

UNA PROPUESTA DE SOLUCIÓN A LA CRISIS DE LA DEUDA PÚBLICA

Josep Maria Franquet Bernis *¹

jfbernis@iies.es

RESUMEN

En los últimos tiempos, tanto la prima de riesgo comparativa con la deuda germana como los elevados tipos de interés a pagar vienen representando acuciantes y recurrentes problemas para la deuda pública española. Por si fuera poco, el Gobierno ha solicitado recientemente la ayuda del BCE para que el fondo de rescate comunitario inyecte dinero en la maltrecha banca española.

El problema de la deuda pública tiene su origen en el salvamento de bancos, cajas de ahorro y empresas a consecuencia de la burbuja inmobiliaria que reventó en USA y poco después en nuestro país. Para poder financiar estos generosos “regalos”, algunos Estados se han tenido que endeudar más de la cuenta. Por otra parte, el BCE, durante largos periodos de tiempo no ha comprado deuda pública. Ésta es la razón de que la prima de riesgo española esté por las nubes. Mientras el BCE no compre deuda pública española, o no se tomen medidas adecuadas como las que aquí se proponen por el autor, ésta continuará siendo vulnerable a la especulación incansable de los mercados financieros. Estas medidas pueden concretarse en dos: a) la “REGLA DEL 10”, que afecta a los tipos de interés de la deuda y b) la “REGLA DE EQUILIBRIO” del flujo de deuda, que afecta al principal o nominal de la deuda.

Palabras clave: prima de riesgo, deuda pública, déficit público, mercados financieros, tipos de interés, subasta de títulos, especulación, reglamento comunitario.

Códigos identificativos según el *Journal of Economic Literature* (JEL):
G01, G12, G15, G18, H62, H63

*¹ Dr. en Ciencias Económicas y Empresariales. Dr. Ingeniero Agrónomo, EUR-Ing. Director del Centro Asociado de la UNED en Tortosa.

RESUM

Als darrers temps, tant la prima de risc comparativa amb el deute alemany com els elevats tipus d'interès a pagar representen greus i recurrents problemes per al deute públic espanyol. Endemés, el Govern ha sol·licitat recentment l'ajut del BCE per tal que el fons de rescat comunitari injecti diners a la malmesa banca espanyola.

El problema del deute públic té el seu origen en el salvament de bancs, caixes d'estalvi i empreses com a conseqüència de la bombolla immobiliària que esclatà en USA i poc després al nostre país. Per tal de poder finançar aquests generosos "resents", alguns Estats s'han hagut d'endeutar més del compte. Altrament, el BCE, no ha adquirit deute públic durant un llarg període de temps. Aquesta és la raó de què la prima de risc espanyola estigui pels núvols. Si el BCE no compra deute públic espanyol, o no es prenen mesures adients com les que aquí proposa l'autor, el deute continuarà essent vulnerable a l'inesgotable especulació dels mercats financers. Aquestes mesures es poden resumir en dos: a) la "REGLA DEL 10", que afecta els tipus d'interès del deute i b) la "REGLA D'EQUILIBRI" del flux del deute, que afecta el principal o nominal del deute.

Paraules clau: prima de risc, deute públic, dèficit públic, mercats financers, tipus d'interès, subhasta de títols, especulació, reglament comunitari.

SUMMARY / ABSTRACT

In the recent times, risk premium rate in comparison with the German bonds together with the high interest rates paid mean an important and recurring problem for the Spanish public debt. In addition the Government recently requested help from the ECB in order for the European rescue fund to bring money to the Spanish banks that are under severe difficulties.

The public debt problem has its origin in the need to give bail to the banks, savings banks, and other companies as a consequence of the real estate bubble that busted in the United States and afterwards in our country. In order to finance those "resents" some countries had to indebt themselves in excess. On the other side, the ECB, during a long period of time did not buy public debt. This is the reason why the Spanish premium rate is so high. If the ECB does not buy Spanish public debt, or the measures proposed by the author are not adopted, the Spanish public debt will be subject to the tireless speculation of the financial markets. Those measures could be confined to these two: a) "RULE OF 10", that affect the debt interest rates, and b) the "RULE OF BALANCE" of debt flow, that affects the face value of the debt.

Key words: risk premium, public debt, public deficit, financial markets, interest rates, debt auction, speculation, European community by-laws.

Consideraciones previas

En los últimos tiempos, tanto la prima de riesgo comparativa con la deuda germana como los elevados tipos de interés a pagar vienen representando acuciantes y recurrentes problemas para la deuda pública española. Por si fuera poco, el Gobierno ha solicitado, en el verano del 2012, la ayuda del Banco Central Europeo (BCE) para que el fondo de rescate comunitario inyecte dinero en la maltrecha banca española (especialmente las cajas de ahorros regionales, afectadas por el estallido de la burbuja inmobiliaria). Sin embargo, la posición alemana choca frontalmente con la española, al aferrarse la cancillera Angela Merkel y sus adláteres a la doctrina de estabilidad del BCE, reflejada también en la limitación a conceder créditos que impone el Tratado de Lisboa² en su artículo 123.

Por *deuda pública* o *deuda soberana* se entiende como el conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a los particulares u otro país. Constituye una forma de obtener recursos financieros por el Estado o cualquier otro poder público, materializada normalmente mediante emisiones de títulos de valores. La deuda pública se define como un instrumento financiero de naturaleza pasiva para el ente territorial público emisor, que busca en los mercados nacionales o extranjeros captar fondos bajo la promesa de futuro pago o amortización y renta fijada por una tasa de interés en los tiempos estipulados por el bono.

Representa además un instrumento que usan los Estados para resolver el problema de la falta puntual de dinero, por ejemplo:

- Cuando se necesita un mínimo de tesorería (dinero en caja) para afrontar los pagos más inmediatos (gasto corriente).
- Cuando se necesita financiar operaciones a medio y largo plazo, fundamentalmente inversiones reales (gasto de capital).

