintos mercados financieros, “no crean dinero”. Es decir, no pueden conceder créditos.



Gráfico 2 Fuente: Google Images.

- Los activos financieros son títulos o anotaciones contables que otorgan al comprador el derecho a recibir un ingreso futuro procedente del vendedor

Las tres características que definen a los activos financieros son:

- Rentabilidad.
 - Riesgo.
 - Liquidez.
- Se entiende mercado financiero como cualquier lugar (físico, electrónico, virtual...) en el que se realicen transacciones con activos financieros. El papel de los mercados financieros, que son una parte importante de los mercados de capitales, resulta de vital importancia en la actualidad. Gracias a su existencia las unidades económicas deficitarias emiten pasivos que son adquiridos por las unidades económicas con superávit. Satisfaciendo las necesidades de ambas unidades económicas.

Las características que deben cumplir los mercados financieros son:

- **Transparencia:** los intervinientes en el mercado podrán obtener información relativa al mercado de forma rápida y a bajo coste.
- **Libertad:** está determinada por la no existencia de barreras de entrada o salida de compradores y vendedores, es decir, no se ponen limitaciones para el intercambio de activos en cuanto a cantidades y a la formación del precio.
- **Profundidad:** se dispone de un gran número de órdenes de compra y venta para cada activo y a distintos precios.
- **Amplitud:** se deben negociar multitud de activos en cada momento para que se puedan satisfacer las necesidades de los oferentes y demandantes potenciales.
- **Flexibilidad:** un mercado es flexible cuando los agentes que intervienen en él tienen capacidad de reacción ante las variaciones que se produzcan en los precios u otras condiciones del mercado.

Los mercados financieros admiten varios tipos de clasificaciones:

-Según el plazo de los activos negociados pueden ser: mercados monetarios (corto plazo) y mercados de capital (largo plazo).

-Dependiendo del momento de entrega del activo financiero, nos encontramos con mercados de contado o a plazo (derivados).

-Cuando los títulos financieros que negociamos se acaban de emitir, hablamos de mercado primario. Por el contrario, cuando los títulos negociados han sido emitidos previamente nos referimos al mercado secundario.

-Atendido a los derechos financieros a los que dé lugar la adquisición del activo financiero hablamos de mercados de renta fija (por lo general retribución periódica y constante con amortización al final de la vida útil) y mercados de renta variable (los cuales tienen vida ilimitada y retribución variable no siempre existente).

- En el caso de que se intercambien divisas o solo activos en moneda nacional hablaremos de mercados de divisas o mercados domésticos.

4. CLASIFICACIÓN MERCADOS FINANCIEROS

Cuando queremos clasificar los mercados financieros, una de las clasificaciones más habituales, consiste en distinguir entre mercados monetarios y mercados de capitales.

- **MERCADOS MONETARIOS**

Gracias a la solvencia de sus emisores debido a que se trata de títulos emitidos por el estado u otros entes públicos, por los intermediarios financieros o por las grandes empresas y la existencia de mercados secundarios, lo que otorga gran liquidez, se puede considerar un mercado con un riesgo muy reducido. Aunque conviene destacar que cuando se trata de mercados financieros el riesgo siempre existe y nunca es nulo.



Gráfico 3 Fuente: Elaboración propia.

Clases de mercados monetarios:

- Mercado Interbancario
- Mercado de deuda pública a corto plazo
- Mercado de pagarés de empresa.

- **MERCADOS DE CAPITAL**

Podemos definir al mercado de capitales como el mercado financiero donde se produce la compra-venta de títulos valores, además de activos financieros de empresas y de unidades económicas como son acciones, obligaciones y títulos de deuda a largo plazo, además de otros más complejos como pueden ser los derivados financieros.

El objetivo de las empresas de acudir al mercado de capitales es obtener financiación que le permita realizar nuevas inversiones, afrontar gastos recurrentes o alcanzar una posición de liquidez más fuerte. Para ello, los inversores pueden participar pasando a ser “socios” de forma proporcional en el capital de la empresa (adquiriendo acciones, por ejemplo) u obtener rentabilidades periódicas (adquiriendo bonos u obligaciones de deuda a largo plazo de una empresa).

En resumen, tal y como habíamos comentado antes, la principal diferencia entre ambos reside en el plazo de los activos negociados.

En el mercado de capitales intervienen instituciones del sistema financiero que regulan y complementan las operaciones de dicho mercado:

- **Bolsa de Valores:** Elemento encargado de aportar una estructura operativa que da soporte a la hora de realizar operaciones financieras. Es también la encargada de supervisar y llevar un registro de los diferentes movimientos realizados por oferentes y demandantes de recursos/activos financieros. Adicionalmente debe dar fe de la cotización y remitir informes a los inversores sobre la situación financiera y económica de las empresas, así como de sus instrumentos financieros.
- **Entidades Emisoras:** Se trata de entidades que colocan acciones u obligaciones con el objetivo de acceder a recursos de los inversores. Las entidades emisoras pueden ser sociedades anónimas, gobiernos, instituciones de crédito o entidades públicas. Esto varía según la normativa de cada país respecto a los mercados de capitales.
- **Intermediarios:** Son las Casas de Bolsa, se encargan de realizar las operaciones de compra y venta de acciones, y de, administrar carteras y portafolio de inversión de terceros.
- **Inversores:** Personas, físicas o jurídicas, que deciden invertir una cantidad de dinero con el objeto de obtener un retorno en un plazo determinado. Cuando un inversor adquiere acciones de una empresa, pasa a ser socio/accionista de esta. Dentro de los inversores también podemos diferenciar entre inversor minorista o inversor cualificado/institucional.

- **MERCADOS PRIMARIOS**

En los mercados primarios es donde las empresas o instituciones emisoras colocan los activos financieros entre sus compradores, por lo que estamos ante un proceso de financiación de los segundos hacia las primeras. Uno de los ejemplos de mercados primarios más típicos son las subastas de deuda pública realizadas por la Dirección General del Tesoro a la colocación de títulos de renta fija mediante intermediarios financieros.

- **MERCADOS SECUNDARIOS**

Los mercados secundarios son el lugar donde los propietarios de activos financieros tienen la opción de deshacerse de ellos al venderlos a otras personas o entidades, con lo que su inversión se traduce en liquidez sin tener que esperar al vencimiento de los títulos. Los tres pilares de los mercados secundarios son:

- Otorgar liquidez a los activos financieros.
- Crear precios de referencia para los mismos.
- Obtener beneficios mediante compra/venta de títulos.

Los mercados secundarios por excelencia son la bolsa de valores o el mercado de deuda pública.

- **MERCADOS DE RENTA FIJA**

En los mercados de renta fija se negocian activos financieros que dan derecho a percibir un interés predeterminado. Este interés se suele calcular en función de un porcentaje sobre el nominal. Algunos ejemplos de activos financieros son deuda pública, pagarés, bonos privados...).

Como normal general al vencimiento se devuelve al inversor el principal (valor nominal). Por lo que podemos afirmar que los inversores de antemano conocen los flujos de caja asociados (ingresos que recibirán los inversores), así como el momento en el que se recibirán. El precio de los activos de renta fija va ligado a la evolución que se produzca en los tipos de interés.

- **MERCADOS DE RENTA VARIABLE**

En los mercados de renta variable, al contrario que en los mercados de renta fija, los inversores desconocen los flujos de caja futuros. El futuro resulta incierto y los inversores deberán realizar previsiones. Destacar que en estos mercados los inversores se enfrentan al riesgo de variación de los flujos de caja y el riesgo de variación de los tipos de interés. El mercado de renta variable más destacado es la bolsa.

7. ECONOMÍA Y DEUDA PÚBLICA

En primer lugar, para entender el impacto que tiene la Deuda Pública en nuestras economías debemos entender cómo funciona la economía de un país y el indicador macroeconómico por excelencia.

- **PIB**

Producto Interior Bruto, indicador económico que refleja la producción total de bienes y servicios dentro de un país durante un periodo concreto, generalmente de un año. Es el principal indicador económico para hablar de crecimiento económico y la riqueza de un país.

El cálculo del PIB tiene las siguientes variables:

$$\text{PIB} = \text{Consumo} + \text{Gasto público} + \text{Inversiones} + (\text{Exportaciones} - \text{Importaciones})$$

- **GASTO PÚBLICO**

El Gasto Público es el gasto total que realiza el sector público de un país a lo largo de un año, se lleva a cabo tanto para adquirir bienes y servicios como para la prestación de subsidios y transferencias, el objetivo del gasto público es satisfacer las necesidades de los habitantes y redistribuir la riqueza.

Como en cualquier economía doméstica para poder gastar hay que obtener unos ingresos, en este caso el estado tiene diferentes vías de ingresos (impuestos, tasas, dinero recibido de la Eurozona...).

La relación entre los ingresos y los gastos puede tener 3 resultados:

- **Superávit:** Se produce cuando el cómputo total del gasto es inferior a los ingresos, se produce un excedente de dinero, el cual se puede invertir o ahorrar.
- **Déficit:** Situación contraria al superávit, los gastos son superiores a los ingresos. Por lo tanto, el estado tendrá que hacer uso de posibles ahorros que haya acumulado en años anteriores o acudir a los mercados financieros para emitir deuda y obtener financiación.
- **Resultado 0:** Ingresos y gastos coinciden, por lo tanto, ni le sobra ni le falta dinero al estado.

A través del pacto fiscal europeo (acuerdo fiscal por los miembros de la unión europea) se acordó que los países no podrían superar los siguientes límites en lo que a deuda y déficit se refiere:

-La deuda pública deberá ser inferior al 60% del PIB y un déficit inferior al 3%.

El pacto incluía sanciones para los países incumplidores, aunque el asunto ha generado una constante polémica ante las no sanciones a determinados países, las diferentes opiniones sobre las variables que computan como deuda pública y otros puntos de desacuerdo entre los estados miembro.

- **DEUDA PÚBLICA**

Se puede definir a la deuda pública como el conjunto de deudas que mantiene el estado frente a terceros, estos inversores compran deuda pública otorgándole financiación al estado a través de las emisiones de deuda, el estado pagará unos intereses que los inversores obtendrán en forma de rentabilidad.

Dentro de la deuda pública que emite el estado español nos encontramos con tres tipos:

Letras del Tesoro: Emisiones de deuda con vencimientos a 3, 6, 9 y 12 meses. Son emitidas por el Tesoro Público y es una de las principales fuentes de financiación de los gobiernos. Se pueden comprar en múltiplos de mil euros, su emisión es mensual y los rendimientos siguen el modo descuento (ej: Compras una letra de tesoro por 950€ y a vencimiento te paga 1.000€ el estado).

Bonos del Estado: Los Bonos del Estado son emisiones de deuda a medio y largo plazo, los periodos de vencimiento son 2, 3 y 5 años. La rentabilidad que se paga a los inversores se hace a través de cupones (pago de intereses, generalmente anuales).

Obligaciones del Estado: Se trata de un producto muy similar a los Bonos del Estado, aunque con diferencias en el plazo, que en este caso es mayor.

Concretamente se emiten Obligaciones a 10, 15 y 30 años. Por lo tanto, estamos ante inversiones a muy largo plazo, en este caso los rendimientos que se obtienen serán a través del cobro del cupón (nombre que reciben los intereses generados por la inversión y que recibe el inversor de forma periódica) y por la diferencia entre el precio de compra y el valor de amortización (que incluye el nominal más el cobro de cupones periódicos).

Una vez conocidos los diferentes tipos de emisiones de deuda pública, que realiza el estado, hay que matizar que dentro de todas las emisiones la emisión más conocida y que sirve para comparar las rentabilidades que pagan por sus deudas los diferentes países es el mal llamado bono a 10 años (recordar que como se definía anteriormente las emisiones a 10 años son obligaciones).

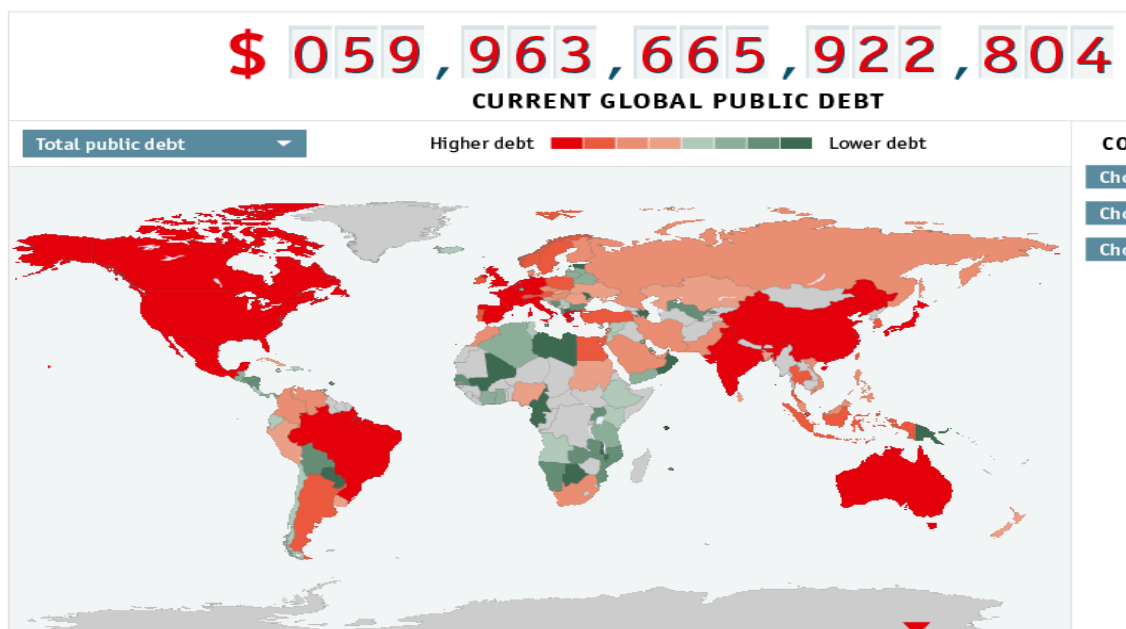


Gráfico 4 Fuente: *The economist*.

6. ESPAÑA Y SU DEPENDENCIA DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA

Una vez explicada la importancia que tienen los mercados de Renta Fija en las economías actuales, me gustaría centrar mi análisis en el papel que juegan estos mercados en la economía española.

