



**TEMA 18  
LA DEUDA PÚBLICA**

**Hacienda Pública I**

**Grupo III**

**Curso 2010-2011**

**Prof. Dr. Francisco Javier Braña Pino**



# TEMA 18.

## ÍNDICE.

### ÍNDICE.

#### 1. Introducción.

1.1. Concepto de deuda pública.

1.2. Tipos de deuda pública.

#### 2. El ciclo vital de la deuda.

#### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

#### 4. La administración de la deuda pública.

#### 5. Deuda pública y déficit público.

### REFERENCIAS.

- Corona y Díaz. Capítulo 10.
- Stiglitz, 24.
- Para ampliar se recomienda la lección 19 de José Víctor Sevilla Segura, *Política y Técnica Tributarias*. Instituto de Estudios Fiscales. Madrid, 2004.



## TEMA 18.

### 1. INTRODUCCIÓN.

#### 1.1. Concepto de deuda pública.

- Es el conjunto de los préstamos concedidos al Estado que han sido documentados en forma de títulos valores (Solé Villalonga).
- Al igual que cualquier otra unidad económica, el sector público puede obtener fondos mediante la venta de títulos valores en los mercados de dinero y capitales.
- Tales ingresos se formalizan mediante un contrato de préstamo en virtud el cual el Estado se compromete y garantiza el pago periódico de unos intereses y a la eventual devolución de los capitales.
- La deuda pública es un ingreso financiero, que forma parte de los pasivos, siendo los intereses un gasto corriente.



## TEMA 18.

### 1. INTRODUCCIÓN.

#### 1.2. Tipos de deuda pública.

- Según la institución emisora:
  - Deuda del Estado, la que emite la Administración Central, y
  - Deuda Pública, la que emiten todos los organismos que integran el sector público (incluyendo las empresas públicas).
- Según la moneda:
  - Deuda pública interna, que capta los fondos en el país y se denomina en su moneda.
  - Deuda pública externa, que está denominada en una divisa de otro país.
- Según su madurez:
  - Deuda a corto plazo (igual o inferior a 12 meses), utilizada por lo general para cubrir desfases de tesorería.
  - Deuda a medio plazo (entre uno y tres años).
  - Deuda a largo plazo (a partir de cuatro años).
- Por la forma de extinción:
  - Deuda amortizable.
  - Deuda perpetua.

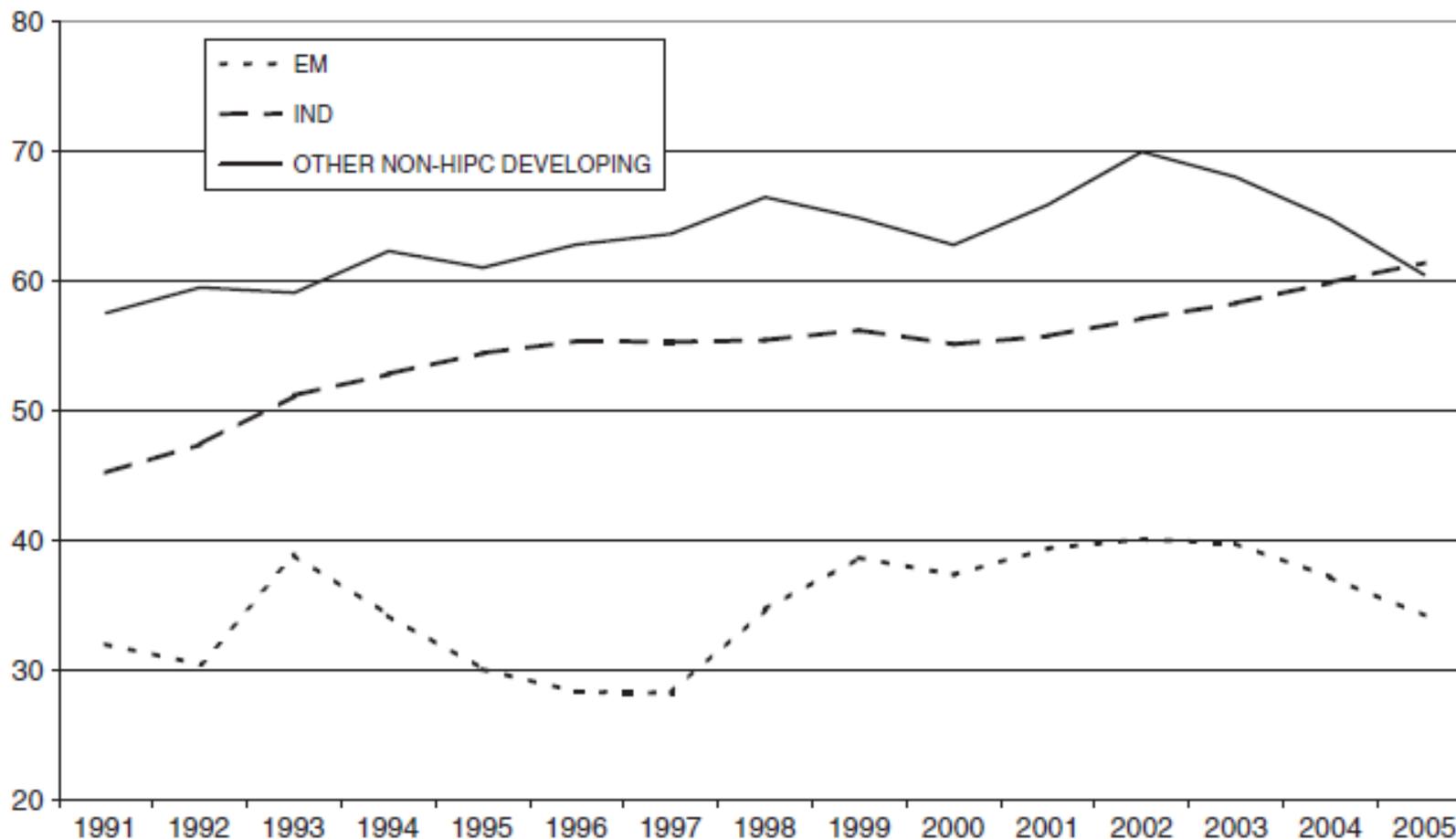


## TEMA 18.

### 1. INTRODUCCIÓN.

- El Sistema de Cuentas Nacionales, SEC-95, distingue entre las siguientes categorías de endeudamiento:
  - Dinero y depósitos.
  - Valores distintos de las acciones, excluyendo los derivados financieros.
  - Préstamos.
- Otros tipos:
  - Strips. Consisten en la descomposición de un título en unos nuevos valores—*strips*— con rendimiento implícito (bonos cupón cero) procedentes de los flujos de caja correspondientes a los cupones y al principal de dicho valor; la fecha de vencimiento y el valor de reembolso de aquellos valores coinciden con los de los cupones y el principal del activo originario.
  - Repos. El comprador acuerda, en el momento de la compra, tanto el precio de adquisición como la fecha en que la entidad recomprará la deuda y el precio al que se realizará dicha recompra. Por tanto, el inversor puede conocer la rentabilidad desde el primer instante, que viene dada por la diferencia entre el precio de venta y el de compra del valor.

### Deuda Pública en el mundo (% del PIB). (Medias ponderadas).



EM: Países emergentes; IND: Países industrializados; HIPC: Países Pobres Altamente Endeudados.  
Fuente: Jaimovich and Paniza. *Applied Economic Letters*, Vol. 17-2010.