Existen distintas formas de financiar un déficit público, al menos en el corto plazo. La más importante es el endeudamiento interno. En este caso, el Tesoro Público emite bonos que son adquiridos por agentes privados, no por el banco

² El **Tratado de Lisboa**, firmado por los representantes de todos los estados miembros de la Unión Europea (UE) en Lisboa el 13 de diciembre de 2007, es el que sustituye a la *Constitución para Europa* tras el fracasado tratado constitucional del año 2004. Con este tratado, la UE tiene personalidad jurídica propia para firmar acuerdos internacionales a nivel comunitario. Se diseñó para mejorar el funcionamiento de la Unión Europea (UE) mediante la modificación del Tratado de la Unión Europea (Maastricht) y el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea (Roma). Algunas de las reformas más importantes que introduce el Tratado de Lisboa son la reducción de las posibilidades de estancamiento en el Consejo de la Unión Europea mediante el voto por mayoría cualificada, un Parlamento Europeo con mayor peso mediante la extensión del procedimiento de decisión conjunta con el Consejo de la UE, la eliminación de los tres pilares de la Unión Europea, y la creación de las figuras de Presidente del Consejo Europeo y Alto Representante de la Unión para Asuntos Exteriores y Política de Seguridad para dotar de una mayor coherencia y continuidad a las políticas de la UE. El Tratado de Lisboa también hace que la Carta de los Derechos Fundamentales de la Unión Europea sea vinculante jurídicamente.

central. Esta forma de endeudamiento permite al gobierno sostener un déficit sin disminuir sus reservas ni tampoco aumentar la oferta monetaria³.

Tanto el déficit público estructural como el nivel de endeudamiento constituyen variables económicas muy observadas y valoradas por los analistas financieros internacionales. Son fuentes de inestabilidad y desconfianza en los mercados como consecuencia de la incidencia perniciosa que tienen sobre la evolución de la política económica de un país y sobre un gran número de variables y comportamientos de los agentes económicos. En efecto: a) un elevado, sistemático y permanente déficit público es una limitación al crecimiento estable a medio y largo plazo, que ejerce una presión al alza sobre los precios (inflación) y obliga a incrementar la presión fiscal limitando el crecimiento de las actividades privadas que conforman la base de la economía capitalista. Además, su financiación ejerce también una presión al alza sobre los tipos de interés, lo que perjudica los proyectos de inversión de la economía real, y b) la financiación ortodoxa del déficit genera una expansión de la deuda pública, con la consiguiente carga financiera del pago de los intereses, lo que origina uno de los fenómenos económicos más perversos al autoalimentar el déficit de los ejercicios subsiguientes.

Pues bien, desde la adopción del euro, España ha acumulado 666 mil millones de euros en déficits externos. De hecho, debemos remontarnos a mediados de los años ochenta del pasado siglo para encontrar el último rastro de superávits en las cuentas hispanas. Como no podía ser de otra manera, los déficits se han financiado con capital extranjero, causando un aumento considerable de los pasivos frente al resto del mundo, en su mayor parte, en forma de deuda. Dicha posición externa constituye, en estos momentos, una de las vulnerabilidades clave de la economía española pues suscita bastantes dudas acerca de la solvencia del país y, a la vez, exige un acceso continuado y sistemático a los mercados de financiación internacionales.

Un aspecto que reviste singular importancia a efectos de la política económica es el del plazo de duración del empréstito. En este sentido, existen diferentes tipos de títulos o activos de deuda emitidos por el Tesoro Público, a saber:

- *Deuda a corto plazo*: se emite cada quince días en régimen de subasta, con un vencimiento inferior a un año y suele funcionar como una especie de letra de cambio, en este caso del Estado. En España la deuda a corto plazo está representada por las **Letras del Tesoro**. Dicha deuda se ha venido utilizando para cubrir necesidades de tesorería del Estado, o sea, los llamados “déficits de caja” que presentan coyunturalmente los presupuestos generales del Estado.

³ La oferta monetaria es la cantidad de dinero que hay en circulación en una economía. La oferta monetaria no solo incluye el dinero líquido o efectivo (billetes y monedas en circulación), sino que además incluye el dinero bancario. La oferta monetaria se mide a partir de los agregados monetarios. El primer agregado monetario es la M1, también llamado como *oferta monetaria en sentido estricto*, y está formado por el efectivo en circulación más los depósitos a la vista. El segundo agregado monetario es la M2, también llamado *oferta monetaria en sentido amplio*, y está formado por el efectivo en circulación, los depósitos a la vista y los depósitos de ahorro. El agregado monetario utilizado en la Unión Monetaria es la M3, que incluye adicionalmente los depósitos a plazo, así como otros diversos componentes.

- *Deuda a medio plazo*: cumple la misión de conseguir fondos para la financiación de gastos ordinarios; en España cumplen este papel los **Bonos del Estado**.
- *Deuda a largo plazo*: tiene la misión de financiar gastos extraordinarios y de dilatada rentabilidad. Dentro del largo plazo puede tener una duración muy variada e incluso puede ser de duración ilimitada, dando lugar a la deuda perpetua. En España está representada por las **Obligaciones del Estado**.

Las cifras de la deuda pública española, europea y americana

Más que el valor absoluto de la deuda, un índice importante de la viabilidad económica y financiera de un Estado cualquiera (como se prescribe en el actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea⁴) es la relación existente entre la deuda pública y el producto interno bruto (PIB). La expresada relación, en este caso, representa un índice o parámetro suficientemente significativo porque se considera que el Estado es capaz de restaurar su deuda pública, por ejemplo, a través de las tasas i/o los impuestos. También se viene considerando, a nivel europeo, que la condición básica para estabilizar y posteriormente reducir el volumen relativo de deuda en términos del PIB es anular el déficit primario, es decir, el déficit público corriente sin considerar los intereses. Y esto solo se puede conseguir congelando el crecimiento de los gastos sociales.