En primer lugar, debemos sacar un diagnóstico de la economía española y para ello vamos a recurrir al indicador macroeconómico por excelencia. A continuación, se muestra la evolución del PIB español en los últimos 20 años.

Evolución PIB España

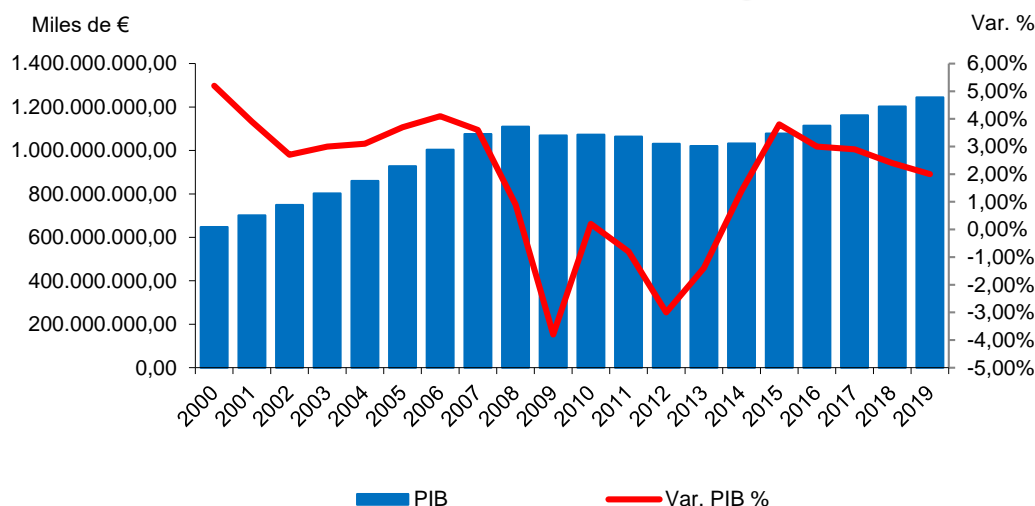


Gráfico 5 Fuente: Elaboración propia.

Año	PIB €	Var. PIB (%)
2000	647.851.000,00	5,20%
2001	700.993.000,00	3,90%
2002	749.552.000,00	2,70%
2003	802.266.000,00	3,00%
2004	859.437.000,00	3,10%
2005	927.357.000,00	3,70%
2006	1.003.823.000,00	4,10%
2007	1.075.539.000,00	3,60%
2008	1.109.541.000,00	0,90%
2009	1.069.323.000,00	-3,80%
2010	1.072.709.000,00	0,20%
2011	1.063.763.000,00	-0,80%
2012	1.031.099.000,00	-3,00%
2013	1.020.348.000,00	-1,40%
2014	1.032.158.000,00	1,40%
2015	1.077.590.000,00	3,80%
2016	1.113.840.000,00	3,00%
2017	1.161.878.000,00	2,90%
2018	1.202.193.000,00	2,40%
2019	1.244.757.000,00	2,00%

Podemos observar como la crisis financiera de 2008 dejó una profunda y terrible huella en la economía española.

Las dos principales consecuencias del descalabro del PIB fueron un aumento del déficit público y una constante necesidad de financiación del país vía emisión de deuda pública.

Bajo este contexto resulta interesante citar al considerado como padre de la economía moderna Adam Smith, La riqueza de las naciones 1776, “El único presupuesto bueno es el presupuesto equilibrado”.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución de las cuentas públicas españolas durante los últimos 20 años.

Evolución Déficit España

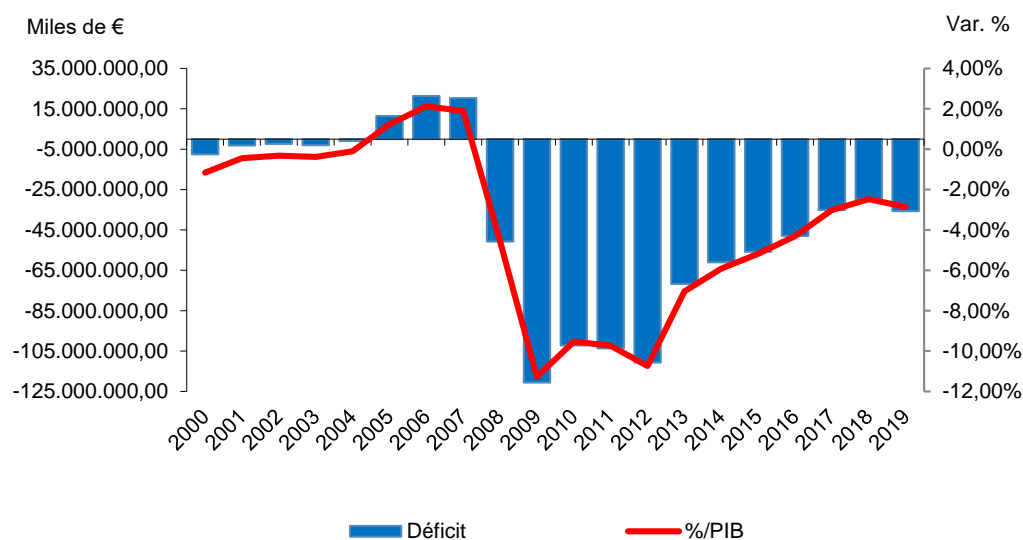


Gráfico 6 Fuente: Elaboración propia.

Año	Déficit	%/PIB
2000	-7.520.000,00	-1,16%
2001	-3.189.000,00	-0,45%
2002	-2.374.000,00	-0,32%
2003	-3.009.000,00	-0,38%
2004	-941.000,00	-0,11%
2005	11.421.000,00	1,23%
2006	21.322.000,00	2,12%
2007	20.287.000,00	1,89%
2008	-50.731.000,00	-4,57%
2009	-120.576.000,00	-11,28%
2010	-102.193.000,00	-9,53%
2011	-103.606.000,00	-9,74%
2012	-110.696.000,00	-10,74%
2013	-71.791.000,00	-7,04%
2014	-61.056.000,00	-5,92%
2015	-55.786.000,00	-5,18%
2016	-47.953.000,00	-4,31%
2017	-35.138.000,00	-3,02%
2018	-29.900.000,00	-2,48%
2019	-35.637.000,00	-2,86%

El latente deterioro de la economía española, con el déficit crónico como su máximo exponente, ha implicado una constante emisión de deuda pública para satisfacer sus necesidades de financiación. Repercutiendo en el porcentaje que la deuda pública representa sobre el PIB. Pasando de un 60% en el año 2006 hasta el 100% actual.

Decía el célebre *Thomas Chandler Haliburton*, en *An historical and statistical account of Nova-Scotia 1829*, “Nunca serás rico si tus gastos exceden a tus ingresos; y nunca serás pobre si tus ingresos superan a tus gastos” cogiendo su reflexión parece evidente que la economía española nunca será rica si no consigue revertir su problema con el déficit.

A continuación, se muestra el porcentaje que representa la deuda pública sobre el PIB de los 4 países que han sufrido algún tipo de rescate por parte de la Unión Europea.

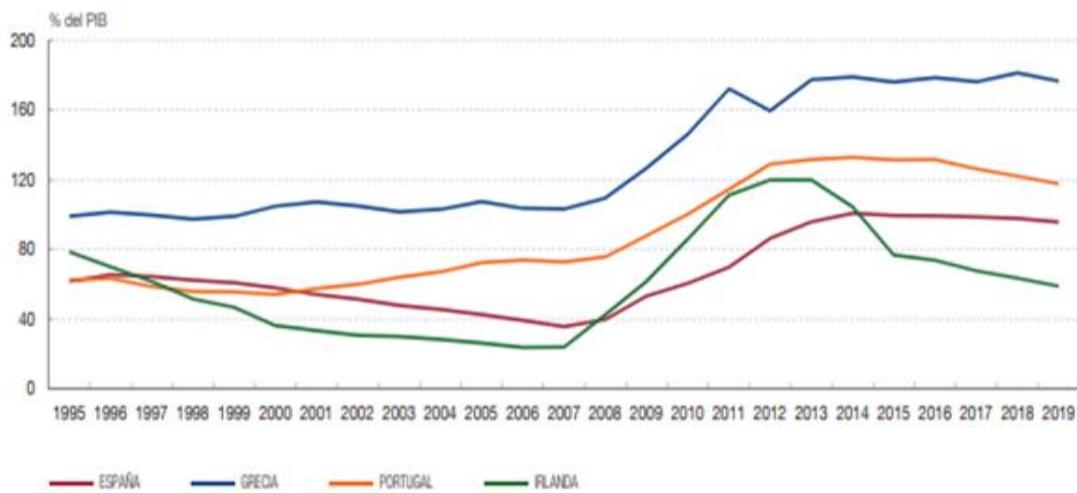


Gráfico 7 Fuente: Banco de España.

Saltan todas las alarmas cuando se revisa la evolución que ha llevado, en los últimos años, la deuda pública respecto al PIB. Sin embargo, lo realmente preocupante son las expectativas de no reducir estos niveles.

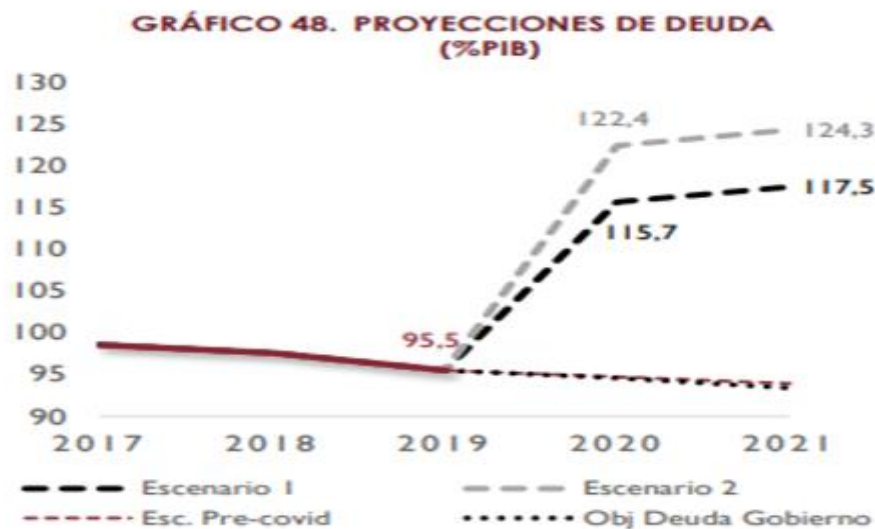


Gráfico 8 Fuente: AIREF-

Para reducir deuda y por ende cuadrar el presupuesto público existen dos vías tal y como apuntaba David Ricardo, en *principios de economía política y tributación 1817*, “Hay dos modos de acumular capital: este puede ser ahorrado como consecuencia de un aumento de los ingresos o por una disminución en el consumo, es decir de gastos”.

A modo de ejemplo y tomando como referencia a una de las instituciones nacionales de mayor prestigio, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, más conocida por sus siglas AIREF, el pasado mes de mayo proyectó dos escenarios para la evolución de la deuda pública española.

CUADRO 18. SUPUESTOS MACRO-FISCALES

2020	Escenarios		
	Pre-covid	Escenario 1	Escenario 2
PIB real	1,6	-8,9	-11,7
Deflactor	1,7	0,0	-0,5
PIB nominal	3,4	-8,8	-12,1
Déficit primario	-0,1	-8,4	-11,2
Déficit público	-2,3	-10,9	-13,8

2021	Escenarios		
	Pre-covid	Escenario 1	Escenario 2
PIB real	1,5	4,6	5,8
Deflactor	1,6	0,4	0,5
PIB nominal	3,2	5,0	6,3
Déficit primario	-0,1	-5,0	-6,8
Déficit público	-2,1	-7,5	-9,4

Gráfico 9 Fuente: AIREF.

Las hipótesis, como se pueden comprobar, no parecen para nada descabelladas. A expensas de un incierto y más que probable último trimestre del año, motivado por las nuevas restricciones y confinamientos provocados por el Covid-19 y la crisis sanitaria, a principios de noviembre conocimos el dato del PIB del tercer trimestre de la economía española.

Sorprendentemente fue realmente bueno ya que la variación respecto al trimestre anterior fue de 16.7% frente a un crecimiento esperado del 13,5%.

PIB Trimestral a precios de mercado 2020			
Fecha	PIB Trimestral	Var. Trim. PIB (%)	Var. anual PIB Trim. (%)
III Trim 2020	287.363M.€	16,7%	-8,7%
II Trim 2020	245.867M.€	-17,8%	-21,5%
I Trim 2020	297.796M.€	-5,2%	-4,2%

Gráfico 10 Fuente: Datos macro/Expansión.

Sin embargo, conviene destacar que en lo que llevamos de año el PIB ha sufrido una variación interanual del -8.7%. Para ponerlo en perspectiva, en lo peor de la anterior crisis el PIB descendió en tasa interanual un 3,80%. Concretamente fue en el año 2009, siendo el peor trimestre el segundo donde el PIB descendió 4,4%

Parece bastante evidente que la situación es mucho más crítica que hace algo más de una década, si bien es cierto que la actual crisis tiene una tipología distinta a la del 2008. La crisis sanitaria del Covid-19 y su efecto en la economía es ya una realidad. Pero en esta ocasión el revés económico vendrá en 4 fases o 4 crisis.

- Crisis de oferta, en los meses de enero y febrero se pudo ver cómo algunos sectores productivos tenían problemas de abastecimiento obligándoles, en algunos momentos, a tener que detener su producción. Esto fue motivado por el colapso de China, uno de los países con un mayor volumen de producción y exportación de bienes a nivel mundial. Esta crisis, al menos por el momento, está superada.
- Crisis de liquidez, y en mi opinión, la que dictamina la continuidad de muchas empresas. Problemas puntuales de liquidez pueden desencadenar en problemas de solvencia. Existe una máxima en el mundo económico, las quiebras siempre son provocadas por la falta de liquidez. Es en este punto donde Bancos Centrales y Gobiernos han empezado a regar de liquidez, a través de diferentes mecanismos, el sistema. La “barra libre” de liquidez actual no tiene precedentes en la historia.

Este periodo de crisis de liquidez no será prolongado en el tiempo, de hecho, quizás ya esté dictaminando sentencia para dar paso a la tercera crisis.