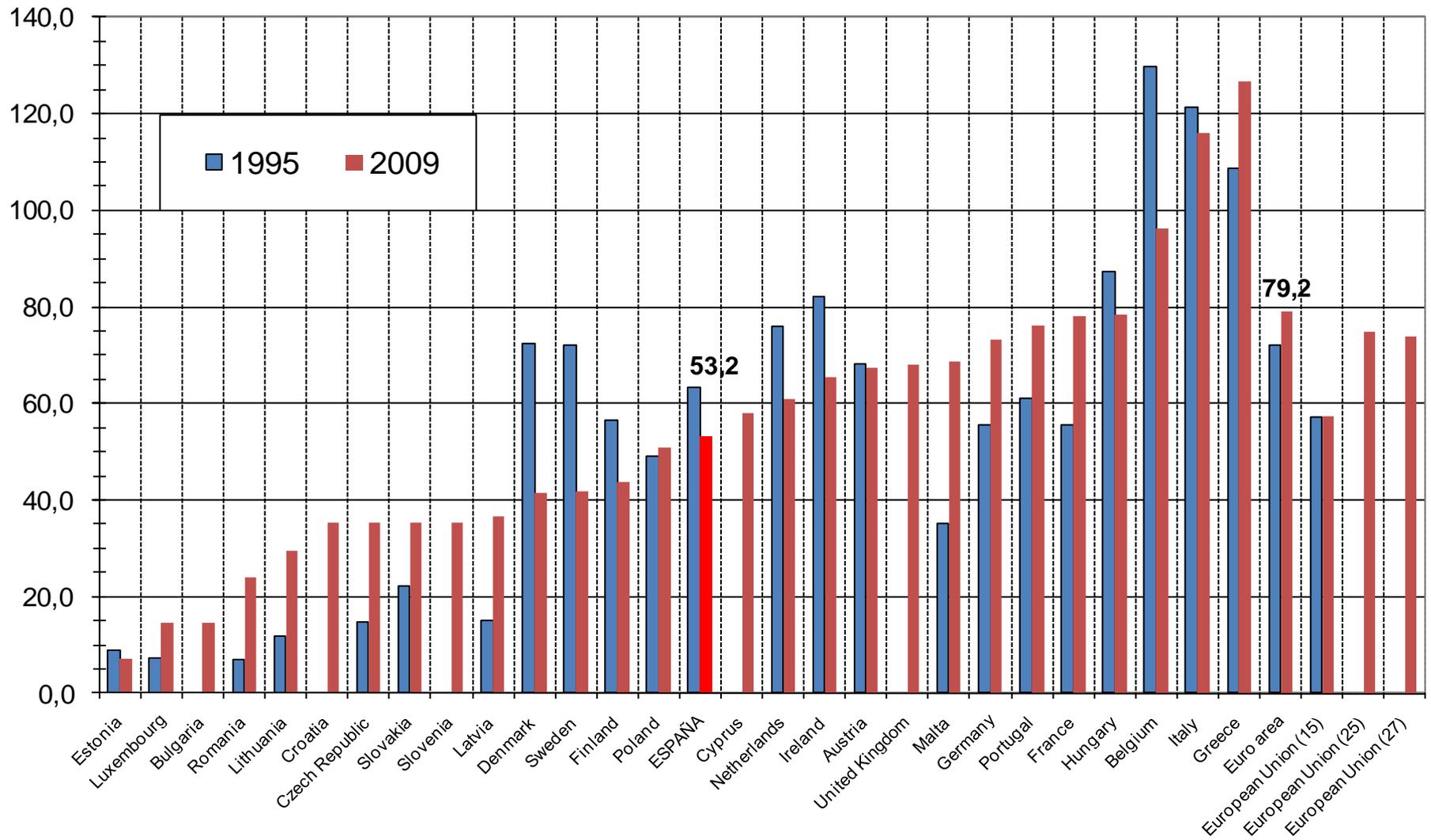
### Deuda Pública de los HIPC (% del PIB).



HIPC: Países Pobres Altamente Endeudados.

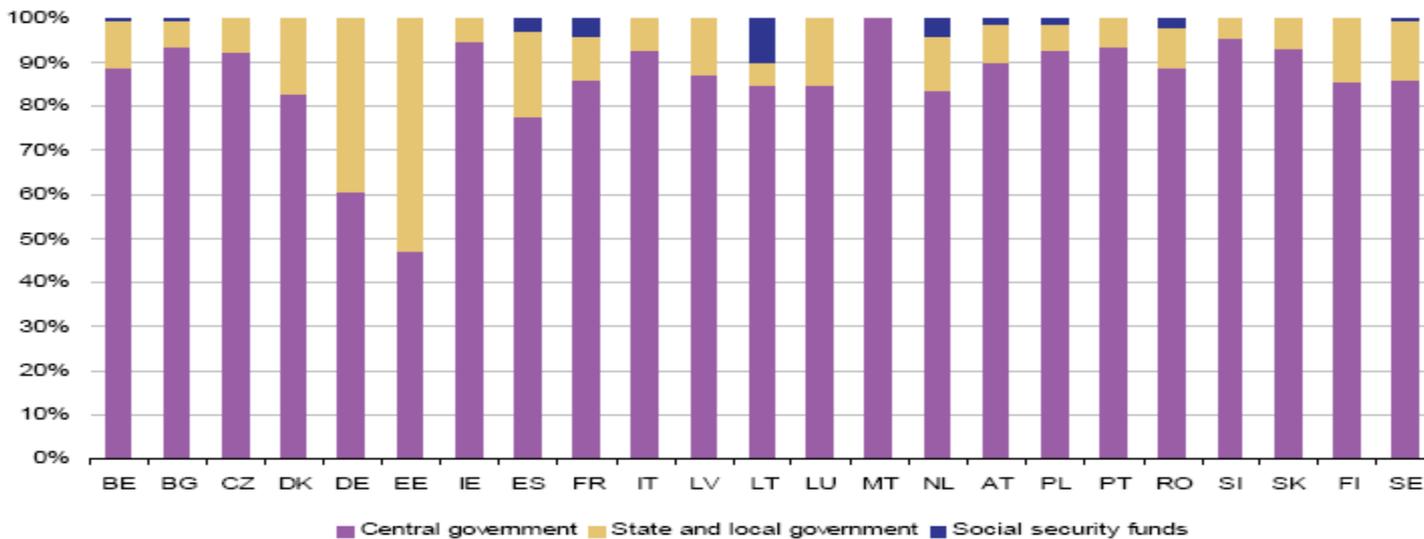
Fuente: Jaimovich and Paniza. *Applied Economic Letters*, Vol. 17-2010.

## Deuda Pública en % PIB, 1995 y 2009

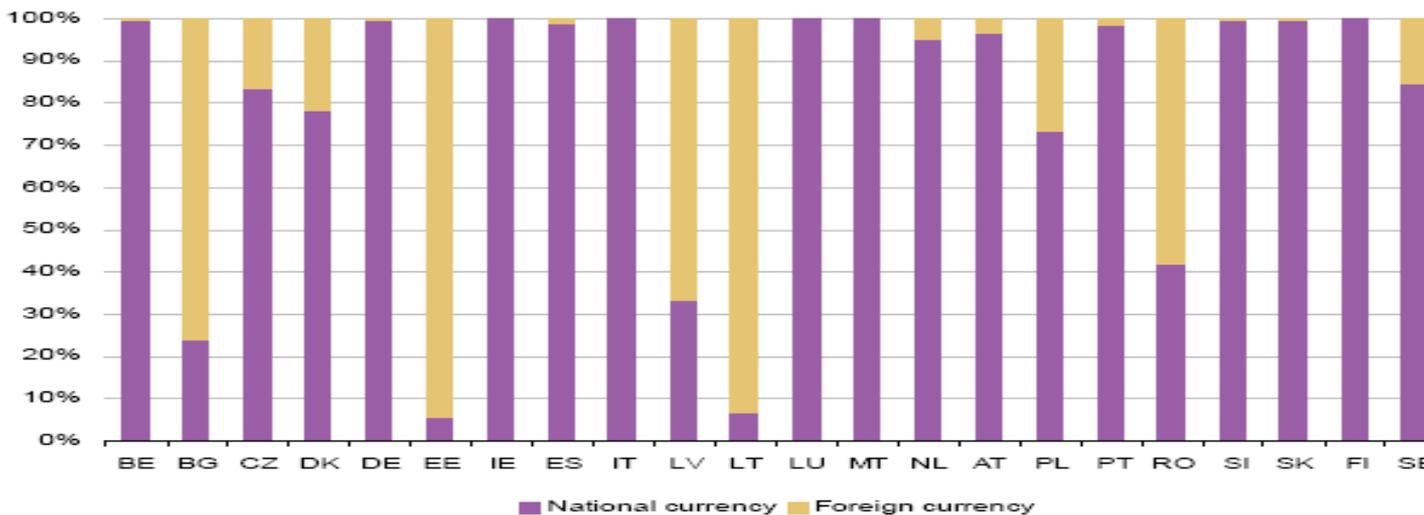


Fuente: Eurostat y elaboración propia.