Mientras los focos de atención iluminan la crisis de la deuda soberana europea, Estados Unidos ha intentado entre bambalinas establecer una senda fiscal que asegure la sostenibilidad de su deuda pública. Aunque los actores del drama son los mismos a ambos lados del océano Atlántico, esto es, el elevado déficit y la ratio de endeudamiento, la apuesta por el crecimiento en Estados Unidos escenifica una estrategia bien diferente al paradigma de austeridad imperante en el viejo continente. La fuerza del guión europeo ha logrado que, de momento, la trama estadounidense haya quedado en un segundo plano. Ésta, sin embargo, pronto podría ganar audiencia.

Estados Unidos clausuró el año 2011 con un déficit próximo al 10% y una deuda que se acerca peligrosamente al 100% del PIB, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI). En el otro extremo, Alemania intenta reducir suavemente su deuda cercana al 81% a pesar de contar con un déficit

⁴ El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) es un marco normativo para la coordinación de las políticas fiscales nacionales dentro de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Se creó con el fin de mantener unas finanzas públicas saneadas, lo que constituye, sin duda, un importante requisito para el funcionamiento adecuado de la UEM. El Pacto consta de un componente preventivo y un componente disuasorio. Dado que la población europea está envejeciendo, al aumentar la esperanza de vida y tenerse menos hijos, los Estados miembros de la UE afrontan el reto de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas teniendo en cuenta las consecuencias del envejecimiento de la población sobre el presupuesto. Para superar este reto, y considerando la importancia concedida a la sostenibilidad a largo plazo por la reforma del Pacto llevada a cabo en 2005, se establecen previsiones presupuestarias a largo plazo para la UE y se evalúa y controla la situación específica de cada Estado miembro (en el informe sobre sostenibilidad figura un análisis global). La sostenibilidad a largo plazo de la hacienda pública también se tiene en consideración a la hora de evaluar los programas de estabilidad y de convergencia.

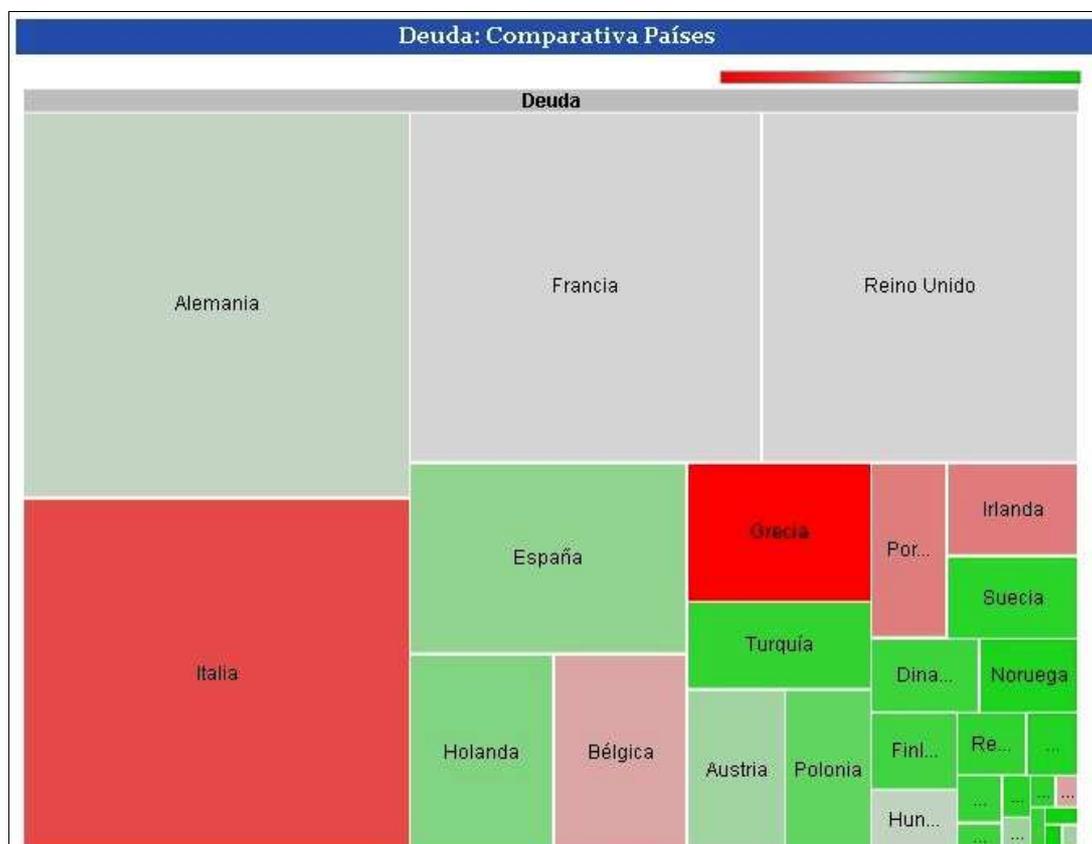
estimado del 1,7%. Mientras, en España, el Gobierno actual justifica los programas de ajuste tras estimar el déficit de 2011 cerca del 8% y la deuda alrededor del 68'5% del PIB. Grecia, Italia, Irlanda y Portugal son los cuatro países europeos cuya deuda rebasa el 100% del PIB. Todo ello puede verse gráficamente en las figuras o cuadros siguientes:

CUADRO NÚM.: 1

DEUDA COMPARATIVA EUROPEA			
Países	Año	Millones €	% PIB
España	2011	734.961,00€	68,50%
Alemania	2011	2.088.472,10€	81,20%
Reino Unido	2011	1.547.506,30€	85,70%
Francia	2011	1.717.256,00€	85,80%
Italia	2011	1.897.179,00€	120,10%
Portugal	2011	184.290,90€	107,80%
Austria	2011	217.398,70€	72,20%
Bélgica	2011	361.735,30€	98,00%
Bulgaria	2011	6.285,60€	16,30%
Chipre	2011	12.720,00€	71,60%
República Checa	2011	60.798,00€	41,20%
Dinamarca	2011	111.766,00€	46,50%
Estonia	2011	965,20€	6,00%
Finlandia	2011	93.030,00€	48,60%
Grecia	2011	355.617,00€	165,30%
Croacia	2009	16.089,10€	35,30%
Hungría	2011	72.134,10€	80,60%
Irlanda	2011	169.264,00€	108,20%
Islandia	2011	10.139,80€	98,80%
Lituania	2011	11.827,20€	38,50%
Luxemburgo	2011	7.785,90€	18,20%
Letonia	2011	8.617,80€	42,60%
Malta	2011	4.600,30€	72,00%
Holanda	2011	392.506,00€	65,20%
Noruega	2011	101.532,60€	29,00%
Polonia	2011	192.671,90€	56,30%
Rumanía	2011	44.607,30€	33,30%
Suecia	2011	150.483,60€	38,40%
Eslovenia	2011	16.954,40€	47,60%
Eslovaquia	2011	29.911,30€	43,30%
Turquía	2010	225.105,80€	42,40%