- Tras un tercer trimestre de 2020 donde la vuelta a la casi normalidad ha disparado las principales economías y dejado atrás el primer semestre del año llegamos a la recta final del 2020 y las nuevas restricciones y confinamientos vuelven a ser una realidad. Es aquí donde, tras la euforia de consumo veraniega y los parches realizados por los gobiernos en materia de ERTES o sistemas similares, comenzará lo que se puede denominar como crisis en forma de demanda y deflación. La gente consumirá menos, ya sea por el temor al futuro, por una merma en sus ingresos o por el temor que deje en la sociedad el virus.

Lo lógico será ver un fuerte descenso del consumo privado que habrá que ver si la inversión pública consigue levantar o termina por hundir la estabilidad económica. En cualquier caso, todo esto terminará pasando. Los plazos para poner el fin se aventuran difícil y a día de hoy no existe un consenso entre los expertos para dictaminar el tiempo de recuperación.

- Y, por último, puede surgir una inflación descontrolada desencadenante de una crisis financiera. Tal y como advertía *Milton Friedman, en su explicación de la demanda del dinero en 1956, “La inflación es un impuesto que se impone sin legislación”*.

La mayor intervención de la historia, a través de unos gobiernos que no controlan la deuda (déficit crónico) y unos Bancos Centrales rebajando tipos e imprimiendo dinero y a la vez ahogando a un sector financiero, la banca tradicional, en horas bajas y con el agua al cuello.

Ante momentos de adversidad o crisis sanitaria, como la actual, es obvio que es necesario inyectar dinero en la economía y muy necesario aumentar el gasto público para contrarrestar la adversidad económica. *La piedra angular del pensamiento Keynesiano es la intervención del estado para estabilizar la economía en momentos críticos.*

Sin embargo, debido a los excesos del pasado, por parte de gobiernos y Bancos Centrales, el margen de maniobra es muy escaso. Me surgen dudas si esto es sostenible en el tiempo sin provocar un colapso a 10 años vista. ¿Estaremos poniendo las primeras piedras de la próxima crisis financiera?

Pasemos a analizar y desgranar las principales características de la deuda española.

DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN *

(Nominal en millones de euros)

FECHA	DEUDA EN MONEDA NACIONAL													EUROBONOS Y NOTAS MIF	RESTO	ASUMIDA	DEUDA EN DIVISAS**	BANCO DE ESPAÑA** (Préstamos)	TOTAL
	LETRAS					BONOS Y OBLIGACIONES													
	Hasta 3 m.	6 meses	9 meses	12 meses	18 meses	Hasta 3 años	5 años	10 años	15 años	30-50 años	B y O Ind.								
2002				15.008	20.823	29.177	54.829	109.855	35.403	17.846			7.031	2.227	955	10.447	8.359	311.961	
2003	1.053	2.476		12.366	22.871	21.988	54.609	111.747	36.938	20.687			4.986	2.106	447	8.987	7.873	309.135	
2004	774	3.007		11.399	21.808	19.080	55.835	114.641	42.528	23.793			4.072	1.995	5.740	7.094	7.388	319.154	
2005		1.720		9.584	21.990	23.904	45.562	119.649	43.733	31.814			4.072	1.733	2.668	5.833	6.902	319.162	
2006				10.414	20.887	22.672	38.754	123.446	43.733	35.470			2.700	1.668	2.173	4.125	6.416	312.457	
2007		3.089		22.266	7.090	11.604	35.529	128.558	43.733	41.496			1.677	835	1.842	3.617	5.832	307.168	
2008	5.033	2.733		44.308		15.542	43.634	136.377	49.602	47.887			610	500	1.689	5.261	5.249	358.425	
2009	6.132	20.803		58.577		41.354	55.248	161.263	58.592	60.132			610		1.533	6.493	4.665	475.402	
2010	7.085	9.458		53.941	19.272	62.013	61.327	172.645	72.833	68.339			1.230	617	1.400	6.398	4.082	540.639	
2011	7.687	11.251		49.701	21.968	61.101	86.501	189.519	81.799	70.989			1.104	617	1.264	5.089	3.499	592.090	
2012	4.439	18.826		39.361	21.986	79.129	107.847	210.791	86.821	72.260			335	40.085	1.146	2.289	2.915	688.231	
2013	4.280	8.555	23.663	43.547	9.129	84.206	143.776	235.797	80.531	78.293			335	43.040	1.056	2.104	1.943	760.256	
2014	2.620	6.291	23.856	45.160		91.457	137.292	290.842	75.480	83.955	12.422		335	43.221	24.579	2.560	972	841.041	
2015	1.917	4.751	23.532	52.236		71.279	144.105	318.309	94.738	95.752	20.844		335	39.221	19.156	2.843		889.019	
2016	2.270	3.748	23.079	53.266		71.155	124.728	335.812	108.554	115.757	28.781		335	39.080	13.538	2.902		923.003	
2017	3.806	5.254	18.715	51.059		44.244	155.044	359.304	105.006	135.325	41.803		335	36.878	9.394	2.291		968.460	
2018	1.082	3.228	14.885	51.247		42.086	139.986	384.100	117.568	157.214	55.516		335	29.135	6.804	645		1.003.829	
2019																			
Enero	1.167	3.196	14.914	50.650		26.644	143.302	397.633	117.568	157.214	55.991		335	29.047	6.804	650		1.005.115	
Febrero	986	3.360	14.694	51.009		29.015	144.504	399.767	120.447	157.214	56.789		335	29.447	6.804	654		1.015.027	
Marzo	1.026	3.755	13.794	50.111		31.000	145.730	403.203	125.447	158.682	56.856		335	29.447	6.779	661		1.026.827	
Abril	961	3.478	12.758	50.025		32.223	126.020	405.356	126.697	158.682	57.621		335	29.447	6.779	659		1.011.041	
Mayo	1.055	3.332	12.468	50.234		32.223	128.281	408.947	128.294	159.482	58.676		335	29.447	6.779	659		1.020.214	
Junio	1.175	3.553	11.968	50.588		34.736	130.216	414.947	129.782	159.482	60.643		335	29.447	6.735	650		1.034.259	
Julio	1.410	3.878	11.062	50.115		36.041	131.668	396.173	131.443	160.964	61.142		335	29.447	6.735	653		1.021.088	
Agosto	1.510	4.140	9.597	49.309		36.041	133.334	397.846	132.435	161.454	61.241		335	29.447	6.735	663		1.024.086	
Septiembre	1.570	4.154	10.307	49.174		37.241	134.190	400.840	133.387	163.501	61.560		335	29.447	6.724	671		1.033.101	
Octubre	1.500	4.523	10.833	49.097		38.301	134.970	383.265	133.387	164.259	62.293		335	29.447	6.724	667		1.019.601	
Noviembre	1.941	5.053	11.837	49.156		38.301	136.593	386.799	134.422	165.214	52.921		335	29.847	6.724	674		1.019.817	
Diciembre	1.841	5.443	12.037	49.015		38.301	138.215	388.116	134.422	165.805	52.993		335	29.847	6.724	666		1.023.760	
2020																			
Enero	1.796	5.547	11.999	49.639		43.615	116.465	399.758	135.637	166.903	53.834		335	35.758	5.816	675		1.027.776	
Febrero	1.055	5.270	11.877	50.363		45.507	120.243	404.885	135.637	166.903	54.561		335	29.760	5.816	675		1.032.888	
Marzo	1.010	5.195	12.213	50.470		48.276	121.593	419.812	136.137	171.903	54.483		335	30.160	5.791	668		1.058.046	
Abril	1.071	5.647	13.607	52.552		53.342	124.077	415.133	137.501	173.470	54.556		335	30.160	5.791	679		1.067.920	
Mayo	1.308	5.701	15.061	56.193		55.044	129.584	420.427	137.501	177.101	55.676		335	30.160	5.791	659		1.090.541	
Junio	1.993	5.396	15.802	58.224		60.456	133.125	424.566	139.990	189.101	57.074		335	30.160	5.747	653		1.122.621	
Julio	2.552	5.396	16.256	60.445		60.456	118.186	430.382	141.633	191.637	58.147		335	30.160	5.747	636		1.121.967	
Agosto	2.620	5.394	16.880	62.021		61.435	118.186	434.005	141.633	191.637	59.091		335	30.160	5.747	633		1.129.777	
Septiembre	2.180	5.788	16.800	63.270		62.135	119.066	435.940	143.825	194.368	59.388		335	30.160	5.736	637		1.139.628	

(*) Importe nominal de la deuda viva a fin de cada período, actualizado en las deudas Indexadas por el coeficiente de indexación correspondiente.

(**) Deuda propia y asumida

Gráfico 11 Fuente: Tesoro Español.

El déficit crónico que sufre la economía española ha desencadenado en una vorágine de emisión de deuda pública por parte del estado. En la tabla podemos comprobar como en el año 2002 la deuda pública alcanzaba los 311.961 millones de euros y sin embargo en septiembre de 2020 la deuda alcanza un total de 1.139.628 millones de euros. Lo que supone un aumento del 265%.

¿Es sostenible en el tiempo?

La escalada de deuda pública española es imparable, pero debemos hacernos un par de preguntas clave. En primer lugar, ¿estamos financiándonos a medio plazo, por un momento coyuntural, o por el contrario estamos financiándonos a largo plazo?

El siguiente gráfico nos muestra la vida media del stock de deuda pública de los principales países del área euro.

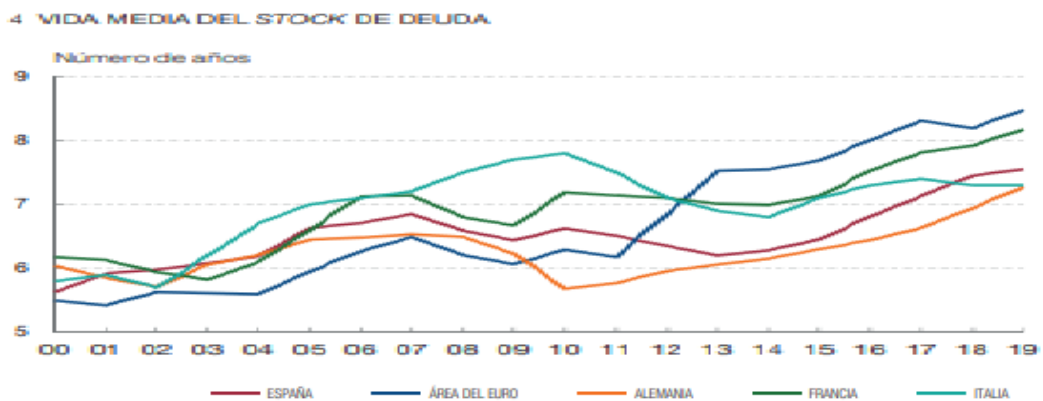


Gráfico 12 Fuente: Banco de España.

Es evidente que tras la puesta en marcha del euro las principales potencias europeas se financiaban a plazo medio de unos 6 años, sin embargo, tras la crisis financiera de 2008 se observa como el plazo de vida medio de la deuda se ha ido incrementando en el continente europeo. ¿Estaremos dando una “patada” adelante a nuestra deuda? El considerado mayor filósofo de la administración del S.XX *Peter F. Drucker*, en *Tecnología, gerencia y sociedad (1970)*, decía “La planificación a largo plazo no es pensar en decisiones futuras, sino en el futuro de las decisiones presentes”.

En los siguientes gráficos se puede apreciar, todavía mejor, el fuerte descenso que ha sufrido el porcentaje que representa la deuda a corto plazo, respecto al montante total de deuda.

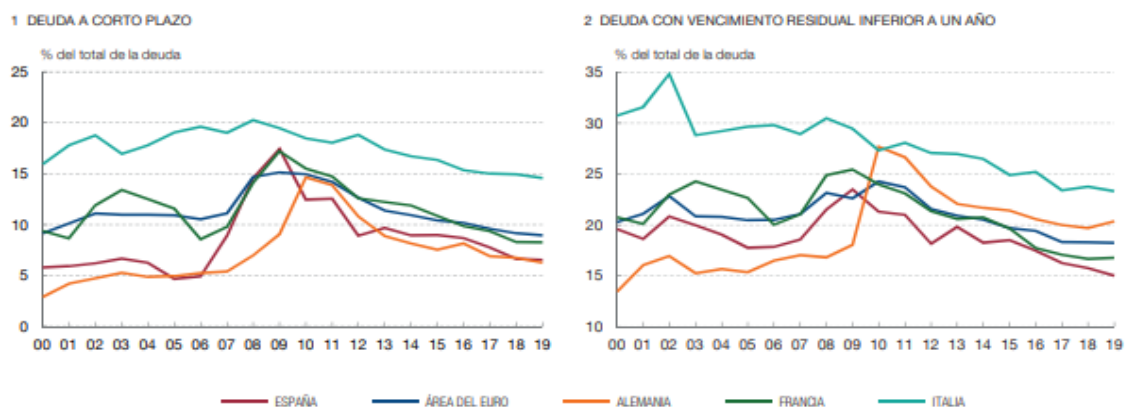


Gráfico 13 Fuente: Banco de España.

Otro aspecto que pone de manifiesto los gráficos fueron las tensiones de liquidez que se vivieron durante los años 2008-2012. Los países emitían deuda a muy corto plazo, principalmente por el alto coste de rentabilidad exigido por los inversores a causa de su desconfianza, para financiar sus necesidades de liquidez.

Aunque no sea lo habitual, y ante el escenario de tipos bajos y “barra libre” de liquidez, en los últimos años hemos visto alguna emisión de deuda pública por países con un plazo de 50 años.

Últimas emisiones de deuda a 50 y 100 años

País	Tipo de interés (cupón)	Fecha de emisión	Vencimiento
Irlanda	2,35%	23-03-2016	01-04-2116
Bélgica	2,15%	06-05-2016	22-06-2066
	2,30%	26-04-2016	06-05-2116
	2,50%	24-08-2015	09-09-2115
Francia	1,75%	12-04-2016	25-05-2066
Austria	3,80%	19-01-2012	26-01-2062
España	3,49%	11-05-2016	30-06-2066
	4,00%	01-09-2014	31-10-2064
Suiza	2,00%	10-06-2014	25-06-2064

Fuente: Bloomberg

A. M. / CINCO DÍAS

Gráfico 14 Fuente: Cinco días.