## UE- Deuda según subsectores de las Administraciones Públicas, en 2009

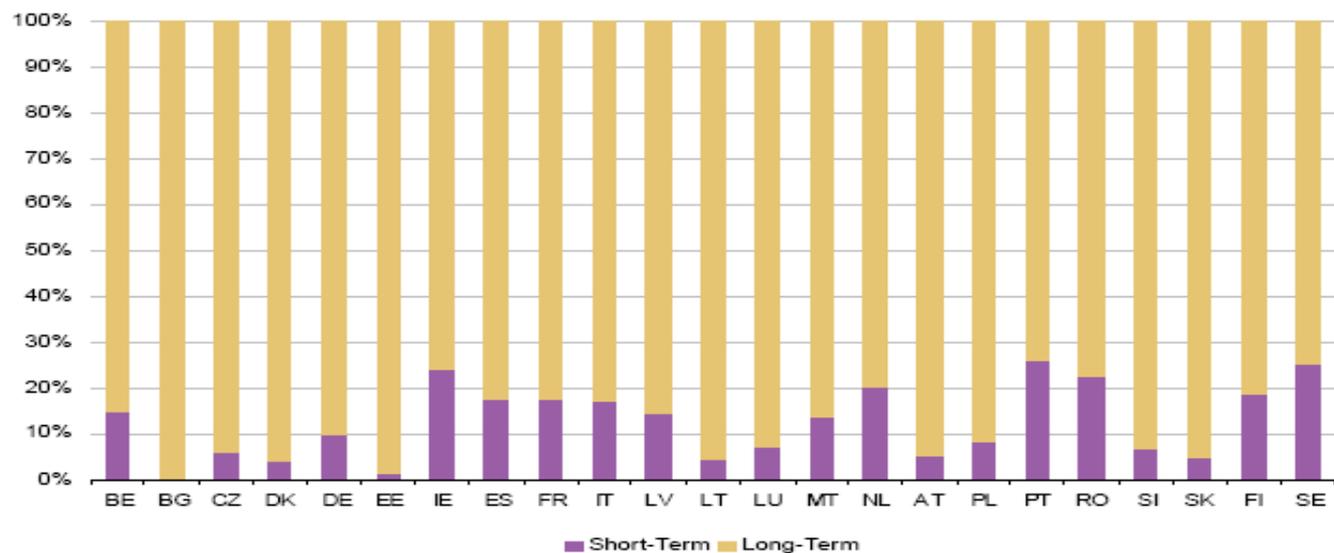


## UE- Deuda según la moneda en que se emite en 2009

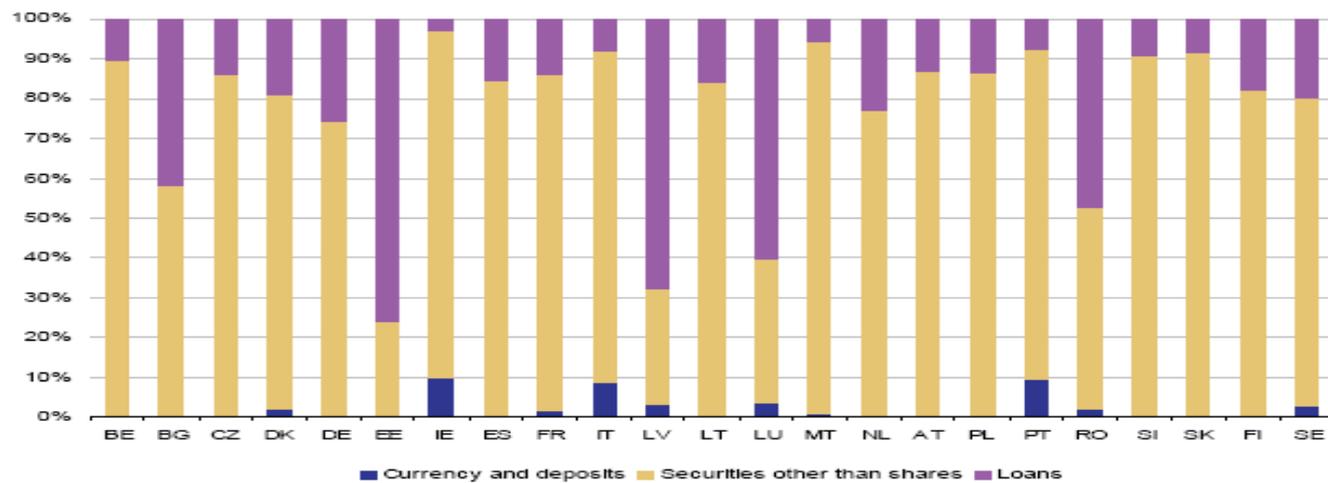


Fuente: Eurostat, *Statistics in focus*, nº3-2011.

## UE- Deuda según su madurez en 2009



## UE- Deuda por clases en 2007



Fuente: Eurostat, *Statistics in focus*, nº3-2011.



## TEMA 18.

### 2. EL CICLO VITAL DE LA DEUDA.

- A. EMISIÓN.** Es la petición de un préstamo en determinadas condiciones o características, entre las que destacan:
- Importe global.
  - Valor monetario de cada título, incluyendo la moneda.
  - Institución responsable.
  - Carácter interno o externo.
  - Transferencia de la propiedad de los títulos, que pueden ser nominativos o al portador.
  - Precio de emisión, que puede ser *a la par* –idéntico al valor nominal del título-; o *por debajo de la par* –a un precio inferior al valor nominal del título-.
  - Tipo de interés.
    - Fijo o variable.
    - *Explícito* –el pago se hace en unos plazos establecidos, trimestral, anual, etc.-; o *implícito* –en cuyo caso el interés se capitaliza, descontándose del valor de adquisición del título, siendo la rentabilidad la diferencia entre el valor de adquisición y el valor nominal de reembolso.



## TEMA 18.

### 2. EL CICLO VITAL DE LA DEUDA.

#### A. EMISIÓN (fin).

- Plazo de vencimiento.
- Tipo de garantía: en algunos casos la deuda puede estar afectada a recursos que garanticen la devolución del capital, por ejemplo a los ingresos de aduanas.
- Régimen fiscal: forma de tributación y, en su caso, exenciones o desgravaciones.
- Procedimientos:
  - Subasta competitiva, que puede ir seguida de un procedimiento de suscripción pública. Es el método más utilizado.
  - Oferta pública.
  - Métodos competitivos entre un número restringido de entidades autorizadas que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el llamado *mercado secundario de deuda pública*, mercado que existe para los grandes inversores o inversores institucionales, pues los particulares invierten en las bolsas de valores.