FUENTE: datosmacro.com

CUADRO NÚM.: 2



FUENTE: datosmacro.com

El libreto u hoja de ruta estadounidense busca utilizar la deuda para articular una política expansiva con la que volver a la ansiada senda del crecimiento. Ello permitiría pagar los intereses futuros de la deuda. En Europa, la estrategia es justamente la contraria: reducir el déficit y controlar la deuda, para que la economía, una vez libre de cargas y gravámenes, vuelva a crecer. Llegados a este punto cabe preguntarse: ¿cuál de ambas alternativas será la más acertada?

El nivel de deuda pública en España ha aumentado al 72,1% en el primer trimestre de 2012, pero sigue estando por debajo de la media europea, que escaló al 83,4% en ese mismo periodo, según datos procedentes de Eurostat⁵ recogidos por el Instituto de Estudios Económicos (IEE). Aunque la deuda esté por debajo de la media europea, el IEE cree que, en el caso español, no hay que olvidar que a este nivel de deuda hay que sumar la deuda de los hogares y

⁵ El **Eurostat** (*Statistical Office of the European Communities*, oficina europea de estadística) es la oficina estadística de la Comisión Europea, que produce datos sobre la Unión Europea y promueve la armonización de los métodos estadísticos de los estados miembros. Dos de sus papeles particularmente importantes son la producción de datos macro-económicos que apoyan las decisiones del Banco Central Europeo en su política monetaria para el euro, y sus datos regionales y clasificación (NUTS) que orientan las políticas estructurales de la Unión Europea. El Eurostat es una de las Direcciones Generales de la Unión Europea y tiene su sede en Luxemburgo.

de las empresas no financieras, dando lugar al cabo a una situación de deuda global preocupante. Además, la mayor parte de la deuda pública española se halla en manos extranjeras.

La deuda del conjunto de las Administraciones Públicas sobre el PIB quedará establecida, a final del año 2012, en el 79,8%, frente al 68,5% del 2011. El endeudamiento de la Administración Central pasa del 52,1% en 2011 al 60% este año. Según justifica el Gobierno español, "este comportamiento se explica tanto por el aumento de la necesidad de endeudamiento derivado de la crisis económica", como por el impacto de la dotaciones al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), el fondo de amortización del déficit eléctrico (FADE), la partida para la financiación de los pagos a proveedores y la cuota española del préstamo concedido a Grecia por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF).

Por lo que se refiere a Europa y al primer trimestre del 2012, veamos que Grecia es el país con el nivel más alto de deuda (132,4%), seguido de Italia (123,3%) y Portugal (111,7%). En Irlanda, el nivel de deuda ha aumentado ligeramente al 108,55%, mientras que Bélgica se sitúa en 101,8%, Francia en un 89,2% y Reino Unido en un 86,4%. En Alemania, la deuda de las administraciones públicas llega a un 81,6%, mientras que Hungría se queda en 79% y Malta y Chipre se quedan cerca del 75%. A continuación, se sitúan Austria (73,5%) y el ya comentado caso de España (72,1%).

Con una deuda menor que la española están los Países Bajos (66,8%), Polonia (56,1%), Finlandia (48,7%), Eslovenia (47,7%), Eslovaquia (46,4%), Dinamarca (45,1%) y Letonia (44,6%). Los países con menor deuda pública, en términos de PIB, son la República Checa (43,9%), Lituania (42,7%), Suecia (37,2%), Rumania (36,3%), Luxemburgo (20,9%), Bulgaria (16,7%) y Estonia (6,6%).

Por otra parte, en nuestro país, los vencimientos de la deuda del sector público para el año 2012 están siendo del orden de 125.000 millones de euros, entre letras del tesoro, bonos y obligaciones del Estado, según el siguiente calendario (solo para letras y bonos):

CUADRO NÚM.: 3

CALENDARIO DE VENCIMIENTOS 2012	
MES	NOMINAL
Enero	8.600'00 €
Febrero	14.300'00 €
Marzo	6.500'00 €
Abril	22.100'00 €
Mayo	5.700'00 €
Junio	5.700'00 €
Julio	7.300'00 €
Agosto	7.400'00 €
Septiembre	5.800'00 €
Octubre	26.300'00 €
Noviembre	2.600'00 €
Diciembre	2.200'00 €

TOTAL	114.500'00 €
--------------	---------------------

FUENTE: J. Gispert en *Diari de Tarragona*

La perentoriedad de esforzarse para conseguir el pasivo relacionado está provocando algunas tensiones en el momento de captarlo, siempre que el BCE no haga de mediador y pueda calmar el apetito de los competidores (banca y Estado) colocando en el mercado una masa monetaria suficientemente significativa.

Puestas así las cosas, no parece que el nivel de endeudamiento público de nuestro país alcance cotas excesivamente alarmantes. Otra cosa bien diferente sería el endeudamiento privado, al que aquí no nos referiremos con especificidad. Es cierto que España tiene una deuda privada importante, pero esta deuda no la va a pagar el Estado, por lo que el ataque a la Deuda soberana española, que se está produciendo en los últimos tiempos, es exclusivamente de carácter político-financiero.