En tiempos pasados, principalmente provocado por economías de guerra ante los dos principales escenarios bélicos de la historia moderna, algunos países emitieron deuda con carácter perpetuo. Es decir, sin fecha de vencimiento. Este mismo año desde el gobierno español se propuso al Eurogrupo una fórmula similar. Lanzar deuda conjunta por los países que conforman el euro y con carácter perpetuo. Esta propuesta fue rechazada. ¿Llegaremos a ver en el siglo XXI nuevas emisiones de deuda pública perpetua?

Cuando una persona o un país está sometido a deuda pierde su libertad y basa su crecimiento en deuda de forma constante pone en entredicho la generación de riqueza. Tal y como decía *Adam Smith, La riqueza de las naciones 1776*, “No puede haber una sociedad floreciente y feliz cuando la mayor parte de sus miembros son pobres y desdichados.”.

Y ahora quizás debamos preguntarnos si ante diferentes plazos de amortización los mercados exigen la misma rentabilidad. Pues evidentemente no. Ante un mayor plazo hasta la fecha de vencimiento, es lógico pensar que la incertidumbre es mayor. Resulta mucho más complejo realizar cualquier tipo de previsión económica ya sea a nivel mundial o de un país en concreto. Por lo tanto, se puede afirmar que, normalmente, según va aumentando el plazo de amortización el coste de emitir es mayor.

La rentabilidad exigida por los inversores tiene una relación directa ante cualquier aumento de incertidumbre que se produzca. A continuación, se muestra la rentabilidad, en el mercado secundario, de la deuda pública española según los diferentes plazos de vencimiento.

España »



















Nombre ↕	Rendimiento	Anterior	Máximo	Mínimo
 español a 1 mes	-0,494	-0,563	-0,518	-0,536
 español a 3 meses	-0,589	-0,590	-0,579	-0,591
 español a 6 meses	-0,546	-0,542	-0,537	-0,542
 español a 9 meses	-0,541	-0,529	-0,527	-0,537
 español a 1 año	-0,550	-0,538	-0,536	-0,547
 español a 2 años	-0,596	-0,581	-0,563	-0,586
 español a 3 años	-0,575	-0,560	-0,549	-0,570
 español a 4 años	-0,518	-0,500	-0,503	-0,515
 español a 5 años	-0,451	-0,438	-0,441	-0,449
 español a 6 años	-0,370	-0,351	-0,362	-0,370
 español a 7 años	-0,219	-0,203	-0,212	-0,222
 español a 8 años	-0,163	-0,148	-0,157	-0,166
 español a 9 años	-0,069	-0,051	-0,061	-0,070
 español a 10 años	0,077	0,093	0,084	0,071
 español a 15 años	0,385	0,405	0,396	0,384
 español a 20 años	0,627	0,647	0,643	0,625
 español a 25 años	0,704	0,723	0,719	0,704
 español a 30 años	0,879	0,895	0,890	0,876

Gráfico 15 Fuente: Investing.

Para un país, en condiciones normales y sin necesidades urgentes de liquidez, emitir a un plazo mayor lleva aparejado un mayor pago por intereses. Hecho que supone una carga financiera adicional para su economía. Viendo la tabla anterior uno piensa si es normal que, con el volumen de deuda pública del país, el constante déficit y las pesimistas proyecciones económicas el mercado esté siendo racional. Recordar lo que decía sobre los mercados *John Maynard Keynes*, en *Ensayos de Persuasión*, “*El mercado puede permanecer irracional más tiempo del que usted puede permanecer solvente*”.

A continuación, podemos ver la evolución de la carga financiera que tiene que soportar España por su deuda pública.

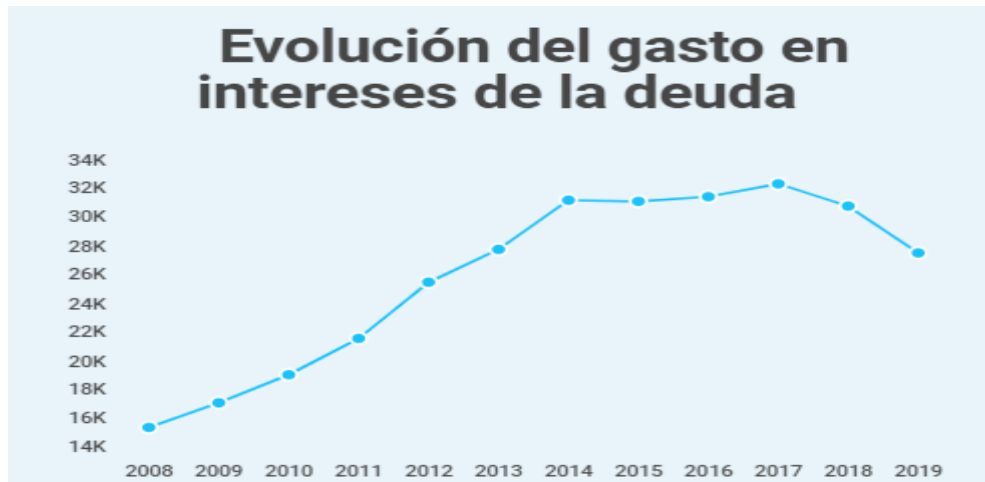
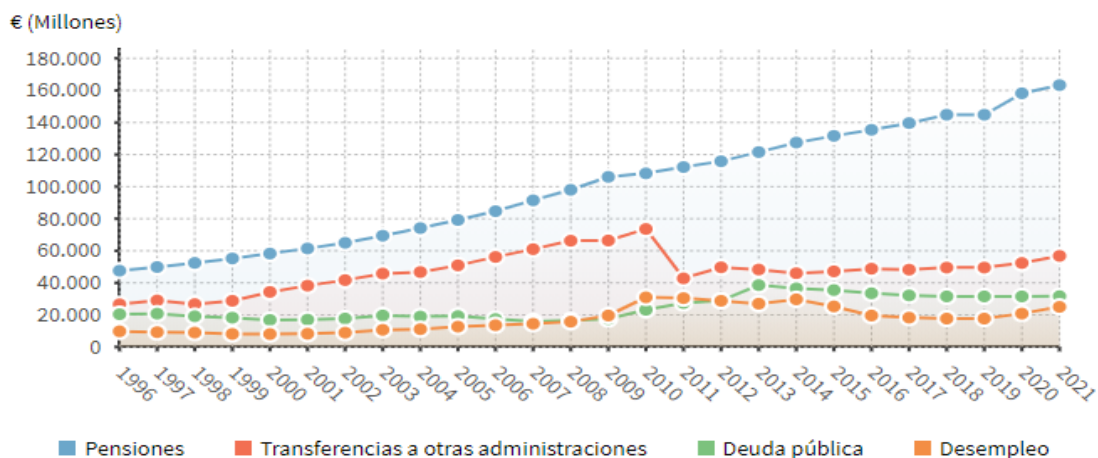


Gráfico 16 Fuente: El periódico.

Se puede apreciar claramente el continuo incremento que ha supuesto el pago de intereses de deuda desde comienzos de siglo. Quizás llame la atención el ligero descenso que se ha producido desde el año 2015 a pesar de que nuestro nivel de deuda ha continuado aumentando. Esta cuestión la abordaremos más adelante.

Es obvio identificar que tras la crisis financiera del 2008 y el constante aumento de volumen de deuda pública, por parte de España, la carga financiera por el pago de intereses se haya visto aumentada. Sin embargo, para entender la magnitud de la carga financiera, lo mejor es ver este gráfico donde se detallan las principales cargas financieras del presupuesto público.

Evolución del gasto en pensiones, deuda pública, transferencias y desempleo (Políticas de gastos presupuestadas)



Fuente: Ministerio de Hacienda, www.epdata.es

Gráfico 17 Fuente: epdata

Un mayor gasto por intereses de deuda supone un fuerte impacto económico que repercute directamente en las cuentas públicas. Por lo que, se podría dar el caso de entrar en un círculo “vicioso” de financiar con deuda pública el déficit generado, entre otros motivos, por los intereses de deuda a pagar.

GRÁFICO 53. GASTO EN INTERESES (%PIB)

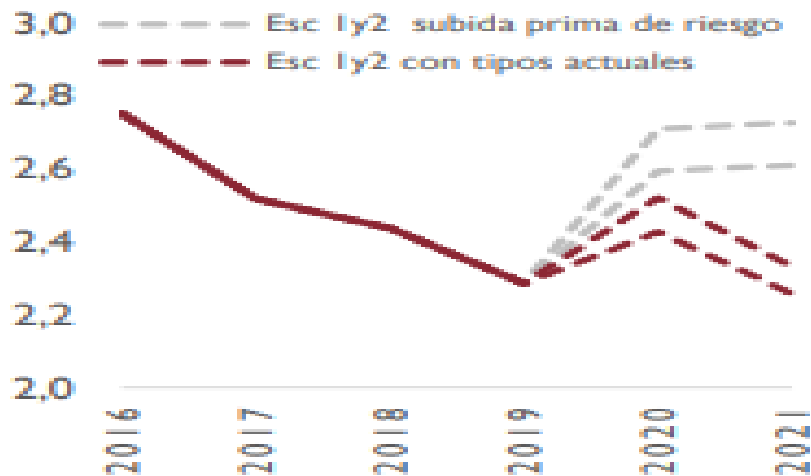


Gráfico 18 Fuente: AIREF.

Se puede comprobar que actualmente la carga de intereses supone cada año un porcentaje superior al 2% del PIB.

Veamos cómo afectaría un incremento de 50 pb al gasto por intereses, partiendo de los niveles de deuda y PIB actuales.

En miles de euros		Gasto intereses €		
PIB	Deuda €	Tipo 2,3% - actual	Tipo 2,8% - forecast	Variación €
1.244.757.000,00	1.308.439.000,00	28.629.411,00	34.853.196,00	6.223.785,00

Gráfico 19 Fuente: Elaboración propia.

Un aumento de 50 pb supondría un coste adicional, por intereses de deuda, superior a los 6.000 millones de euros. Para ponerlo en perspectiva y al compararlo con el Impuesto de Sociedades, por ser uno de los impuestos más importantes dentro del sistema tributario español y el cual supuso una recaudación para el estado en el año 2019 en torno a 24.000 millones de euros, podemos decir que un aumento de 50 pb, en nuestro coste por financiación, conllevaría “hipotecar” un 25% de los ingresos de esta figura impositiva de manera anual.

Partiendo de los datos anteriores de la evolución del PIB español sale un promedio de un crecimiento anual del 1,85%. Si nuestro coste de deuda es superior a nuestro crecimiento ¿Estaremos financiando la deuda a corto plazo con deuda a largo plazo?

Veamos la evolución que ha sufrido los intereses de la deuda.

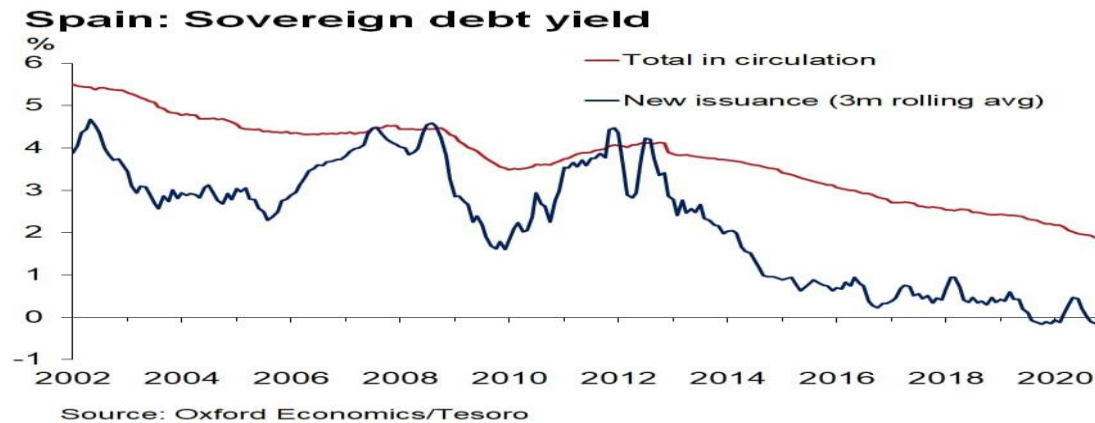


Gráfico 20 Fuente: Oxford Economics.

Resulta evidente que, a pesar del significativo incremento de deuda y de la bajada de los intereses de deuda, seguimos en un escenario no sostenible para el binomio Crecimiento-Deuda. El crecimiento del PIB es inferior a los tipos de interés de la deuda.

¿Se revertirá esta situación?

En las proyecciones económicas que realiza Oxford Economics, podemos comprobar cómo se espera un crecimiento económico, para la próxima década, superior al tipo de interés de la deuda. Sin embargo, cualquier incertidumbre en los mercados de deuda soberana o unas políticas monetarias más laxas causarían un aumento directo en los tipos de interés de la deuda pública. ¿Nos conviene seguir aumentando deuda, pero en cambio depender totalmente de la evolución de los tipos de interés?

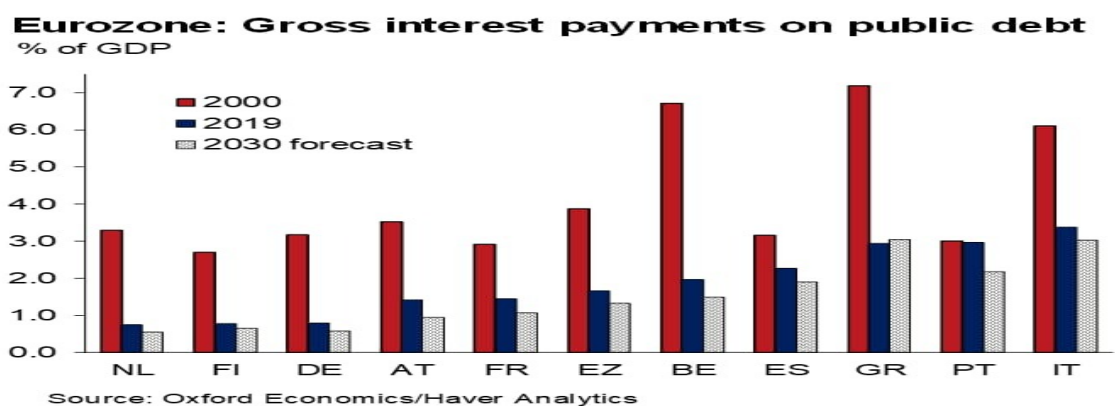


Gráfico 21 Fuente: Oxford Economics.