## TEMA 18.

### 2. EL CICLO VITAL DE LA DEUDA.

- B. SUSCRIPCIÓN.** Es la decisión acerca de las personas, físicas o jurídicas, a las que se les va a proponer la adquisición.
- Los destinatarios pueden ser particulares, entidades financieras no bancarias, bancos y cajas de ahorro o el Banco Central.
  - Una vez hecha la suscripción, los títulos pasan a ser activos financieros que pueden ser objeto de negociación en los mercados de capitales, con lo que su cotización puede estar por encima o por debajo de su valor nominal. La rentabilidad se mide en este caso por la tasa interna de retorno (TIR).
- C. CONVERSIÓN.** Es la reducción en el tipo de interés con el consentimiento de los acreedores. Su principal efecto es la reducción de la carga financiera. Para que pueda llevarse a cabo necesita del consentimiento de los acreedores y que el tipo de interés del mercado haya descendido por debajo del interés devengado por la deuda pública.
- D. EXTINCIÓN.** Hay que diferenciar entre la deuda amortizable y la deuda perpetua.



## TEMA 18.

### 2. EL CICLO VITAL DE LA DEUDA.

#### D. EXTINCIÓN (Cont.).

- Si la deuda es perpetua, no hay obligación de amortizar los títulos. La deuda perpetua puede ser:
  - *No denunciabile*.
  - *Denunciabile*: los acreedores no pueden pedir la devolución del capital, pero el Estado si que puede amortizarla.
- Si la deuda deja de ofrecer derechos económicos y se produce el reembolso del capital, la deuda se extingue y se habla de amortización. Modalidades:
  - *Con reembolso o vencimiento fijo*, el capital se reembolsa de una vez en la fecha de vencimiento.
  - *Amortizable por anualidades temporales*, en la que el capital se abona por partes, por ejemplo cada año, junto con los intereses.
  - *Amortizable con anualidades vitalicias*, pagándose al acreedor una renta hasta su fallecimiento.
  - *Amortizable por sorteo*, cuando la devolución del capital en anualidades sólo se aplica a un número de títulos a sorteo.



## TEMA 18.

### 2. EL CICLO VITAL DE LA DEUDA.

#### D. EXTINCIÓN (Fin.).

- En el caso de la amortización por *anualidades*, estas pueden ser crecientes, constantes o decrecientes:
  - Si la anualidad es creciente, la cuota de amortización será creciente y la cuota de intereses será decreciente, al calcularse sobre un capital cada vez menor.
  - Si la anualidad es constante, se llama amortización francesa, en la cual el capital se amortiza de forma creciente y por ello los intereses son decrecientes.
  - Si la anualidad es decreciente, la cuota de intereses disminuirá en cada periodo, siendo la cuota de amortización constante.
- Se puede producir una *amortización anticipada* por:
  - Renuncia voluntaria del propietario del título.
  - Repudio de la deuda por el Estado, que decide no pagarla.
  - Conversión, lo que supone un canje por otros títulos y para los que no la acepten se producirá la amortización anticipada.
  - Amortización por autocartera, cuando el Estado compra los títulos de deuda en el mercado y los “destruye”.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

---

- Hay una diversidad de explicaciones teóricas e interpretaciones sobre el funcionamiento de la deuda pública, sobre su incidencia en el sistema financiero, sobre las razones que aconsejan su utilización y sobre la función que debe desempeñar en la financiación pública.
- Cuatro concepciones teóricas:
  - La concepción clásica.
  - La nueva ortodoxia (la deuda pública como activo nacional).
  - La revisión de la nueva ortodoxia.
  - La nueva macroeconomía clásica.
- En las concepciones teóricas hay al menos tres puntos sobre los que se discute:
  - La diferencia entre la deuda pública y la deuda privada.
  - La diferencia entre la deuda pública interior y la exterior.
  - La traslación de la carga a las generaciones futuras.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

#### 3.1. La concepción clásica de la deuda pública.

- La hipótesis de partida es que hay una situación de pleno empleo de los recursos o cumplimiento de la ley de Say.
- 1A) La deuda pública ha de utilizarse para financiar gastos públicos *auto-liquidables*, entendiendo por tales los proyectos que aumentan la base impositiva futura y, por ello, permiten pagar el servicio (intereses más amortizaciones) sin tener que aumentar los impuestos. Pero esos proyectos no tienen por qué ser en bienes patrimoniales (cemento y ladrillos), pues un aumento del sueldo de los maestros mejora la productividad y rentabilidad del gasto, pero no la hace la construcción de un polideportivo público, que estará exento de impuestos. Por tanto, la deuda pública es similar a la deuda privada.
- 1B) La deuda pública interior es diferente de la exterior, pues no minora recursos del ahorro interno. La deuda exterior afecta a la Balanza de Pagos, pues habrá que aumentar las exportaciones para pagar los intereses y devolver el principal.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

---

1C) La deuda pública permite evitar los efectos secundarios de los tributos, al repartir el coste de la financiación de los gastos a lo largo del tiempo, actuando como muelle, así como permite financiar gastos extraordinarios, y por ello supone una transferencia de la carga financiera a las generaciones futuras.

#### 3.2. La deuda pública como activo nacional.

- La hipótesis de partida es la tesis de Keynes de que puede haber equilibrio con subocupación. De acuerdo con Hansen y Lerner, la deuda pública se puede utilizar al servicio de la política de pleno empleo, para permitir la expansión del gasto público, llenando el vacío entre la oferta de disponibilidades de ahorro y la menor demanda efectiva.

2A) La deuda pública es diferente de la deuda privada, ya que la deuda privada es externa para el emisor, mientras que la deuda pública nos la debemos a nosotros mismos.

2B) Deuda pública interior y exterior son diferentes, la primera origina gastos de transferencia y la segunda gastos reales.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

2C) La deuda pública no se traslada a las generaciones futuras, pues lo que importa es cuándo se realiza el gasto público, con independencia de la fuente de financiación.

#### 3.3. La revisión de la “nueva” ortodoxia.

- Su principal teórico es James Buchanan, quien en su trabajo de 1958 parte de varias hipótesis: a) hay pleno empleo; b) la emisión de deuda tiene como fin financiar un proyecto de gasto real y no el de compensar la caída en la demanda efectiva; y c) los recursos que obtiene el Estado pueden utilizarse productivamente o despilfarrarse.
- 3A) La deuda pública es semejante a la deuda privada, pues lo único que importa en ambas es que la pérdida de recursos del prestamista se compense con la productividad obtenida del proyecto financiado con deuda.
- 3B) No existe una diferencia esencial entre deuda interna y deuda externa, lo que importa es el tipo de interés. La emisión de deuda externa si hace que la corriente futura de renta privada sea mayor, al utilizar ahorro extranjero.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

3C) utilizando un enfoque micro-económico, Buchanan sostiene que la deuda pública se traslada a las generaciones futuras, pues la transferencia de recursos del sector privado al público se realiza gracias a que los prestamistas han considerado conveniente cambiar consumo presente por consumo futuro y los que pagan el proyecto público son los contribuyentes a los que se les pedirá los impuestos necesarios para pagar en el futuro el servicio de la deuda.

#### 3.4. La nueva macroeconomía clásica.

- Parte de la hipótesis de “expectativas racionales” (Robert Lucas), según la cual las personas forman sus expectativas utilizando toda la información disponible, anticipando las políticas fiscales, por lo que sus efectos sobre la economía real serán nulos. Cualquier aumento en el gasto público se traducirá en una reducción del gasto privado y cualquier aumento de la cantidad de dinero sólo tendrá consecuencias sobre el nivel de precios. Los mercados se ajustan con rapidez y no cabe esperar desequilibrios en el largo plazo.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

- Robert Barro, plantea si puede hablarse de transferencia de la carga a generaciones futuras cuando la generación actual tiene previsión perfecta y se preocupa del bienestar de sus herederos dejándoles herencia.
- En este contexto, recogiendo una sugerencia, desechada, de David Ricardo, según la cual la deuda pública de hoy es equivalente a impuestos en el futuro, formula el llamado “teorema de la equivalencia ricardiana”, por el que los efectos del gasto público serán los mismos si se financian con deuda o con impuestos, al ser equivalentes y la deuda es neutral.
- Si la generación actual sabe que la emisión de deuda supone una carga para la futura, que se traducirá en un mayor nivel de impuestos, incrementará su nivel de ahorro para legar a sus herederos los medios necesarios para hacer frente a la mayor fiscalidad futura, por lo que no habrá traslación de la deuda. En el periodo actual el ahorro público crece lo mismo que cae el ahorro privado y el ahorro total no cambia.
- Al tratar de contrastar esta hipótesis empíricamente, los resultados no la confirman (en algún caso sólo parcialmente).