Como suele suceder en la viña del Señor, la deuda que ahoga a unos enriquece a los otros. Hace tiempo que Alemania es uno de los pocos países que se benefician de colocar títulos a tasa negativa, es decir, que el inversor en lugar de esperar una mayor rentabilidad de su dinero prefiere pagar una renta negativa y asegurar así el capital. Resulta obvio que en el clásico trinomio de las características esperables de una inversión financiera (Seguridad, Rentabilidad, Liquidez) la primera condición es la que prima en los tiempos que corren. Con ello, se le regala el dinero a Alemania y al objeto de compensar la pérdida se acosa a países como España o Italia para obtener más interés con el incremento de sus primas de riesgo y, de paso, se presiona al conjunto de la eurozona.

El “problema de la deuda pública”

Según el profesor Vicenç Navarro, catedrático de Ciencias Políticas y Sociales de la Universitat Pompeu Fabra, no existe plena conciencia en muchos círculos progresistas (ni, por supuesto, en los más conservadores) de que el llamado “problema de la deuda pública” es un fenómeno creado artificialmente para justificar el desmantelamiento del Estado del Bienestar. De hecho, la gran mayoría del crecimiento de la deuda pública en USA (el 67%) se debe a medidas de apoyo al complejo militar industrial, a la banca y a las rentas superiores. Sin embargo, ninguna de las medidas encaminadas a reducir la deuda pública está orientada a cambiar estas políticas. En su lugar, se intenta reducir el gasto público social, concretamente la Seguridad Social y los servicios sanitarios, y ello a pesar de que la Seguridad Social (las pensiones principalmente) no ha contribuido en absoluto al crecimiento de la deuda pública. El paralelismo de esta situación con la española resulta evidente.

El problema de la deuda pública tiene su origen en el salvamento de bancos y empresas a consecuencia de la burbuja inmobiliaria que reventó en USA y poco después en nuestro país. Para poder financiar estos generosos “regalos”, los Estados se han tenido que endeudar. El endeudamiento público en los

países ricos romperá probablemente la barrera del 100% del PIB este año 2012 por vez primera desde la segunda guerra mundial, con lo que los Estados del mundo desarrollado deberán más de lo que producen sus países en un año, según reconoce el propio FMI.

El presidente del BCE ha reiterado, una y otra vez, que si España quiere que su prima de riesgo se relaje tendrá que firmar un nuevo memorándum de entendimiento (MoU), similar al ya vigente para recibir el cheque de hasta 100.000 millones de euros para tapan los agujeros de la banca nacional. Y ello implica rendirse a lo que le ordenen desde el FMI y la UE para pagar, primordialmente, a los acreedores de la deuda.

Por cierto que en el ámbito financiero, últimamente, han sobresalido el FMI y el Banco Mundial (BM) en sus afanes muy extensos de contenedores de las crisis económicas, hasta que demostraron, a partir del año 2007, su ineficiencia en la prevención y posterior ejecución de dicha labor. Ahora mismo, el juego en ese campo se halla en el privilegiado lugar que ocupan el Presidente de la Reserva Federal USA y el del Banco Central Europeo. Para aquellas instituciones, que en algún momento histórico pusieron las bases para la entrada en vigor de la Globalización económica con la liberación de los mercados, que llegaron a todas partes con su recetario de remoción de subsidios a la agricultura, a los alimentos, a las medicinas, etc., que prohijaron las privatizaciones, el libre comercio y el pago de las deudas, que propiciaron la especulación financiera, hoy su función práctica se reduce a la de operar como simples mecanismos anti-crisis, con un restringido recetario de austeridades, supresión de inversiones, reformas fiscales, despido de trabajadores privados y públicos, retraso en la edad de jubilación y recortes salariales y sociales de todo tipo.

No obstante, la limitación de su operación resulta obvia. Después de un período en que estas instituciones trataban sólo con los Gobiernos proclives del tercer mundo, ahora tienen que vérselas con una montante oposición de masas de los países desarrollados. Mientras, al trasladarse la crisis hacia el interior de las mayores economías, tanto el FMI como el BM se desvanecen progresivamente.

El FEEF -el mismo que ha rescatado ya de forma total a Grecia, Portugal e Irlanda- posee capacidad de comprar deuda en los mercados financieros primario (cuando un país vende la deuda por primera vez a los inversores) y secundario⁶. Ahora bien, ¿qué tipo de deuda comprará el FEEF?. Si intervienen en el mercado secundario, adquirirá la deuda soberana ya emitida por el Estado. En su fórmula como comprador en el mercado primario, el fondo podría comprar deuda en las subastas de cualquier administración pública (incluidas las comunidades autónomas y los entes locales, por ejemplo). Si bien la compra directa en las subastas está concebida esencialmente para facilitar la

⁶ Todos los Valores del Tesoro Público se negocian en un mercado secundario muy activo en el que se intercambian Letras, Bonos y Obligaciones ya emitidos, y en el que participan la inmensa mayoría de los intermediarios financieros. Ello tiene una ventaja importante para el inversor: le permite invertir a plazos distintos de los 6, 12 y 18 meses de las Letras o de los 3, 5, 10, 15 y 30 años de los Bonos y Obligaciones. Por ejemplo, si el inversor desea invertir a 4 meses (un plazo al que el Tesoro no emite en la actualidad), podría adquirir una Letra a 6 meses que hubiese sido emitida 2 meses antes.

vuelta a los mercados de un país que ha sido objeto de un rescate total, España también podría solicitar que el FEEF actuara en el mercado primario. Las intervenciones sobre el primario y el secundario serían, pues, sinérgicas⁷.

En cualquier caso, lo cierto es que la estructura del Banco Central Europeo facilita la especulación. En efecto, el BCE puede prestar a los bancos privados a un interés del 1% pero sorprendentemente no puede hacerlo a los Estados, que han de recurrir a las entidades financieras privadas a través de deuda pública y a satisfacer unos intereses mucho más altos, con los consecuentes beneficios solo para estas últimas. De esta forma, los bancos privados pueden recoger préstamos del BCE a bajo interés y comprar deuda pública a intereses mucho más altos⁸.