¿Están los inversores extranjeros confiando en nuestra deuda?

La deuda, como casi todo en esta vida, requiere de una clasificación en forma de ranking respecto a su calidad crediticia. En este caso la clasificación se realiza en base a un rating de deuda que mide del emisor su solidez financiera, su capacidad de pago a diferentes plazos de tiempo (largo y corto), y su vulnerabilidad ante teóricos cambios del entorno exterior. La elaboración de este ranking corre a cargo de, las siempre polémicas, agencias de calificación. Las tres agencias de calificación de deuda más importantes a nivel mundial son Fitch, Moody's y Stándar&Poor's.

Su labor quedó en entredicho tras la quiebra, del ya histórico Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008. Semanas antes de su quiebra las agencias de calificación habían clasificado sus bonos con la mayor clasificación crediticia.



Gráfico 22 Fuente: Standard&Poors.

A pesar de todo, veamos el rating que tiene la deuda de España en el momento actual.

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Rating Largo Plazo	Baa1	A	A-
Perspectiva	Estable	Negativa	Estable
Rating Corto Plazo	P-2	A1	F1
Fecha acción	13/04/2018	18/09/2020	19/01/2018

Gráfico 23 Fuente: Datos macro/Expansión.

Analizando el rating que otorgan las tres principales agencias de calificación a la deuda pública española y las clasificaciones propias de estas agencias podemos identificar que España no goza de gran prestigio en los mercados de deuda. La calificación que otorga Moody's está justo por encima de lo que se considera bono basura. (Grado de no inversión especulativo).

Calidad	Moody's	S&P	Fitch
Principal	Aaa	AAA	AAA
Alto grado	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
Grado medio superior	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
Grado medio inferior	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Grado de no inversión especulativo	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Altamente especulativa	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-

Rating Moody's España			
Rating Largo plazo			
Moneda extranjera		Moneda local	
Fecha	Rating(Perspectiva)	Fecha	Rating
2018-04-13	Baa1 (Estable)	2018-04-13	Baa1
2016-02-19	Baa2 (Estable)	2016-02-19	Baa2
2014-02-21	Baa2 (Positiva)	2014-02-21	Baa2
2013-12-04	Baa3 (Estable)	2013-12-04	Baa3
2012-10-16	Baa3 (Negativa)	2012-10-16	Baa3
2012-06-13	Baa3 (En revisión)	2012-06-13	Baa3
2012-02-13	A3	2012-02-13	A3
2011-10-18	A1 (Negativa)	2011-10-18	A1
2011-07-29	(En revisión)	2011-03-10	Aa2
2011-03-10	Aa2 (Negativa)	2010-12-15	Aa1
2010-12-15	(En revisión)	2010-09-30	Aa1
2010-09-30	Aa1 (Estable)	2010-07-29	Aaa
2010-06-30	(En revisión)	2001-12-13	Aaa
2003-11-15	(Estable)	1997-01-31	Aa2
2001-12-13	Aaa	1993-03-25	Aa2
1988-02-03	Aa2	1992-08-04	Aa2

Gráfico 24 Fuente: Datos macro/Expansión.

Dicho de otra manera, la solidez financiera, según las agencias de calificación, no invita al optimismo.

6.1 ¿EN MANOS DE QUIÉN ESTÁ LA DEUDA?

A continuación, se muestra en manos de quién está la deuda pública española.

Antes de profundizar en el análisis me gustaría mencionar a *John M. Keynes*, en *Ensayos de persuasión* “*Si yo te debo un euro, tengo un problema; pero si te debo un millón, el problema es tuyo*”.

TOTAL DEUDA DEL ESTADO NO SEGREGADA Y PRINCIPALES DE LA DEUDA DEL ESTADO SEGREGADA: DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES

Cartera a vencimiento

(Saldos nominales en millones de EUROS y %)

FECHA	ENTIDADES DE CREDITO RESIDENTES	BANCO DE ESPAÑA	ENTIDADES DE SEGUROS	FONDOS DE PENSIONES	FONDOS DE INVERSIÓN	OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	EMPRESAS NO FINANCIERAS	PERSONAS FISICAS	ADMINISTRACIONES PUBLICAS	NO RESIDENTES	T O T A L										
2002	91.455	32,27%	4.087	1,44%	18.912	6,67%	5.013	1,77%	21.587	7,62%	3.765	1,33%	7.926	2,80%	6.636	2,34%	5.803	2,05%	118.257	41,72%	283.442
2003	105.830	37,10%	6.963	2,44%	18.363	6,44%	5.025	1,76%	18.632	6,53%	3.411	1,20%	7.839	2,75%	5.053	1,77%	9.578	3,36%	104.541	36,65%	285.234
2004	88.475	30,16%	8.754	2,98%	19.399	6,61%	4.114	1,40%	13.767	4,69%	3.924	1,34%	8.371	2,88%	4.819	1,64%	17.249	5,88%	124.496	42,44%	293.366
2005	80.420	26,95%	10.093	3,38%	19.288	6,46%	4.915	1,65%	12.392	4,15%	5.061	1,70%	9.470	3,17%	4.687	1,57%	19.969	6,69%	132.160	44,28%	298.455
2006	68.813	23,26%	8.515	2,88%	18.716	6,33%	5.971	2,02%	11.769	3,98%	5.031	1,70%	9.800	3,31%	5.274	1,78%	18.497	6,25%	143.490	48,50%	295.875
2007	73.500	25,01%	9.061	3,08%	18.510	6,30%	6.130	2,09%	9.931	3,38%	6.308	2,15%	7.991	2,72%	6.146	2,09%	22.739	7,74%	133.549	45,45%	293.865
2008	86.323	24,98%	14.969	4,33%	16.881	4,88%	5.245	1,52%	11.589	3,35%	7.149	2,07%	9.128	2,64%	6.906	2,00%	31.895	9,23%	155.532	45,00%	345.616
2009	134.091	29,02%	14.587	3,16%	19.929	4,31%	7.282	1,58%	14.237	3,08%	4.841	1,05%	9.691	2,10%	4.720	1,02%	43.918	9,50%	208.808	45,19%	462.102
2010	124.637	23,65%	18.530	3,52%	33.546	6,37%	11.872	2,25%	21.251	4,03%	3.590	0,68%	10.728	2,04%	3.569	0,68%	61.296	11,63%	237.892	45,15%	526.912
2011	175.457	30,22%	27.671	4,77%	47.819	8,24%	17.575	3,03%	28.098	4,84%	2.224	0,38%	11.164	1,92%	6.467	1,11%	63.444	10,93%	200.596	34,55%	580.517
2012	196.444	30,62%	29.629	4,62%	54.725	8,53%	19.313	3,01%	27.589	4,30%	1.231	0,19%	15.150	2,38%	5.450	0,85%	68.192	10,63%	223.741	34,88%	641.461
2013	191.035	26,84%	29.484	4,14%	66.201	9,30%	21.276	2,99%	34.070	4,79%	926	0,13%	19.102	2,68%	4.781	0,67%	59.519	8,36%	285.383	40,09%	711.778
2014	224.455	29,17%	29.397	3,82%	77.002	10,01%	20.888	2,72%	34.032	4,42%	2.726	0,35%	13.753	1,79%	3.993	0,52%	45.832	5,96%	317.268	41,24%	769.346
2015	199.962	24,17%	71.160	8,60%	75.521	9,13%	19.829	2,40%	25.349	3,06%	1.432	0,17%	13.250	1,60%	4.535	0,55%	39.879	4,82%	376.504	45,50%	827.419
2016	170.244	19,64%	138.590	15,99%	88.063	10,16%	19.196	2,21%	35.559	4,10%	803	0,09%	3.355	0,39%	2.845	0,33%	22.983	2,65%	385.317	44,44%	866.956
2017	158.157	17,21%	195.502	21,28%	91.216	9,93%	15.308	1,67%	30.789	3,35%	770	0,08%	2.229	0,24%	1.717	0,19%	17.721	1,93%	405.350	44,12%	918.759
2018	156.954	16,27%	217.923	22,99%	94.859	9,83%	15.177	1,57%	29.467	3,05%	694	0,07%	1.266	0,13%	1.647	0,17%	14.157	1,47%	432.716	44,85%	964.860
2019																					
Enero	159.286	16,25%	216.477	22,09%	93.597	9,55%	15.355	1,57%	29.590	3,02%	735	0,07%	1.330	0,14%	1.626	0,17%	13.424	1,37%	434.896	44,38%	966.315
Febrero	164.868	16,82%	216.822	22,12%	95.421	9,74%	15.091	1,54%	29.898	3,05%	728	0,07%	1.293	0,13%	1.489	0,15%	13.652	1,39%	436.534	44,54%	975.797
Marzo	170.176	17,36%	217.248	22,17%	96.255	9,82%	15.218	1,55%	30.250	3,09%	737	0,08%	1.307	0,13%	1.485	0,15%	13.719	1,40%	441.923	45,09%	988.320
Abril	160.798	16,41%	213.429	21,78%	95.348	9,73%	14.839	1,51%	26.783	2,73%	694	0,07%	1.612	0,16%	1.425	0,15%	13.506	1,38%	443.934	45,30%	972.369
Mayo	159.619	16,29%	213.859	21,82%	96.689	9,87%	14.883	1,50%	26.958	2,75%	651	0,07%	1.441	0,15%	1.421	0,14%	13.015	1,33%	452.634	46,19%	980.968
Junio	156.774	15,76%	214.014	21,52%	95.558	9,61%	14.700	1,48%	29.107	2,93%	681	0,07%	844	0,08%	1.402	0,14%	13.669	1,37%	467.854	47,04%	994.604
Julio	152.735	15,56%	211.469	21,55%	94.997	9,68%	14.901	1,52%	28.693	2,92%	627	0,06%	792	0,08%	1.361	0,14%	11.777	1,20%	463.960	47,28%	981.311
Agosto	149.895	15,29%	211.685	21,60%	95.205	9,71%	15.145	1,55%	28.226	2,88%	627	0,06%	882	0,09%	1.360	0,14%	10.802	1,08%	470.594	48,02%	984.221
Septiembre	151.820	15,49%	211.884	21,62%	95.469	9,74%	14.818	1,51%	28.357	2,89%	693	0,07%	874	0,09%	1.350	0,14%	10.576	1,08%	477.658	48,74%	993.498
Octubre	146.082	14,91%	210.510	21,48%	94.559	9,65%	13.434	1,37%	27.332	2,79%	667	0,07%	794	0,08%	1.301	0,13%	10.322	1,05%	474.900	48,46%	979.900
Noviembre	145.378	14,83%	210.247	21,45%	94.139	9,61%	13.125	1,34%	26.407	2,69%	744	0,08%	808	0,08%	1.298	0,13%	10.972	1,21%	476.916	48,66%	980.034
Diciembre	143.766	14,61%	212.598	21,61%	91.684	9,32%	12.733	1,29%	24.813	2,52%	763	0,08%	846	0,09%	1.421	0,14%	15.194	1,54%	480.094	48,79%	983.912
2020																					
Enero	135.822	13,82%	211.007	21,46%	91.177	9,27%	12.462	1,27%	25.072	2,55%	731	0,07%	926	0,09%	1.404	0,14%	14.938	1,52%	489.529	49,80%	983.068
Febrero	136.712	13,75%	212.717	21,40%	90.862	9,14%	12.045	1,21%	23.244	2,34%	782	0,08%	796	0,08%	1.280	0,13%	15.109	1,52%	500.444	50,35%	993.990
Marzo	155.193	15,23%	219.242	21,51%	91.131	8,94%	11.883	1,17%	22.784	2,24%	694	0,07%	830	0,08%	1.275	0,13%	15.191	1,49%	501.084	49,16%	1.019.308
Abril	162.086	15,75%	229.236	22,38%	89.618	8,71%	12.845	1,25%	23.431	2,28%	718	0,07%	898	0,09%	1.248	0,12%	15.120	1,47%	493.900	47,99%	1.029.099
Mayo	170.154	16,18%	243.489	23,16%	89.764	8,54%	12.359	1,18%	23.357	2,22%	652	0,06%	888	0,08%	1.240	0,12%	15.513	1,48%	494.024	46,99%	1.051.440
Junio	175.294	16,18%	259.275	23,93%	90.366	8,34%	12.317	1,14%	23.173	2,14%	652	0,06%	980	0,09%	1.234	0,11%	15.060	1,39%	505.025	46,62%	1.083.377
Julio	174.484	16,11%	265.453	24,52%	90.285	8,34%	12.390	1,14%	23.119	2,14%	668	0,06%	1.033	0,10%	1.230	0,11%	14.719	1,36%	499.369	46,12%	1.082.748

Gráfico 25 Fuente: Tesoro Español

6.1.1 INVERSORES EXTRANJEROS

Analizando el cuadro anterior la primera conclusión que sacamos es la fuerte dependencia histórica que tiene España de los inversores extranjeros. Siendo estos, en la actualidad, los tenedores de un 46,12%. Este hecho supone un importante hándicap para la economía española porque la necesidad de financiación exterior repercute negativamente y de manera directa en la balanza por cuenta corriente. Es decir, repercute negativamente en nuestra economía.

Ahora entendamos cómo funciona la emisión de deuda pública.

Cuando un país acude a los mercados para financiarse y emitir nueva deuda pública debe acudir al mercado primario. En estos mercados se realizan las nuevas emisiones y los inversores acuden a prestar su dinero a cambio de exigir una determinada rentabilidad.

La rentabilidad exigida varía por múltiples factores, principalmente son solvencia y liquidez del país. En definitiva, la percepción que los inversores tienen sobre la futura evolución económica de un país y la remota probabilidad de entrar en Default.

En el momento que hablamos de la confianza que los inversores muestran hacia la economía de un país debemos poner en exceso el bono a 10 años. Es el activo de renta fija por excelencia a la hora de captar financiación por parte de los países.

A continuación, se muestra la evolución de la rentabilidad del bono español a 10 años en el mercado secundario.



Gráfico 26 Fuente: Investing.

Los inversores no exigen la misma rentabilidad a todos los países. Es aquí donde entra en escena la archiconocida como prima de riesgo. Que viene a ser la diferencia de rentabilidad exigida al bono alemán a 10 años (por ser considerado por los mercados como el activo libre de riesgo en la Eurozona) y el bono español a 10 años.

A continuación, podemos ver la rentabilidad actual, del mercado secundario, de los bonos a 10 años de las principales economías europeas y su comparativa con EEUU.