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

- Por otra parte, la tesis de la equivalencia ricardiana se ve afectada por cuatro factores.
  - a. Miopía de los agentes, pues no todos los consumidores son previsores perfectos, pudiendo ver algunos la reducción de impuestos como un premio inesperado.
  - b. Restricciones crediticias, pues algunos consumidores no pueden pedir prestado lo suficiente para alcanzar su consumo deseado (u óptimo) y se gastan el recorte de impuestos.
  - c. Aumento en el bienestar, pues si los consumidores esperan que la carga del recorte impositivo recaiga en las generaciones futuras, entonces una reducción de impuestos ahora puede aumentar su sensación de bienestar, por lo que aumentan su gasto.
  - d. Crecimiento de la economía y sostenibilidad de la deuda, pues la evolución a lo largo del tiempo de la ratio deuda/renta depende de la tasa de crecimiento de la economía y del tipo de interés del mercado, pudiendo ocurrir que aún teniendo el sector público un déficit primario (diferencia entre ingresos y gastos sin incluir los intereses de la deuda) el endeudamiento se vaya reduciendo sin tener que subir los impuestos.



## TEMA 18.

### 3. Concepciones teóricas de la deuda pública.

---

- La cuestión de la “carga” generacional de la deuda, que dio lugar a un amplio debate académico a partir de la publicación del trabajo de Buchanan, exige prestar atención a tres cuestiones distintas.
  - a. El propio concepto de “carga” asociada al gasto público, pues con independencia de la forma de financiación del gasto, hay que distinguir entre carga bruta y carga neta, siendo esta última la resultante de restar de aquella la productividad del gasto público.
  - b. El concepto de generación. Una primera acepción se refiere al conjunto de personas que conviven en un momento dado, en cuyo caso los intereses de la deuda (interna) y su amortización son transacciones internas a la generación y nunca pueden suponer una traslación a otra generación futura. En una segunda acepción, una generación serían las personas de la misma edad, por lo que sino existe correspondencia entre los servicios recibidos y los pagos realizados por cada una, se pueden producir desplazamientos interpersonales de la carga.
  - c. Si existe o no una carga diferencial precisamente por el hecho de que el gasto público se financie con deuda.



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

En este apartado se trata de estudiar los factores determinantes del coste/riesgo sobre los que habrá que decidir a la hora de emitir deuda pública.

- **Tipo de interés.** La opción es entre un tipo de interés fijo o uno variable, lo que dependerá de la opinión que se tenga sobre la evolución de los tipos de interés. En España toda la deuda se emite a tipo de interés fijo.
- **Plazo de emisión.** Hay dos elementos a considerar. Uno es que la elección de la vida media de la deuda debe aproximarse al plazo de maduración de las inversiones que financia. El otro tiene que ver con el calendario de amortizaciones de la deuda. También debe tenerse en cuenta la pendiente de la curva de tipos de interés.
- **Forma de instrumentarse.** Se puede elegir entre créditos bancarios, mediante celebración de subastas o mediante suscripción pública.



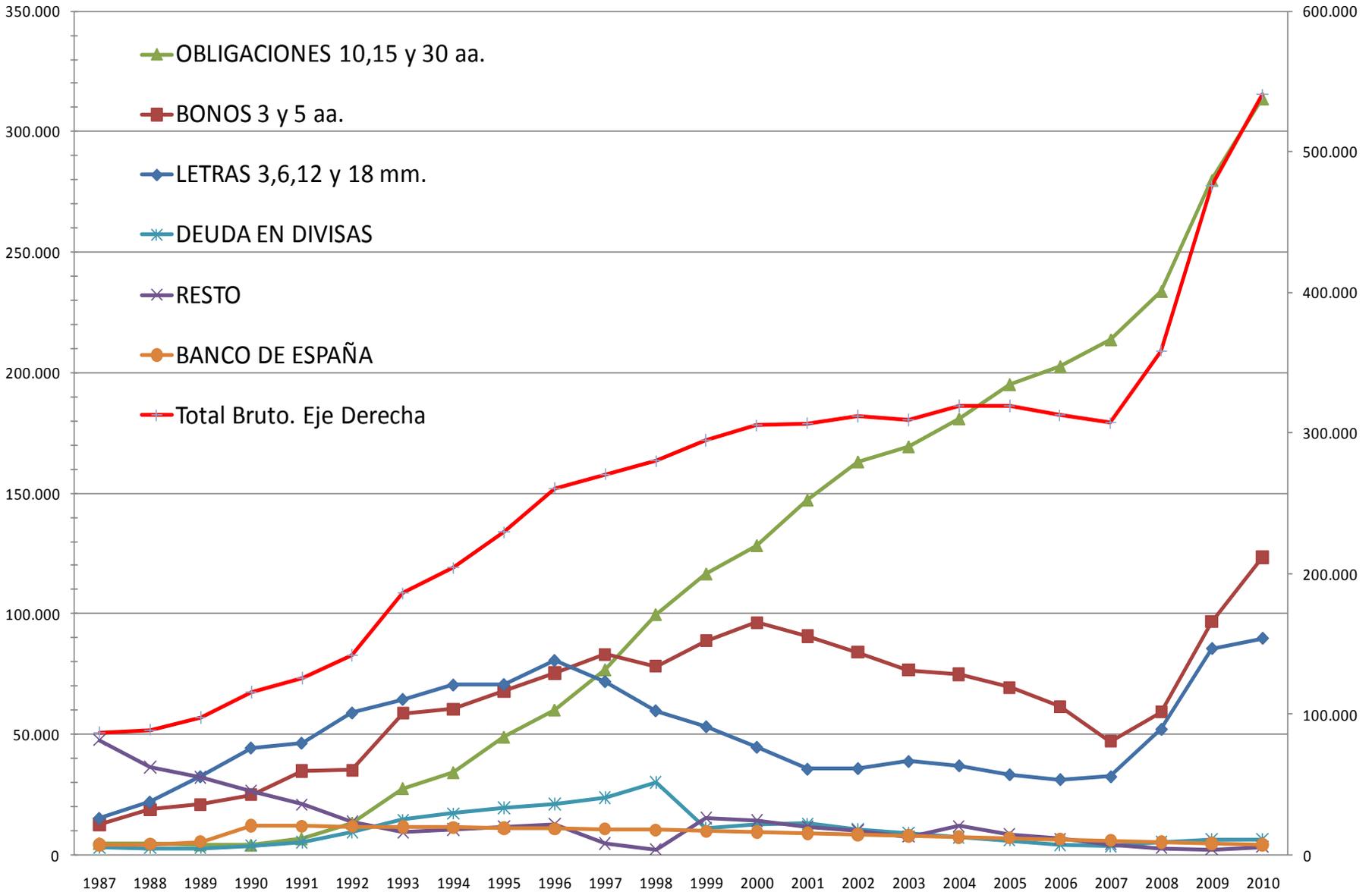
## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