Desgraciadamente, el BCE, durante largos periodos de tiempo no ha comprado deuda pública. Esta es la razón de que las primas de riesgo española e italiana estén por las nubes. Mientras el BCE no compre deuda pública española, o no se tomen medidas adecuadas como las que aquí proponemos, ésta continuará siendo peligrosamente vulnerable a aquella especulación. Que el BCE sea el organismo que puede hacerlo resulta así porque es la única institución que puede imprimir dinero sin límite alguno. Puede, por lo tanto, comprar tanta deuda pública como quiera o bien crea necesario.

⁷ El FEEF puede emitir bonos u otros instrumentos de deuda en el mercado con el apoyo de la Oficina Alemana de Gestión de Deuda para recaudar fondos necesarios para proporcionar préstamos a los países de la zona euro en problemas financieros, la recapitalización de bancos o comprar deuda soberana. Las emisiones de bonos están respaldadas por garantías otorgadas por los Estados miembros de la zona euro. El FEEF se puede combinar con préstamos de hasta € 60 mil millones del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) y hasta € 250 mil millones del Fondo Monetario Internacional para obtener una seguridad financiera de hasta € 750 mil millones. Si no se realizan operaciones financieras, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) cerraría después de tres años, el 30 de junio de 2013. Sin embargo, el fondo de rescate fue activado en 2011 para prestar dinero a Irlanda y Portugal, por lo que el Fondo existirá hasta que su última obligación haya sido reembolsada en su totalidad.

⁸ Las principales tareas del Banco Central Europeo son las siguientes: definir y ejecutar la política monetaria de la zona euro, dirigir las operaciones de cambio de divisas, cuidar de las reservas exteriores del Sistema Europeo de Bancos Centrales y promover el buen funcionamiento de la infraestructura del mercado financiero. Además, tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de euro. Los estados miembros pueden emitir monedas de euro, pero la cantidad debe ser autorizada, de antemano, por el BCE. A diferencia del estilo de la banca central de los Estados Unidos, en el que la liquidez se presenta a la economía a través de la compra de bonos del Tesoro por parte del Banco de la Reserva Federal, el Eurosistema utiliza un método diferente en el que hay alrededor de 1.500 bancos elegibles que pueden pujar por contratos de reporto en corto plazo que va desde las dos semanas a los tres meses de duración. En efecto, los bancos piden prestado dinero en efectivo y deben devolverlo. Los cortos periodos de tiempo en la duración del préstamo permiten que las tasas de interés se ajusten continuamente. Cuando vencen los títulos de reporto, los bancos participan nuevamente. Un incremento en la cantidad de títulos que se ofrecen en la subasta de bonos permite un aumento de la liquidez en la economía, mientras que una disminución provoca justamente el efecto contrario. Los contratos se realizan sobre el activo del balance del Banco Central Europeo y los depósitos resultantes en los bancos miembros se contabilizan como pasivo. En términos simples, la responsabilidad del Banco Central es la del dinero, y un aumento de los depósitos en los bancos miembros llevado como pasivo del Banco Central, significa que más dinero se ha puesto en la economía.

El poder omnímodo de los mercados financieros

Se viene hablando últimamente de la “tiranía” de los flujos internacionales de capital en la determinación de los precios de algunos activos financieros que tienen una capacidad de incidencia substancial en la evolución de variables económicas reales y de su capacidad para “imponer” políticas económicas a los gobiernos (antes a los del tercer mundo; actualmente también a los del primero).

La experiencia de los años más recientes resulta un claro exponente de la sumisión antedicha. A la alteración de las relaciones financieras internacionales tras el colapso del sistema establecido en Bretton Woods⁹, a principios de los años setenta del pasado siglo se ha sumado una rápida expansión de los mercados financieros internacionales privados así como la eliminación de las restricciones a los movimientos de capital en los países industrializados que ha favorecido su integración¹⁰. Precisamente, este hecho habría procurado específicamente la expansión de los flujos de capital que, pese a los fuertes desequilibrios exteriores que tuvieron lugar durante las anteriores crisis de 1973-1975 y 1979-1980, han tenido su máximo desarrollo a partir de 1982 y, más concretamente, a partir de las políticas neoliberales del tándem Reagan-Thatcher. La plasmación de este enorme crecimiento de los flujos de capital, aún más rápida si hablásemos en términos brutos, es un espectacular aumento del *stock de préstamos internacionales* (neto del efecto multiplicador vía depósitos por el sistema bancario). Otro reflejo de esa expansión de los flujos de capital son las transacciones en los mercados de divisas.

⁹ Hasta el 1 de julio de 1944, la localidad norteamericana de Bretton Woods (New Hampshire), parecía ajena a lo que estaba pasando en un mundo asolado por la Segunda Guerra Mundial. Pero aquel mes, este pequeño enclave turístico, situado a los pies de la cordillera cuyos picos recuerdan los nombres de más de diez presidentes estadounidenses -entre los que destaca el imponente Mount Washington- acogió una reunión que uniría su nombre a la historia del capitalismo. Al hotel de Bretton Woods no fueron sólo los países capitalistas, pero la supremacía de los EE.UU. quedaría patente de principio a fin. Desde la elección de sede (relativamente lógica si se tiene en cuenta que la guerra todavía estaba lejos de acabarse en Europa) hasta los mismos acuerdos de la conferencia. El resto lo haría la Guerra Fría, que fue apartando paulatinamente de los acuerdos, entendidos como un sistema internacional de regulación del capitalismo, a los países donde se practicaba el *socialismo real*, relegándolos detrás del *telón de acero*. Desde el punto de vista de los acuerdos alcanzados entre los 44 países participantes -una cantidad nada despreciable si se tiene en cuenta que la mayor parte de Asia y África eran colonias europeas y que Europa se encontraba partida- la conferencia fue un éxito de EE. UU. Este país consiguió imponer su propuesta, formulada por el economista Harry Dexter White, ante la iniciativa británica, cuya paternidad correspondía al prestigioso John Maynard Keynes.

¹⁰ La presencia de inversores extranjeros en los principales mercados financieros domésticos constituye un claro indicador de su grado de integración. Más significativa es aún la extrema rigidez con la que esa participación puede variar (al alza o a la baja) en períodos muy cortos de tiempo. El cambio que se ha dado en la naturaleza de los inversores resulta bien sintomático de la expresada integración. Progresivamente, han ido adquiriendo un rol determinante los denominados “inversores institucionales” (fondos de pensiones, compañías de seguros, ...) cuyos procesos de diversificación de carteras estimulan esa cada vez mayor interrelación.