Nombre ↕	Símbolo ↕	Último
 español a 10 años	ES10YT=RR	0,029
 Portugal 10A	PT10YT=RR	-0,010
 alemán a 10 años	DE10YT=RR	-0,607
 EE.UU. 10A	US10YT=X	0,908
 italiano a 10 años	IT10YT=RR	0,549
 Francia 10A	FR10YT=RR	-0,368
 Grecia 10A	GR10YT=RR	0,629

Gráfico 27 Fuente: Investing.

Destacar que, debido a la intervención del Banco Central Europeo, las rentabilidades exigidas por los inversores a los principales países europeos, salvo Grecia, se encuentran por debajo de la rentabilidad exigida al bono a 10 años de EEUU. Siendo el activo más seguro, al menos así lo consideran los inversores, el bono a 10 años de Alemania. Los inversores están pagando a Alemania y Francia en cada emisión de deuda pública a 10 años.

6.1.2 BANCA COMERCIAL

La segunda conclusión del gráfico de tenedores de deuda pública española es lo ligado que ha estado, históricamente, la evolución de deuda con la banca comercial o tradicional. Todo esto hasta la entrada en escena del Banco Central Europeo.

Vemos como a principios de siglo la banca comercial tenía un porcentaje de deuda española superior al 30% y a medida que han ido pasando los años ha ido disminuyendo hasta el 16% actual. Veamos la evolución de los tipos de interés para entender el motivo por el que la banca comercial adquiría tanta deuda pública.

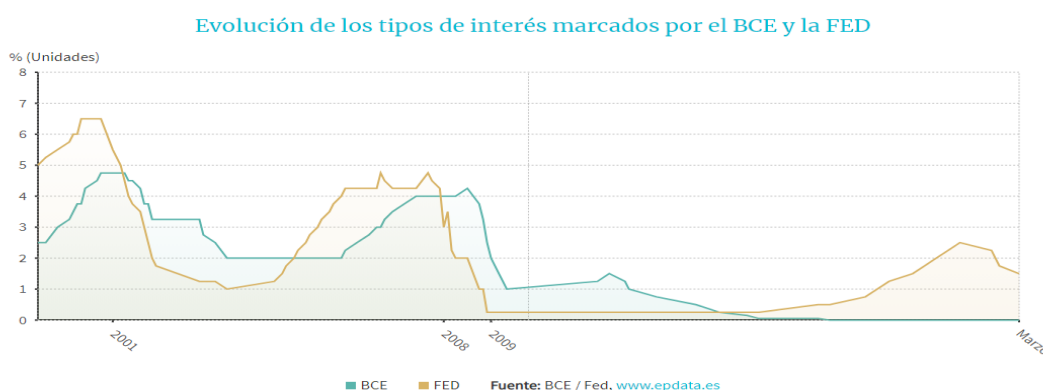


Gráfico 28 Fuente: Investing.

Los tipos de interés, a comienzos de la década de los 2000 y hasta el comienzo de la crisis financiera de 2008, habían estado en niveles superiores al 2%. En aquellos años era habitual que los bancos, realizando lo que se conoce como Carry Trade, se financiaban a unos tipos cercanos al 2% y posteriormente compraban títulos de deuda pública con rentabilidades superiores todo ello a través de los mercados de divisas. Esta práctica se acentuó a principios de la década actual hasta la fuerte intervención realizada por el Banco Central en el mercado de deuda soberana.

Veán el caso concreto de la deuda pública española y como se aprecian los cambios de dinámica a partir del año 2008 (donde la banca comercial empieza a comprar, a un fuerte ritmo, deuda española, siendo su apogeo en los años 2011 y 2012). Y como a partir de 2015 y el lanzamiento del primer QE (Quantitative Easing, concepto que se explica más adelante) por parte del Banco Central Europeo la tendencia cambia, drásticamente, a la baja.

FECHA	ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES	
2007	73.500	25,01%
2008	86.323	24,98%
2009	134.091	29,02%
2010	124.637	23,65%
2011	175.457	30,22%
2012	196.444	30,62%
2013	191.035	26,84%
2014	224.455	29,17%
2015	199.962	24,17%
2016	170.244	19,64%
2017	158.157	17,21%
2018	156.954	16,27%

Gráfico 29 Fuente: Tesoro Español.

Podemos afirmar con rotundidad, habiendo pasado unos años, que la situación vivida en los mercados de renta fija durante los años 2010-2012 fue crítica. En este sentido, la banca comercial asumió un importante rol en la financiación del país. Sin embargo, el riesgo de no diversificación asumido fue muy considerable. Recordar también que en estas fechas se produjo, por parte del estado, el rescate al sector financiero.

Destacar que actualmente, debido a los mínimos históricos tanto en los tipos de interés como en los tipos Depo (Tipo de interés que el Banco Central Europeo cobra/paga a las entidades financieras por sus depósitos a un día en el Banco Central) y las TLTRO (Línea de crédito a la banca con condiciones favorables). Esta última, coincidiendo con la pandemia, ha sufrido una sustancial mejora de condiciones para la banca. Hecho que ha repercutido en un aumento del nivel de compras de deuda pública, por parte de la banca comercial, con el objeto de aumentar la rentabilidad de su negocio.

6.1.3 BANCOS CENTRALES

Y, por último y no menos importante, la tercera conclusión que sacamos es la fuerte dependencia respecto a los Bancos Centrales que tienen los países en sus emisiones de deuda. Aquí podemos ver, en la columna Banco de España, como el porcentaje de deuda ha pasado de un irrisorio 1,44% en 2002 hasta el 24,52% actual.

Los mercados de Renta Fija, durante la última década, han cobrado una vital importancia en el desarrollo del día a día de los países. Tras la crisis financiera de 2008, en Europa desde 2010 se empezó a vivir la conocida como “Crisis del Euro” que principalmente supuso una crisis de deuda soberana.

Los países periféricos (Portugal, Italia, Grecia y España), vulgarmente conocidos como “PIGS”, sufrieron en sus propias carnes el rechazo que el mercado de Renta Fija les dio. La desconfianza en estos países, por parte de los inversores, fue tal que se vivieron momentos de máxima tensión y un dramático incremento de la rentabilidad que exigían los inversores para prestar dinero a estos países.

Fue durante este periodo donde los Credit Default Swap (más conocido por sus siglas CDS) tuvieron una fuerte relevancia en los mercados de deuda soberana. *Se trata de instrumentos diseñados para ofrecer al inversor individual la posibilidad de reducir su riesgo y, por tanto, interesantes desde su punto de vista. La crisis ha demostrado, sin embargo, que, utilizados de forma masiva, estos productos conducen a situaciones de riesgo sistémico (James Crotty 2009).*

Los CDS son derivados financieros mediante los cuales un inversor se cubre del posible impago de un determinado activo. Estos derivados fueron muy populares en los mercados financieros en la década de los 2000. A pesar de ser un producto algo complejo trataré de poner un ejemplo para su fácil comprensión.

Inversor 1 – Compra un bono de deuda pública española a 10 años con una rentabilidad anual del 6% y un nominal de 100.000€. Como tiene dudas o no se encuentra muy seguro ante la posibilidad de impago por parte de España, decide contratar un CDS. El cual le cuesta un 5% anual. Es decir, funciona de manera similar a un seguro tradicional.

La rentabilidad neta, excluyendo el efecto fiscal, que le queda al inversor 1 es del 1%.

Inversor 2- Tiene unas expectativas de total confianza en la deuda pública española pero actualmente no tiene 100.000€ para invertir. Por ello, a cambio de recibir un 5% anual, del inversor 1, se compromete a que en caso de impago del Estado Español le abonará, al inversor 1, 70.000€ en carácter de indemnización. Para ello, el inversor 2 debe depositar una garantía, en concepto de fianza, para demostrar su capacidad de pago en caso de tener que abonar los 70.000€.

A través de unos cálculos mediante algoritmos complejos y en función de la evolución de la prima de riesgo de los países estos productos cotizan en los mercados Over the Counter (OTC). Estos mercados no regulados, en los que no existe ni cámara de compensación ni contrapartidas establecidas, permitían tomar posiciones cortas con garantías irrisorias.

Durante la crisis del euro estos productos sufrieron una fuerte convulsión provocada por un ataque en cierto grado especulativo, provocando un aumento de incertidumbre ante posibles impagos de deuda por parte de los países periféricos. Hecho que desencadenó en un constante aumento de la rentabilidad exigida por los inversores para las emisiones de deuda de estos países.

El 1 de noviembre de 2012 la European Securities and Markets Authority (EMA) prohibió las ventas en corto de estos productos. Sin embargo, cuando hablamos del año 2012 la fecha más señalada y que ya ha pasado a la historia del euro, será el 26 de julio de 2012. Ese día, el por aquel entonces presidente del BCE, *Mario Draghi*, pronunció la célebre frase *“Whatever it takes”*. Fue en este momento donde el Banco Central Europeo sacó la artillería pesada y empezó a intervenir en los mercados financieros a través de una ultra expansiva política monetaria.

La principal herramienta utilizada por el BCE durante este periodo ha sido el conocido como QE (Quantitative Easing).

Es una medida, no convencional, de política monetaria. Consiste en aumentar la cantidad de dinero en circulación mediante la compra de activos en los mercados. El abanico de estos activos es muy amplio desde deuda de países hasta bonos corporativos pasando por cédulas hipotecarias u otros activos financieros. *El proceso de creación de dinero por los Bancos Centrales es tan simple que repugna a la mente (El dinero -John Kenneth Galbraith- 1975).*

Al tratarse de una herramienta no convencional, se suele utilizar en momentos extremos de la economía, por ejemplo, cuando tras un largo periodo de tipos de interés excesivamente bajos la economía sigue sin activarse.

En marzo de 2015, fecha en la que se lanzó el primer QE por la entidad, el balance del Banco Central Europeo era de 2,1 billones de euros. Durante todo este tiempo y a través de la intervención del BCE en los mercados, vía compra de deuda pública u otros activos, el balance ha ido incrementándose.

A continuación, se muestra la evolución del balance desde el año 2015 hasta al cierre de 2019 con los datos oficiales publicados por la institución.

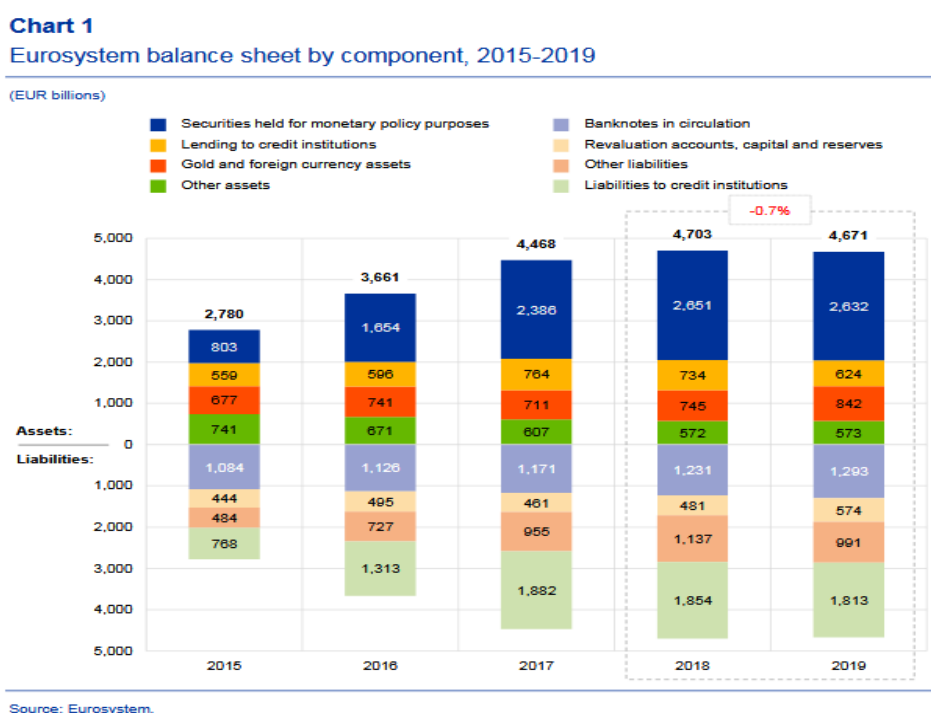


Gráfico 30 Fuente: Banco Central Europeo.

Como se puede apreciar en la imagen, la institución cerró el año 2019 con un total de 4,671 billones de euros, lo que supone un incremento del 68% frente al cierre del ejercicio de 2015.

Este incremento se ha traducido en una relativa calma en los mercados de deuda soberana. Permitiendo a los países financiarse con unos costes por intereses en mínimos históricos.

Actualmente el balance alcanza los 6,2 billones de euros aproximadamente y las expectativas futuras es que siga incrementándose. A continuación, podemos ver la previsión que tiene el Bank of America Merrill Lynch respecto a la evolución del balance del Banco Central Europeo.

Balance del BCE sobre PIB. Fuente: Bank of America Merrill Lynch



Gráfico 31 Fuente: Bank of America Merrill Lynch.

El descenso de rentabilidades de los bonos a 10 años de los países europeos, así como el descomunal aumento del balance del Banco Central Europeo nos transmite el papel clave que están jugando los Bancos Centrales en los mercados de Renta Fija.

Para ver el impacto directo que ha tenido la intervención del Banco Central Europeo en la deuda pública española podemos observar el siguiente análisis.