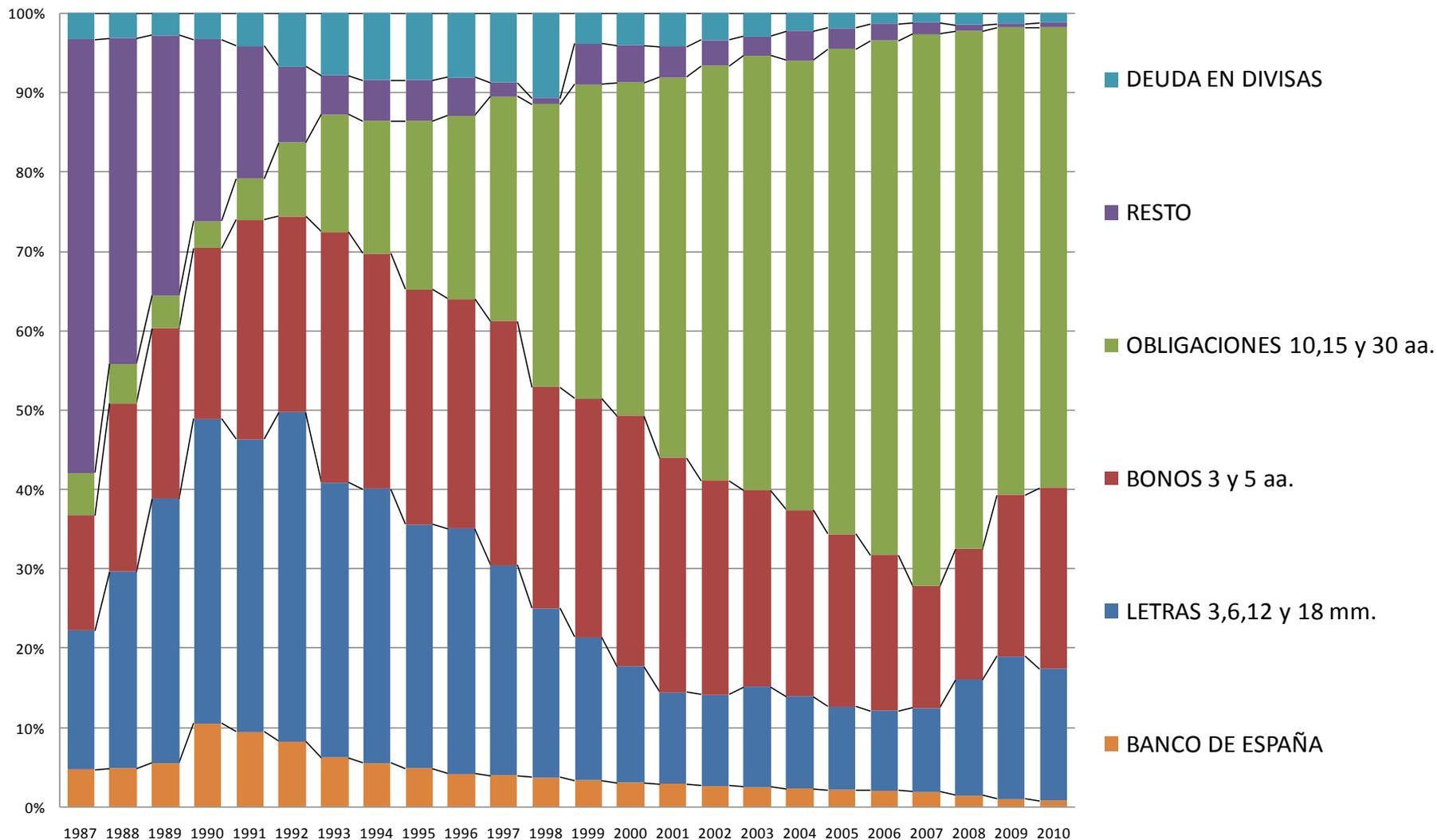
- **Elección de vencimientos.** La deuda puede utilizarse para cubrir desfases de tesorería en un ejercicio presupuestario, es la deuda a corto plazo (en España se denomina Letras del Tesoro), o puede utilizarse para cubrir gastos extraordinarios (en España son los bonos y las obligaciones).
- **Divisa.** La decisión sobre la divisa en que se denomina la deuda y la propia decisión de acudir a los mercados exteriores depende de un amplio conjunto de variables que va más allá de las de carácter estrictamente financiero. Si la deuda se emite a tipos de interés variable hay que asumir el riesgo del tipo de cambio (aunque existen instrumentos “derivados” para ello como el “swap” o permuta financiera, un contrato por el cual dos partes se comprometen a intercambiar una serie de cantidades de dinero en fechas futuras, normalmente referenciados a tipos de interés).

## Deuda Pública del Estado por instrumentos (Millones de euros)



Fuente: Dirección General del Tesoro y elaboración propia.

## Deuda Pública del Estado por instrumentos (Millones de euros)



Fuente: Dirección General del Tesoro y elaboración propia.



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

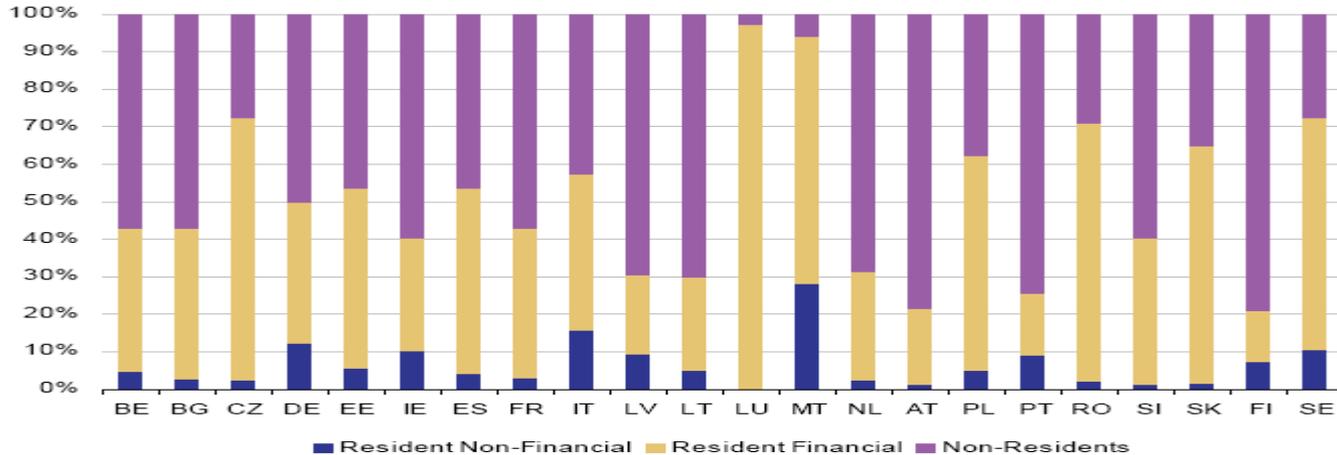
- **La cuestión de la solvencia.**
  - Una parte importante de la deuda pública esta en manos de no residentes en el país, con independencia de que sea deuda interior o exterior, pues la deuda se negocia en los mercados de valores. Esto hace que se valore la solvencia del país para asumir sus compromisos, en lo que no sólo influye el coste de la deuda.
  - Para ello se utiliza la llamada **prima riesgo-país**, que es el diferencial de tipos de interés de la deuda de un país con respecto a otro. El concepto de Riesgo País está asociado a la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda pública de un país, expresado como una prima de riesgo. En la determinación de esta prima de riesgo influyen factores económicos, financieros y políticos que pueden afectar la capacidad de pago de un país.
  - El Riesgo País se mide en puntos básicos (cada 100 puntos equivalen a un punto porcentual), por esto cuando se escucha que el índice de Riesgo País es de 1.200 puntos, en realidad se está diciendo que el bono del país emisor paga un 12% adicional sobre la tasa de los bonos del país que se considera más seguro, por ejemplo Alemania.