Una solución al problema

Los pagos por intereses de la deuda pública española crecerán un 5,3% este año 2012, hasta situarse en 28.848 millones de euros. El repunte de los tipos de interés del mercado y el aumento del volumen de deuda en circulación se citan como las dos causas que determinarán un aumento del peso del servicio de la deuda sobre el PIB en el presente año hasta alcanzar el 2,75% (en términos de contabilidad nacional), de acuerdo con el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para el siguiente ejercicio 2013.

Al financiar el déficit fiscal con un aumento de la deuda interna, solo se posterga la fecha en la que se desatará la inflación, esto es, se provee los recursos ahora, pero es una deuda que deberá pagarse inexorablemente en los años subsiguientes. El pago de intereses sobre una deuda fiscal aumenta los gastos del Estado, incrementando aún más el déficit futuro. El resultado puede ser mayor inflación en el futuro, un problema que no ocurre si el déficit se financia con emisión de dinero desde el principio. Dicho de otro modo, endeudarse hoy a elevados intereses puede postergar momentáneamente la inflación, pero a riesgo de incurrir en una tasa inflacionaria más alta en el devenir.

Existe en economía una vieja y conocida máxima, como tantas otras atribuida al gran J. M. Keynes, que podríamos explicar así: “Si Ud. debe diez mil euros a su banco tiene un problema con su banco. Si le debe diez millones, el banco tiene un problema con Ud.”. Pues bien, en el caso de nuestro querido país, sumido en una profunda crisis económica y, sobre todo, con una no despreciable deuda exterior (pública y, sobre todo, privada) parece que sus dirigentes no se han enterado del sentido de la misma. A mi juicio, los llamados “mercados”, que nos compran deuda de todo tipo, tienen con nosotros un problema tanto o más grave que el que pueda suponerse en sentido recíproco.

Para salir de dudas, lo primero sería aclarar que el interés de los títulos de deuda es el precio que tiene que pagar España porque alguien le compre sus bonos. El precio depende de cuántos bonos vaya a vender España (la oferta de bonos) y de cuántos compradores de bonos haya (la demanda de bonos). Si hay muchos compradores de bonos el interés será bajo porque aún ofreciendo poco interés siempre habrá alguien dispuesto a comprar ese bono. Si, por el contrario los compradores escasean y España pone en el mercado muchos bonos es posible que no haya suficientes compradores y para captar más compradores España debe ofrecerles condiciones más atractivas, es decir, un interés mayor. Se trata, simplemente, de la vieja regla de la oferta y la demanda.

Así es cómo se explica lo que está sucediendo en la actualidad. En las emisiones de deuda pública española hay poca gente dispuesta a comprar a tipos bajos y por eso España se está viendo obligada a ofrecer tipos de interés muy altos. ¿Y por qué hay poca gente dispuesta a comprar bonos españoles a tipos bajos?: porque hay mucha gente que piensa que es posible que el Estado no pueda devolver el dinero cuando llegue el vencimiento del bono. ¿Por qué

piensan eso?: porque han estudiado la cantidad de dinero que tiene que devolver el Estado en los próximos meses (véase la tabla anterior) y los ingresos que está generando y piensan que es posible que los ingresos del Estado no den lo suficiente como para satisfacer todas las cantidades que tiene que devolver a sus acreedores.

Los mercados están centrando su ataque especulativo en España porque consideran que, en este momento, es el país más vulnerable de la Eurozona. De hecho, lo importante es que el tipo medio de la deuda era en abril de este año del 4,07% y antes de la crisis, en 2007, alcanzó el 4,53%, según datos del Tesoro. Sin embargo, si los mercados exigen durante mucho tiempo estos intereses, el tipo medio del coste de la deuda puede dispararse por encima del 5% y en ese caso, los expertos consideran que España entraría en una situación crítica, siempre teniendo en cuenta la sostenida recesión que sufre su economía.

Pues bien, ¿hasta cuando podrá España aguantar esta situación?. Los expertos en economía creen que estamos rozando los límites que ponen en peligro la capacidad de devolución. Nuestro tipo de interés está ahora situado en niveles similares al de los países que en el pasado tuvieron que pedir ayuda a otros países para poder seguir haciendo frente a sus obligaciones de pago. Esto, en si mismo, no resulta peligroso si fuera un hecho meramente puntual o coyuntural, pero sí lo es si los tipos de interés se mantienen a esos niveles de forma prolongada.

Si el interés es demasiado alto España puede resolver no emitir la deuda pero, en ese caso, ¿cómo financiamos el desfase existente entre los ingresos y los gastos del Estado?. Sabemos (lo hemos explicado antes) que un país emite deuda porque gasta más de lo que ingresa. Como no tiene ingresos suficientes para atender todos sus gastos le pide dinero a alguien para poder sufragar los gastos; ese alguien son los compradores de deuda. España puede decidir no emitir deuda en un momento puntual si considera que los tipos son demasiado altos pero si sufre un desfase considerable entre ingresos y gastos, en algún momento se verá obligada a emitir dicha deuda, puesto que de lo contrario no podrá pagar los gastos que tiene comprometidos.

Ahora, una vez localizado el problema y analizada la situación, lo que procede es intentar buscar soluciones. ¿Cómo salir de esta situación? ¿Cómo generar esa confianza que falta? ¿Cómo evitar, en fin, ese enriquecimiento (en mi opinión ilícito) que se está produciendo a nuestra costa?