Año	%Coste deuda/PIB	Deuda miles €
2000	2,60%	374.557.000,00
2001	2,43%	378.883.000,00
2002	2,31%	384.145.000,00
2003	2,14%	382.775.000,00
2004	2,02%	389.888.000,00
2005	1,87%	393.479.000,00
2006	1,74%	392.168.000,00
2007	1,48%	383.798.000,00
2008	1,50%	439.771.000,00
2009	1,63%	568.700.000,00
2010	2,16%	649.259.000,00
2011	2,58%	743.530.000,00
2012	2,80%	890.726.000,00
2013	3,78%	978.272.000,00
2014	3,54%	1.039.388.000,00
2015	3,29%	1.070.079.000,00
2016	3,01%	1.104.554.000,00
2017	2,77%	1.145.097.000,00
2018	2,62%	1.173.350.000,00
2019	2,53%	1.188.859.000,00

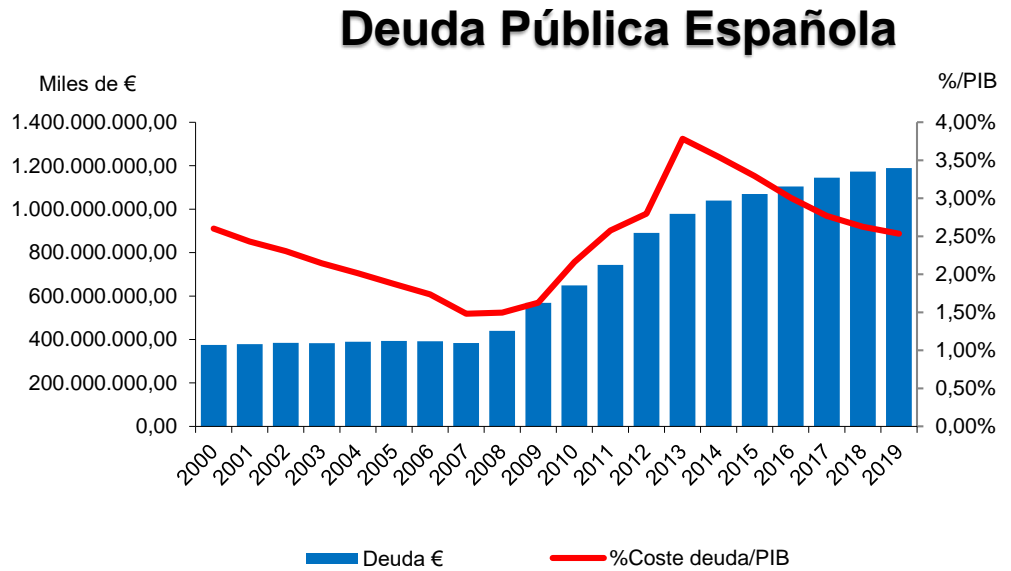


Gráfico 32 Fuente: Elaboración propia.

Se observa que desde el año 2015, puesta en marcha del QE por parte del Banco Central Europeo, la deuda pública española ha sufrido un aumento del 15%. Sin embargo, el gasto por intereses de deuda, sobre el PIB, en el año 2019 supone un coste inferior de 100 puntos básicos respecto a 2014.

Anteriormente, en la página 26, se analizaba el impacto que tenía un movimiento de 50 puntos básicos en los presupuestos del estado. Por lo que un descenso de la carga de intereses debe implicar un descenso en el déficit público.

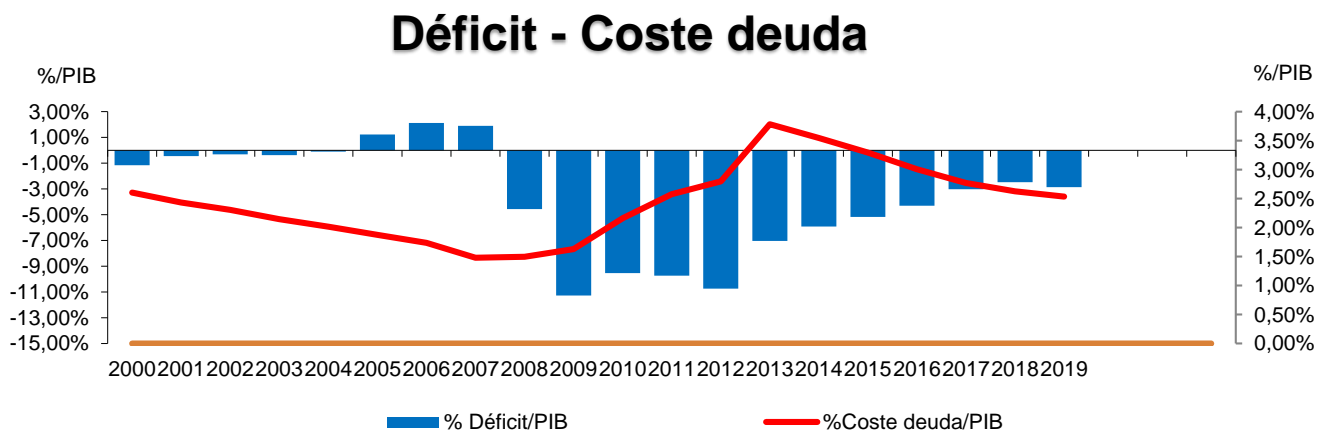


Gráfico 33 Fuente: Elaboración propia.

Es evidente que la “mano” del Banco Central Europeo y su política monetaria ultra expansiva ha tenido un efecto directo en la deuda pública española. Se ha conseguido aumentar la deuda pública sin tener un impacto negativo en el coste por intereses. De hecho, ha sido todo lo contrario. Veamos ahora la evolución del PIB desde el año 2014.

Año	PIB miles €	Var. PIB %
2014	1.032.158.000,00	1,40%
2015	1.077.590.000,00	3,80%
2016	1.113.840.000,00	3,00%
2017	1.161.878.000,00	2,90%
2018	1.202.193.000,00	2,40%
2019	1.244.757.000,00	2,00%

Gráfico 34 Fuente: Elaboración propia.

Observamos que desde el año 2014 la economía española ha crecido un 20,60%. Podemos decir que, ante un entorno de crecimiento económico favorable, el efecto del Banco Central Europeo permite a los países, debido al bajo coste en la emisión de deuda, aumentar deuda sin sufrir un fuerte impacto en sus presupuestos.

Veamos ahora el efecto de esta política monetaria añadiendo las previsiones económicas para el año 2020. Es decir, un escenario económicamente adverso provocado por la pandemia del Covid-19.

Las hipótesis utilizadas, en base al consenso de diferentes instituciones, son las siguientes:

Año	PIB	Var. PIB %	Déficit	% Déficit/PIB	Deuda €	% Deuda/PIB	Gasto intereses €
2020	1.095.386.160,00	-12,00%	-154.449.448,56	-14,10%	1.308.439.000,00	119,45%	20.264.643,96

Bajo este escenario, muy próximo a la realidad y cuyas cifras se confirmarán en el primer trimestre de 2021, el resultado sería aumento del PIB respecto a 2014 del 6,13% y un incremento de la deuda del 26%.

Pasarán unos cuantos años hasta que la economía española retorne al nivel del PIB del año 2019. Sin embargo, la deuda seguirá incrementado. Parece lógico pensar que el objetivo del QE, reducir el coste de la deuda de los países y fomentar el crecimiento económico, está teniendo un efecto perverso en la economía española. Los años de crecimiento económico e intervención del Banco Central Europeo, en los mercados de deuda, han servido para “ocultar”, a través de un menor coste por intereses e impacto en el déficit, un incremento de deuda sin acometer reformas estructurales que traten de solucionar el problema del déficit crónico.

En el siguiente supuesto económico, de elaboración propia, asumiendo las siguientes hipótesis para alcanzar la estabilidad financiera. (Crecimiento real constante al 2%, Superávit público constante 0,5%, coste deuda constante 1,85% y datos del PIB-Deuda pública conocidos a diciembre de 2020). Se observa la evolución de la economía española hasta el año 2050.

En miles de euros							
Año	PIB	Var. PIB %	Déficit/Superávit	% Déficit/PIB	Deuda €	% Deuda/PIB	Gasto intereses €
2019	1.244.757.000,00	2,00%	-35.637.000,00	-2,86%			
2020	1.095.386.160,00	-12,00%	-154.449.448,56	-14,10%	1.308.439.000,00	119,45%	20.264.643,96
2021	1.150.155.468,00	5,00%	5.750.777,34	0,50%	1.302.688.222,66	113,26%	21.277.876,16
2022	1.173.158.577,36	2,00%	5.865.792,89	0,50%	1.296.822.429,77	110,54%	21.703.433,68
2023	1.196.621.748,91	2,00%	5.983.108,74	0,50%	1.290.839.321,03	107,87%	22.137.502,35
2024	1.220.554.183,89	2,00%	6.102.770,92	0,50%	1.284.736.550,11	105,26%	22.580.252,40
2025	1.244.965.267,56	2,00%	6.224.826,34	0,50%	1.278.511.723,77	102,69%	23.031.857,45
2026	1.269.864.572,91	2,00%	6.349.322,86	0,50%	1.272.162.400,91	100,18%	23.492.494,60
2027	1.295.261.864,37	2,00%	6.476.309,32	0,50%	1.265.686.091,58	97,72%	23.962.344,49
2028	1.321.167.101,66	2,00%	6.605.835,51	0,50%	1.259.080.256,08	95,30%	24.441.591,38
2029	1.347.590.443,69	2,00%	6.737.952,22	0,50%	1.252.342.303,86	92,93%	24.930.423,21
2030	1.374.542.252,57	2,00%	6.872.711,26	0,50%	1.245.469.592,60	90,61%	25.429.031,67
2031	1.402.033.097,62	2,00%	7.010.165,49	0,50%	1.238.459.427,11	88,33%	25.937.612,31
2032	1.430.073.759,57	2,00%	7.150.368,80	0,50%	1.231.309.058,31	86,10%	26.456.364,55
2033	1.458.675.234,76	2,00%	7.293.376,17	0,50%	1.224.015.682,14	83,91%	26.985.491,84
2034	1.487.848.739,46	2,00%	7.439.243,70	0,50%	1.216.576.438,44	81,77%	27.525.201,68
2035	1.517.605.714,25	2,00%	7.588.028,57	0,50%	1.208.988.409,87	79,66%	28.075.705,71
2036	1.547.957.828,53	2,00%	7.739.789,14	0,50%	1.201.248.620,72	77,60%	28.637.219,83
2037	1.578.916.985,10	2,00%	7.894.584,93	0,50%	1.193.354.035,80	75,58%	29.209.964,22
2038	1.610.495.324,80	2,00%	8.052.476,62	0,50%	1.185.301.559,17	73,60%	29.794.163,51
2039	1.642.705.231,30	2,00%	8.213.526,16	0,50%	1.177.088.033,02	71,66%	30.390.046,78
2040	1.675.559.335,93	2,00%	8.377.796,68	0,50%	1.168.710.236,34	69,75%	30.997.847,71
2041	1.709.070.522,64	2,00%	8.545.352,61	0,50%	1.160.164.883,73	67,88%	31.617.804,67
2042	1.743.251.933,10	2,00%	8.716.259,67	0,50%	1.151.448.624,06	66,05%	32.250.160,76
2043	1.778.116.971,76	2,00%	8.890.584,86	0,50%	1.142.558.039,20	64,26%	32.895.163,98
2044	1.813.679.311,19	2,00%	9.068.396,56	0,50%	1.133.489.642,65	62,50%	33.553.067,26
2045	1.849.952.897,42	2,00%	9.249.764,49	0,50%	1.124.239.878,16	60,77%	34.224.128,60
2046	1.886.951.955,37	2,00%	9.434.759,78	0,50%	1.114.805.118,38	59,08%	34.908.611,17
2047	1.924.690.994,47	2,00%	9.623.454,97	0,50%	1.105.181.663,41	57,42%	35.606.783,40
2048	1.963.184.814,36	2,00%	9.815.924,07	0,50%	1.095.365.739,34	55,80%	36.318.919,07
2049	2.002.448.510,65	2,00%	10.012.242,55	0,50%	1.085.353.496,78	54,20%	37.045.297,45
2050	2.042.497.480,86	2,00%	10.212.487,40	0,50%	1.075.141.009,38	52,64%	37.786.203,40

Resulta evidente la profunda reforma que requiere la economía española para alcanzar, algún día, la ansiada estabilidad financiera del pacto fiscal europeo con una deuda pública inferior al 60% del PIB.

En buena medida, se puede decir que estamos ante un escenario que roza la monetización de deuda. Los Bancos Centrales llevan años interviniendo los mercados de deuda a la par que han ido advirtiendo, a través de medios públicos a los gobiernos de turno, de la necesidad de realizar reformas estructurales en determinados países.

Por mencionar algún ejemplo, durante los últimos años de mandato en el BCE, Mario Draghi no se cansó de lanzar mensajes de advertencia a los países en la necesidad de acometer cambios estructurales. Alertaba de que solo con las políticas monetarias expansivas no era suficiente. Parece que los gobiernos hicieron oídos sordos, por aquellos años las cosas iban medianamente bien en términos económicos, y ahora nos encontramos ante una crisis y un margen de maniobra muy limitado.

Dice el sabio refranero español “mal de muchos, consuelo de tontos” pero viendo el siguiente gráfico parece evidente que la tónica general, en las principales economías desarrolladas, es la fuerte intervención de sus Bancos Centrales vía compra de activos.

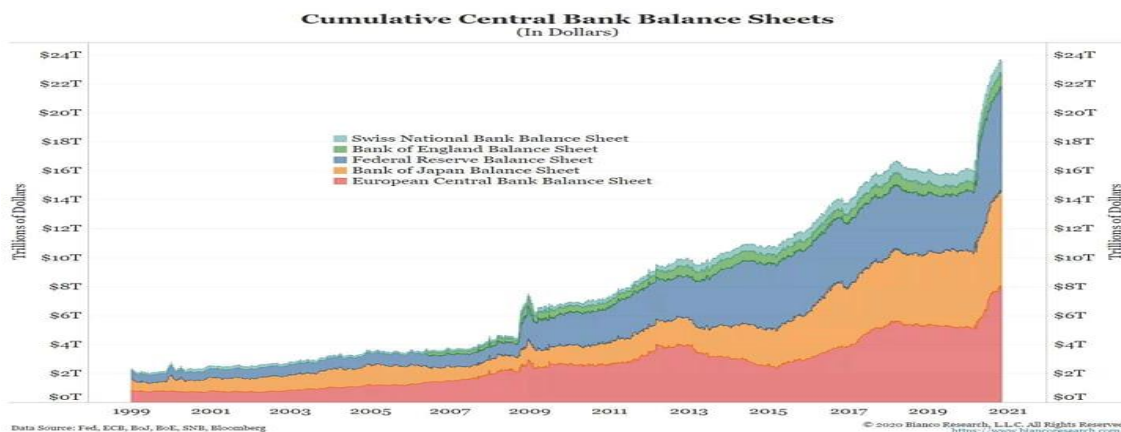


Gráfico 35 Fuente: Blanco Research

El Bank of England ya habla abiertamente y tiene permitido la monetización 100% técnica. Es decir, en caso de que se estime necesario, podría adquirir títulos de deuda pública en el mercado primario. Lo que coloquialmente podríamos decir que es una “barra libre”, por parte de los estados, para emitir deuda pública.