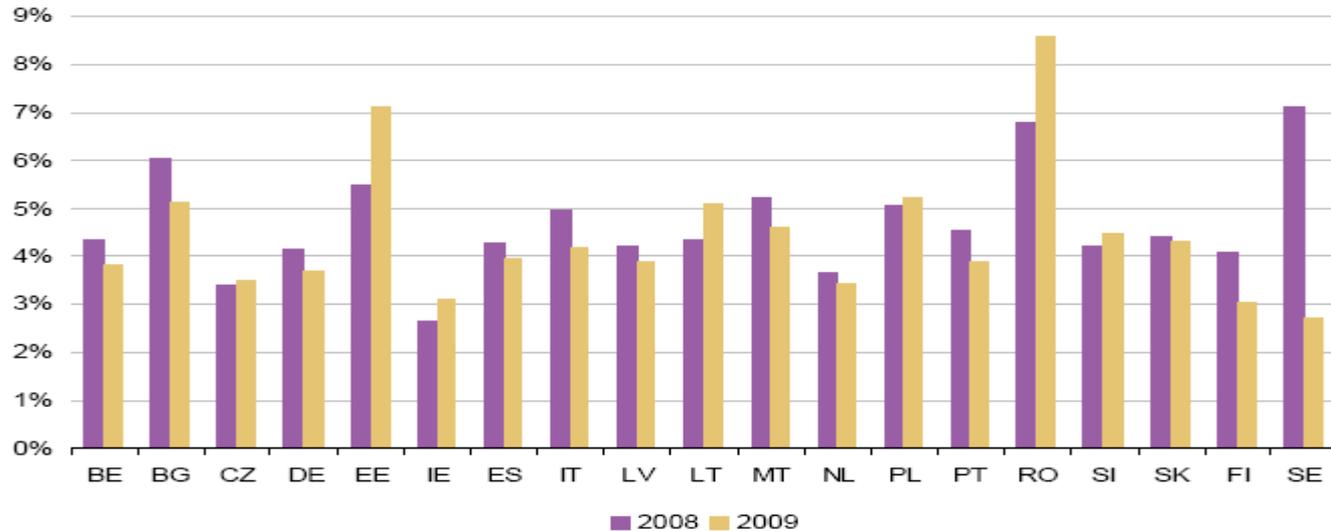
# TEMA 18.

## 4. La administración de la deuda pública.

UE- Desglose de la deuda según los tenedores, 2009



UE- Coste aparente de la deuda (intereses sobre valor nominal), 2006 y 2007



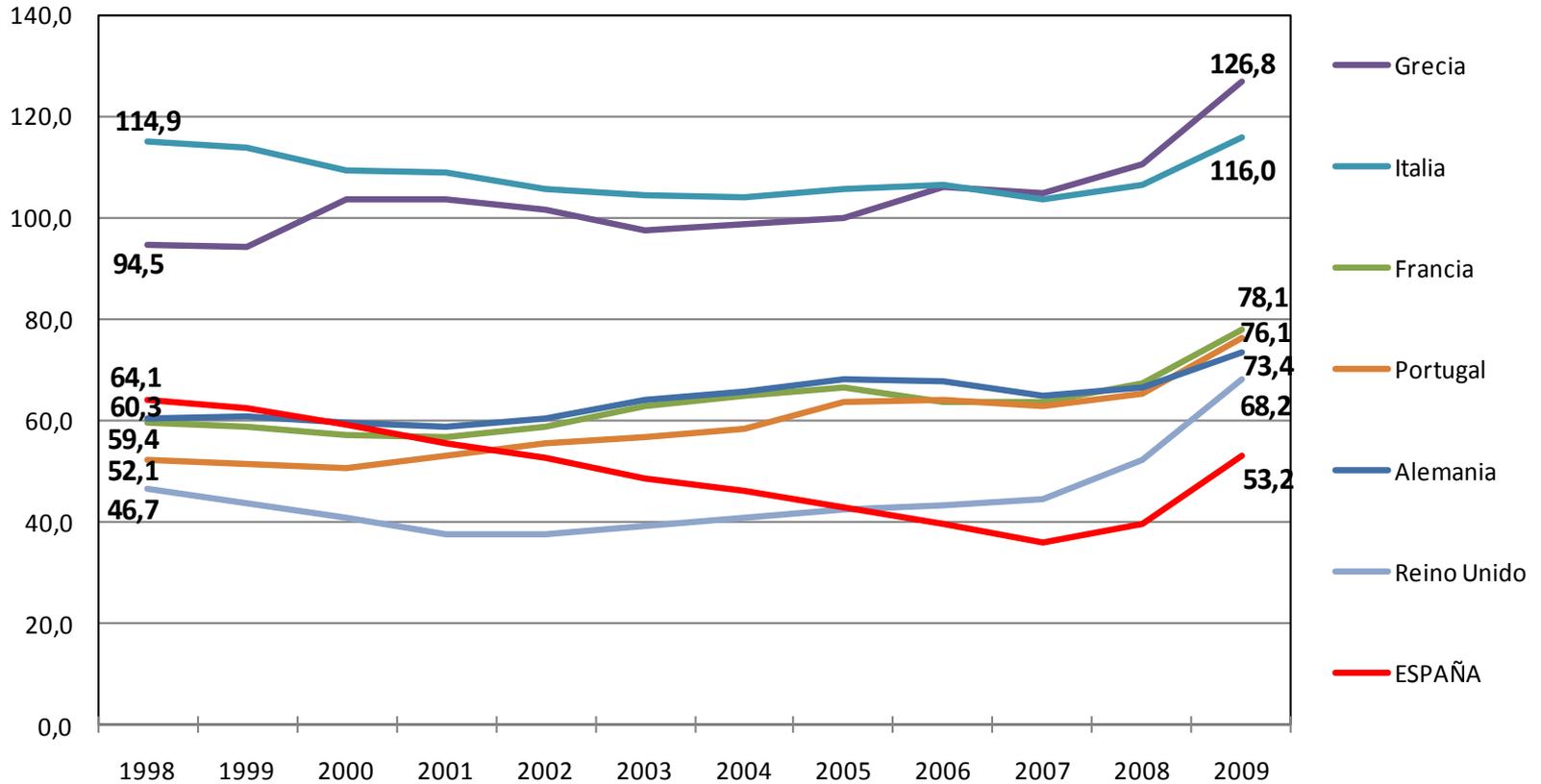
Fuente: Eurostat, *Statistics in focus*, nº3-2011.