Precisamente por ello, y con ganas de castigar la usura y la especulación descontroladas, las autoridades monetarias españolas y/o europeas podrían adoptar unas sencillas medidas que acabaran con tan deleznable prácticas especulativas salvajes, aparte de la consabida implantación de la tasa Tobin¹¹

¹¹ Fueron los movimientos antiglobalización los que recogieron las propuestas dictadas por la **Tasa Tobin**, convirtiéndola en el símbolo de la lucha contra el libre comercio. Sin embargo, la paradoja radica en ese reconocimiento, que como comentó el propio **James Tobin**, premio Nobel de Economía, “*el aplauso más sonoro proviene del lado equivocado*”. Poniéndonos en situación, recordemos que en 1972, durante un coloquio, este universitario keynesiano, poco después de que la administración del presidente

a las transacciones financieras, la posible emisión de los denominados “eurobonos” o “euroletras”, o bien la prohibición de las operaciones “a corto”.

Este conjunto de medidas, prácticamente, se reduce a dos:

- 1) La “REGLA del 10” (afecta a los tipos de interés de la deuda): la suma de los tipos de interés de la deuda que debe satisfacer cualquier país de la zona euro, tanto los que se contraen en cada momento en el mercado de capitales como los que vencen por contratos anteriores, no pueden en ningún caso superar la barrera del 10%. Así pues, v. gr., si en la subasta actual de Obligaciones del Estado a 10 años se ha conseguido un interés del 6’5% solo se podrían abonar intereses vencidos del 3’5% con independencia del contrato inicialmente establecido, en cuyas cláusulas deberá contemplarse obviamente esta posibilidad. Este tope del 10% podría modificarse en función de la clase, plazo o naturaleza del título de deuda en cuestión, así como por circunstancias de orden económico general.
- 2) La “REGLA DE EQUILIBRIO” del flujo de deuda (afecta al principal o nominal de la deuda): en realidad, esta norma establece una corrección a la regla anterior en el caso de que, como consecuencia de su aplicación, no se quiera adquirir deuda ninguna o en cantidad suficiente del país emisor por parte de los mercados (aunque una política decidida de adquisición de la deuda pública del país afectado, por parte del BCE, también podría corregir esta situación a la que podría llegarse en un futuro). Consiste en limitar el pago del principal de la deuda, en todo momento, al monto de la contratación de nueva deuda. Así, por ejemplo, si no se colocara deuda de un país determinado en una subasta, tampoco dicho país quedaría obligado a la devolución de la deuda contraída anteriormente y, en cualquier caso, el importe de dicha devolución quedaría siempre limitado por el volumen de la deuda contraída simultáneamente en los mercados. Parece mejor esta solución que la de permitir imprimir moneda común al banco central del país afectado para hacer frente a su deuda, pues ello podría suponer la ruptura de una de las reglas de oro de la moneda única y del BCE (ver nota 8).

Para poder poner en marcha estas medidas deberán crearse los reglamentos oportunos¹² por parte de la autoridad monetaria y ser ratificados, en su caso,

Nixon sacará a los Estados Unidos del sistema de **Bretton Woods**, sugirió un nuevo sistema para la estabilidad internacional de las divisas, imponiendo una penalización a las mismas. Lo curioso es que con la que ha estado cayendo en los mercados financieros, la tasa Tobin ha cobrado de nuevo actualidad como una herramienta para controlar esos mercados, que desmadrados por la especulación, buscan incorporar controles a los movimientos de capital. En esencia, cuando el concepto fue definido, la **tasa Tobin** consistía en un impuesto especial sobre cada una de las transacciones financieras (ITF), especulativas, en las operaciones de cambio de divisas.

¹² Los Reglamentos Comunitarios (Derecho derivado) son disposiciones comunitarias obligatorias para todos los Estados miembros y directamente aplicables en ellos a partir de su publicación en el Diario Oficial (DOCE) y entrada en vigor. A través de ellos, la Unión Europea disciplina sus propias políticas y organización.

por el Parlamento europeo. Por supuesto, jamás deberán aplicarse con efectos retroactivos¹³, aunque los nuevos contratos que se formalicen para la adquisición de deuda pública deberán contener, desde entonces, las cláusulas correspondientes. Y además deberá extenderse su campo de aplicación a la totalidad de países de la zona euro.

Bibliografía y fuentes documentales

ALCAIDE, Carmen (1995): “La reducción del déficit público”, Diario *El País* (26/04/1995). Madrid.

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA EUROPEA, ÁREA DE ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO. LA CAIXA. ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO: “El caso de la deuda en Estados Unidos: ¿ejemplo de película con final feliz?”, *Informe mensual*, nº: 354 (febrero de 2012), Barcelona.

FERNÁNDEZ, Enric, LA CAIXA. ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO: “¿Es sostenible la posición externa de España?”, *Informe mensual*, nº: 359 (Julio-Agosto de 2012). Barcelona.

FRANQUET BERNIS, Josep Maria (2002): *¿Por qué los ricos son más ricos en los países pobres?*, Ed.: Littera-Books, S.L., Barcelona.

GISPERT GÜELL, Josep (2012): “Dormi tranquil, compri deute alemany”, *Diari de Tarragona* (23/01/2012). Tarragona.

MANZANO, Daniel y SÁNCHEZ DEL VILLAR, Enrique (1995): “Expansión de los mercados financieros”, Diario *El País* (15/05/1995). Madrid.

MOCHÓN MORCILLO, Francisco (1998): *Principios de Economía*, Ed.: Mc Graw-Hill, Madrid.

VERGARA, A. F. (2012): “¿Quién gana más dinero a costa de la deuda española y la prima de riesgo?”, Diario *ABC.es Economía* (27/07/2012). Madrid.

¹³ Como regla general, y concretamente en el caso español, el artículo 2.3 del Código Civil establece que «las leyes no tendrán efecto retroactivo si no dispusieren lo contrario», irretroactividad que igualmente proclama el art. 9.3 de la Constitución Española en relación con las disposiciones sancionadoras no favorables o restrictivas de los derechos individuales. El principio de la irretroactividad se asienta en «los deseos de certeza y seguridad jurídica y el respeto de los derechos adquiridos y a las situaciones jurídicas beneficiosas» (sentencia del Tribunal Supremo de 30 de mayo de 1984), con la consecuencia de que la interpretación de las normas de derecho transitorio ha de realizarse en sentido restrictivo y, por tanto, sin extender los términos legales a situaciones no contempladas.