¿Veremos la monetización pura en el viejo continente? ¿O por el contrario la intervención actual ya es tal que podríamos estar rozándola? El economista italiano *Franco Modigliani*, en *The debate over stabilization policy 1986*, afirmaba que “La estabilidad monetaria es el factor condicionante. El crecimiento económico es el factor condicionado. Y no al contrario”.

7. CONCLUSIONES

Los mercados de renta fija juegan un papel fundamental en las economías modernas. Cada día es mayor la necesidad de financiación por parte del sector privado y del sector público. Estas necesidades se acentúan ante momentos adversos como el actual. Los tipos de interés en mínimos y una sobreactuación por parte de los Bancos Centrales nos están llevando a un aumento, sin precedentes, de la deuda a nivel mundial. La velocidad actual en la que vivimos hace que los mercados financieros cambien en cuestión de segundos.

Los países continúan haciendo oídos sordos a las advertencias realizadas por los banqueros centrales para que implanten cambios estructurales y fiscales en sus políticas.

El caso concreto de España es especialmente preocupante. Su desequilibrio económico, prolongado en el tiempo, se refleja a través de un déficit crónico y un constante aumento de deuda pública. Hecho que, ante adversidades económicas, ya sea por cambios de ciclo o eventos inesperados como la actual pandemia, hace que su margen de maniobra sea totalmente limitado. Su estabilidad financiera depende de la fuerte intervención, a través de una política monetaria ultra expansiva, por parte del Banco Central Europeo.

Actualmente su carga financiera por interés de deuda supone un coste superior al 2% del PIB. El crecimiento medio del PIB en los últimos 20 años ha sido de un 1,85% anual. Este crecimiento de deuda, financieramente hablando, es insostenible. Se necesita generar un crecimiento económico superior al coste de la deuda.

Nos encontramos en un entorno de tipos de interés en mínimos históricos y parece que perdurarán durante un largo periodo de tiempo, hecho que debería impactar positivamente en la carga financiera del país. Sin embargo, cualquier amenaza inflacionaria podría desencadenar un comienzo de aumento de tipos de interés y un “repliegue de velas” por parte del Banco Central Europeo. Si eso pasara, al no haber conseguido reducir la deuda, en un plazo máximo de 10 años la economía española estaría al borde la quiebra. En el análisis realizado se ha comprobado el fuerte impacto que puede tener, en el presupuesto público, un aumento de 50 puntos básicos en la rentabilidad exigida por la emisión de deuda pública. Supondría “hipotecar” un 25% de los ingresos por impuesto de sociedades.

Con el objetivo de alcanzar una deuda pública inferior al 60% del PIB, criterio fijado en el Pacto Fiscal Europeo, y bajo un horizonte temporal hasta 2050 se ha demostrado, a través de la elaboración del escenario económico, que España necesita, de manera urgente, acometer profundas reformas estructurales.

El primer hito pasa por acabar con el déficit crónico y alcanzar un superávit que le permita ir reduciendo deuda pública. Para ello, existen dos vías, ajustar por la parte de ingresos o ajustar por la parte de gastos. En el caso de la economía española, lamentablemente, creo que habrá que optar por realizar un fuerte ajuste a ambos lados.

Para aumentar los ingresos el PIB español deberá experimentar un crecimiento constante cercano al 2%. Todos estos factores, en caso de alcanzarse, generarán un aumento de confianza en el país por parte de los inversores. Hecho que permitiría a la economía española ser menos vulnerable ante cualquier volatilidad o tensión en los mercados de deuda soberana. En definitiva, no apostar, en exclusiva, el futuro de la economía a la política monetaria del Banco Central Europeo.

8. BIBLIOGRAFÍA

ADAM SMITH. La riqueza de las naciones (1776).

ADAM SMITH. Vida, pensamiento y obra (Edición 2007).

JOHN MAYNARD KEYNES. La teoría general del empleo, el interés y el dinero. (Edición 2018).

JOHN MAYNARD KEYNES. Ensayos de persuasión.

HANS NEISSER &, National Incomes and International Trade: A Quantitative Analysis.

FRANCO MODIGLIANI The debate over stabilization policy (1986).

PETER F. DRUCKER Tecnología, Gerencia y Sociedad (1970).

MILTON FRIEDMAN Libertad de elegir (Edición 1990).

MILTON FRIEDMAN The optimum quantity of money. (Edición 2005).

MILTON FRIEDMAN Explicación de la demanda del dinero.

DAVID RICARDO The Works of David Ricardo (Edición 2019).

DAVID RICARDO Principios de economía política y tributación (1817).

JOHN KENNETH GALBRAITH El dinero (Edición 1983).

JAMES CROTTY Controlar los productos financieros peligrosos mediante un principio de precaución financiera (2009).

THOMAS CHANDLER HALIBURTON An historical and statistical account of Nova-Scotia (1829).

Webgrafía:

www.bde.es

www.ecb.com

<https://www.tesoro.es>

www.theeconomist.com

www.investing.com

<https://www.epdata.es>

<https://datosmacro.expansion.com/pib/espana>

www.airef.es

www.bloomberg.com

www.cincodias.com

<https://www.esma.europa.eu/>

Anexo I: Distribución por tenedores deuda pública española.

TOTAL DEUDA DEL ESTADO NO SEGREGADA Y PRINCIPALES DE LA DEUDA DEL ESTADO SEGREGADA: DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES Cartera a vencimiento

(Saldos nominales en millones de EUROS y %)

FECHA	ENTIDADES DE CRÉDITO RESIDENTES		BANCO DE ESPAÑA		ENTIDADES DE SEGUROS		FONDOS DE PENSIONES		FONDOS DE INVERSIÓN		OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		EMPRESAS NO FINANCIERAS		PERSONAS FÍSICAS		ADMINISTRACIONES PÚBLICAS		NO RESIDENTES		TOTAL
2002	91.455	32,27%	4.087	1,44%	18.912	6,67%	5.013	1,77%	21.587	7,62%	3.765	1,33%	7.926	2,80%	6.636	2,34%	5.803	2,05%	118.257	41,72%	283.442
2003	105.830	37,10%	6.963	2,44%	18.363	6,44%	5.025	1,76%	18.632	6,53%	3.411	1,20%	7.839	2,75%	5.053	1,77%	9.578	3,36%	104.541	36,65%	285.234
2004	88.475	30,16%	8.754	2,98%	19.399	6,61%	4.114	1,40%	13.767	4,69%	3.924	1,34%	8.371	2,85%	4.819	1,64%	17.249	5,88%	124.496	42,44%	293.366
2005	80.420	26,95%	10.093	3,38%	19.288	6,46%	4.915	1,65%	12.392	4,15%	5.061	1,70%	9.470	3,17%	4.687	1,57%	19.969	6,69%	132.160	44,28%	298.455
2006	68.813	23,26%	8.515	2,88%	18.716	6,33%	5.971	2,02%	11.769	3,98%	5.031	1,70%	9.800	3,31%	5.274	1,78%	18.497	6,25%	143.490	48,50%	295.875
2007	73.500	25,01%	9.061	3,08%	18.510	6,30%	6.130	2,09%	9.931	3,38%	6.308	2,15%	7.991	2,72%	6.146	2,09%	22.739	7,74%	133.549	45,45%	293.865
2008	86.323	24,98%	14.969	4,33%	16.881	4,88%	5.245	1,52%	11.589	3,35%	7.149	2,07%	9.128	2,64%	6.906	2,00%	31.895	9,23%	155.532	45,00%	345.616
2009	134.091	29,02%	14.587	3,16%	19.929	4,31%	7.282	1,58%	14.237	3,08%	4.841	1,05%	9.691	2,10%	4.720	1,02%	43.918	9,50%	208.808	45,19%	462.102
2010	124.637	23,65%	18.530	3,52%	33.546	6,37%	11.872	2,25%	21.251	4,03%	3.590	0,68%	10.728	2,04%	3.569	0,68%	61.296	11,63%	237.892	45,15%	526.912
2011	175.457	30,22%	27.671	4,77%	47.819	8,24%	17.575	3,03%	28.098	4,84%	2.224	0,38%	11.164	1,92%	6.467	1,11%	63.444	10,93%	200.596	34,55%	580.517
2012	196.444	30,62%	29.629	4,62%	54.725	8,53%	19.313	3,01%	27.589	4,30%	1.231	0,19%	15.150	2,36%	5.450	0,85%	68.192	10,63%	223.741	34,88%	641.461
2013	191.035	26,84%	29.484	4,14%	66.201	9,30%	21.276	2,99%	34.070	4,79%	926	0,13%	19.102	2,68%	4.781	0,67%	59.519	8,36%	285.383	40,09%	711.778
2014	224.455	29,17%	29.397	3,82%	77.002	10,01%	20.888	2,72%	34.032	4,42%	2.726	0,35%	13.753	1,79%	3.993	0,52%	45.832	5,96%	317.268	41,24%	769.346
2015	199.962	24,17%	71.160	8,60%	75.521	9,13%	19.829	2,40%	25.349	3,06%	1.432	0,17%	13.250	1,60%	4.535	0,55%	39.879	4,82%	376.504	45,50%	827.419
2016	170.244	19,64%	138.590	15,99%	88.063	10,16%	19.196	2,21%	35.559	4,10%	803	0,09%	3.355	0,39%	2.845	0,33%	22.983	2,65%	385.317	44,44%	866.956
2017	158.157	17,21%	195.502	21,28%	91.216	9,93%	15.308	1,67%	30.789	3,35%	770	0,08%	2.229	0,24%	1.717	0,19%	17.721	1,93%	405.350	44,12%	918.759
2018	156.954	16,27%	217.923	22,59%	94.859	9,83%	15.177	1,57%	29.467	3,05%	694	0,07%	1.266	0,13%	1.647	0,17%	14.157	1,47%	432.716	44,85%	964.860
2019																					
Enero	159.286	16,25%	216.477	22,09%	93.597	9,55%	15.355	1,57%	29.590	3,02%	735	0,07%	1.330	0,14%	1.626	0,17%	13.424	1,37%	434.896	44,38%	966.315
Febrero	164.868	16,82%	216.822	22,12%	95.421	9,74%	15.091	1,54%	29.898	3,05%	728	0,07%	1.293	0,13%	1.489	0,15%	13.652	1,39%	436.534	44,54%	975.797
Marzo	170.176	17,36%	217.248	22,17%	96.255	9,82%	15.218	1,55%	30.250	3,09%	737	0,08%	1.307	0,13%	1.485	0,15%	13.719	1,40%	441.923	45,09%	988.320
Abril	160.798	16,41%	213.429	21,78%	95.348	9,73%	14.839	1,51%	26.783	2,73%	694	0,07%	1.612	0,16%	1.425	0,15%	13.506	1,38%	443.934	45,30%	972.369
Mayo	159.619	16,29%	213.859	21,82%	96.689	9,87%	14.883	1,50%	26.958	2,75%	651	0,07%	1.441	0,15%	1.421	0,14%	13.015	1,33%	452.634	46,19%	980.968
Junio	156.774	15,76%	214.014	21,52%	95.558	9,61%	14.700	1,48%	29.107	2,93%	681	0,07%	844	0,08%	1.402	0,14%	13.669	1,37%	467.854	47,04%	994.604
Julio	152.735	15,56%	211.469	21,55%	94.997	9,68%	14.901	1,52%	28.693	2,92%	627	0,06%	792	0,08%	1.361	0,14%	11.777	1,20%	463.960	47,28%	981.311
Agosto	149.895	15,29%	211.885	21,60%	95.205	9,71%	15.145	1,55%	28.226	2,88%	627	0,06%	882	0,09%	1.360	0,14%	10.802	1,08%	470.594	48,02%	984.221
Septiembre	151.820	15,49%	211.884	21,62%	95.469	9,74%	14.818	1,51%	28.357	2,89%	693	0,07%	874	0,09%	1.350	0,14%	10.576	1,08%	477.658	48,74%	993.498
Octubre	146.082	14,91%	210.510	21,48%	94.559	9,65%	13.434	1,37%	27.332	2,79%	667	0,07%	794	0,08%	1.301	0,13%	10.322	1,05%	474.900	48,46%	979.900
Noviembre	145.378	14,83%	210.247	21,45%	94.139	9,61%	13.125	1,34%	26.407	2,69%	744	0,08%	808	0,08%	1.298	0,13%	10.972	1,12%	476.916	48,66%	980.034
Diciembre	143.766	14,61%	212.598	21,61%	91.684	9,32%	12.733	1,29%	24.813	2,52%	763	0,08%	846	0,09%	1.421	0,14%	15.194	1,54%	480.094	48,79%	983.912
2020																					
Enero	135.822	13,82%	211.007	21,46%	91.177	9,27%	12.462	1,27%	25.072	2,55%	731	0,07%	926	0,09%	1.404	0,14%	14.938	1,52%	489.529	49,80%	983.068
Febrero	136.712	13,75%	212.717	21,40%	90.862	9,14%	12.045	1,21%	23.244	2,34%	782	0,08%	796	0,08%	1.280	0,13%	15.109	1,52%	500.444	50,35%	993.990
Marzo	155.193	15,23%	219.242	21,51%	91.131	8,94%	11.883	1,17%	22.784	2,24%	694	0,07%	830	0,08%	1.275	0,13%	15.191	1,49%	501.084	49,16%	1.019.308
Abril	162.086	15,75%	229.236	22,28%	89.618	8,71%	12.845	1,25%	23.431	2,28%	718	0,07%	898	0,09%	1.248	0,12%	15.120	1,47%	493.900	47,99%	1.029.099
Mayo	170.154	16,18%	243.489	23,16%	89.764	8,54%	12.359	1,18%	23.357	2,22%	652	0,06%	888	0,08%	1.240	0,12%	15.513	1,48%	494.024	46,99%	1.051.440
Junio	175.294	16,18%	259.275	23,93%	90.366	8,34%	12.317	1,14%	23.173	2,14%	652	0,06%	980	0,09%	1.234	0,11%	15.060	1,39%	505.025	46,62%	1.083.377
Julio	174.484	16,11%	265.453	24,52%	90.285	8,34%	12.390	1,14%	23.119	2,14%	668	0,06%	1.033	0,10%	1.230	0,11%	14.719	1,36%	499.369	46,12%	1.082.748