# TEMA 18.

## 4. La administración de la deuda pública.

### Deuda Pública en % del PIB



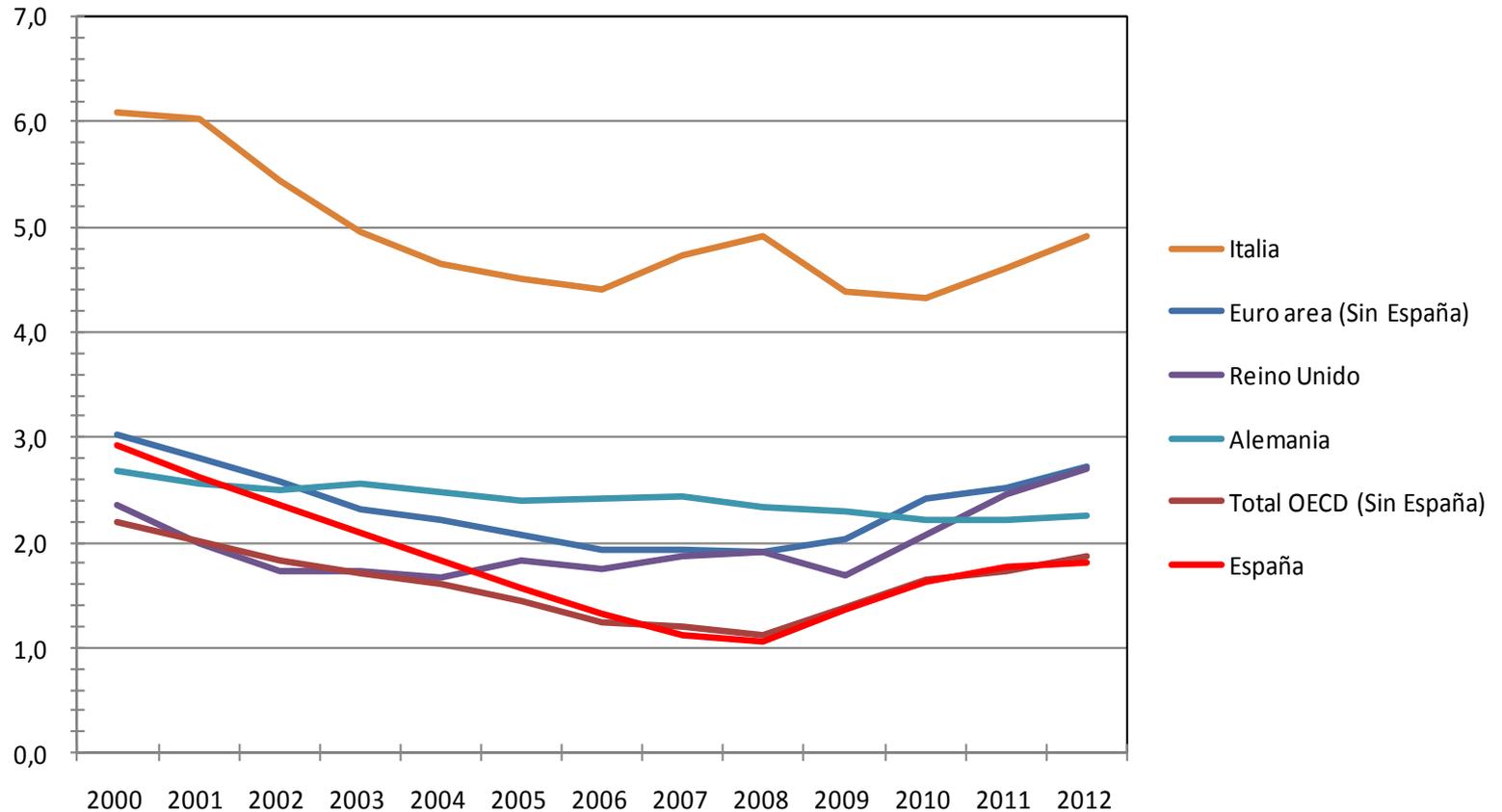
Fuente: Eurostat y elaboración propia



# TEMA 18.

## 4. La administración de la deuda pública.

Intereses de la deuda pública neta de las AA. PP. en % del PIB



Fuente: OECD Economic Outlook, nº 88, November 2010 y elaboración propia.



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

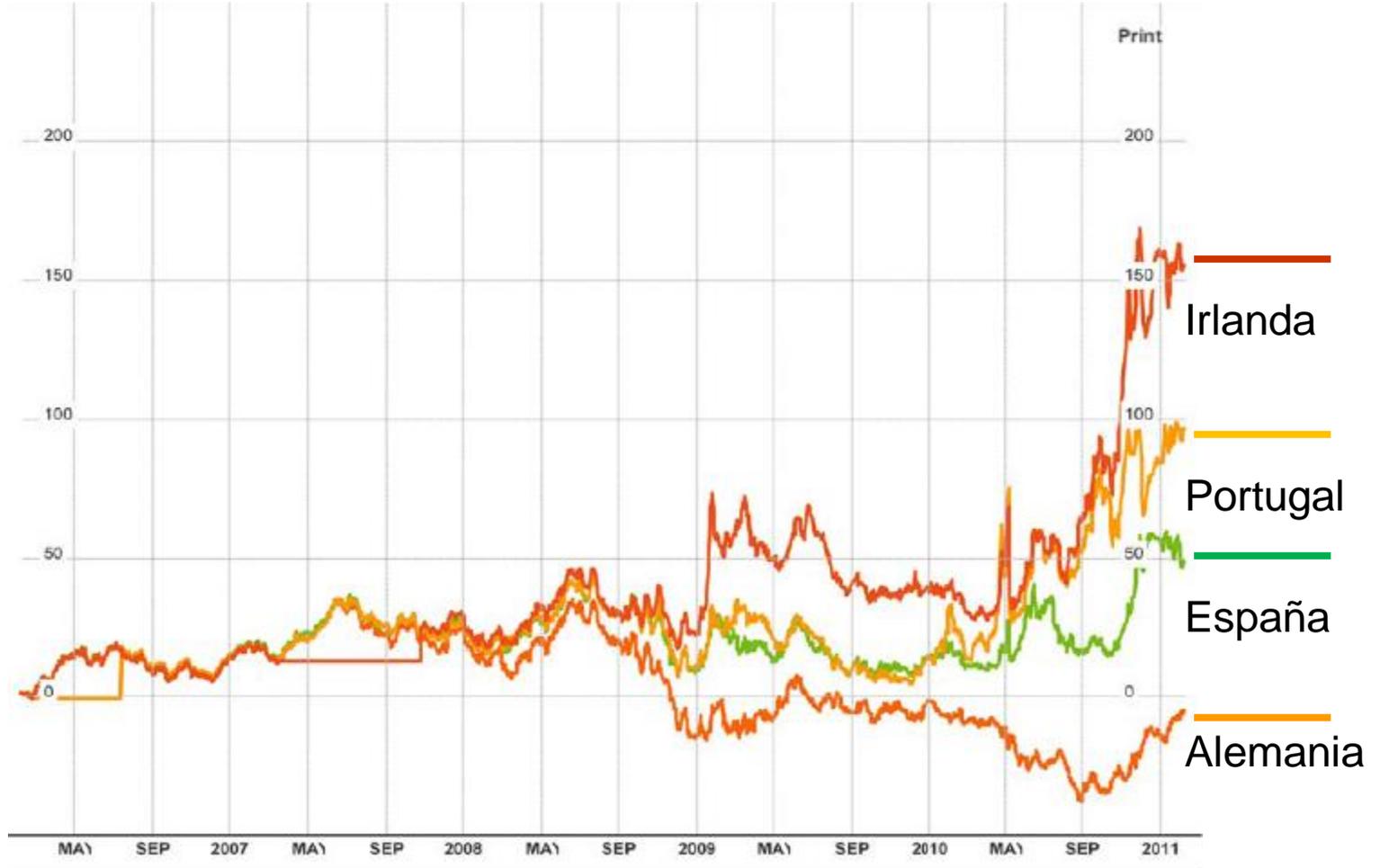
- Durante todo el año 2010 se ha venido diciendo que la economía española no va a poder pagar su deuda, haciendo comparaciones con Grecia y Portugal, dado el alto nivel de déficit público y el crecimiento previsto de la deuda pública para financiarlo.
- Para medir cuánto le cuesta al Estado endeudarse, se utiliza el diferencial del bono español a diez años con el alemán. Como muestra el gráfico, empezó a subir a partir de mayo de 2009, habiendo llegado a un máximo a principios de 2011. Si a principios de febrero la rentabilidad del bono alemán era de 3,209%, la del español era de 5,012%, lo que significa que un bono español a 10 años tenía que pagar casi 2 puntos porcentuales más que la deuda del Estado alemán para que lo compraran los inversores.
- Pero el diferencial es muy superior por ejemplo en los casos de Irlanda y Portugal,



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

#### Diferencial de la deuda con el bono alemán a 10 años



Fuente: Bloomberg (extraído el 06-02-2011)



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

- Otra forma en que se mide el Riesgo País es basándose en la confiabilidad crediticia percibida del emisor. Se utilizan los análisis de casas calificadoras de riesgo, también llamadas agencias de “rating”, como Moody's Investors Services o Standard & Poors, las cuales asignan un grado de calificación de riesgo crediticio para los títulos emitidos por los diferentes países. En ambos sistemas las calificaciones van desde bonos de alto grado de inversión, que son los de menor riesgo, hasta los bonos de calificación “no inversión”, que son los bonos de mayor riesgo de crédito en el mercado (estas calificaciones se fijan por factores similares a los mencionados y hay que estar conscientes que tiene un alto grado de subjetividad porque dependen de las percepciones personales de los analistas).
- A principios de febrero de 2011 la prima de riesgo respecto al bono alemán para España de 189,9 puntos básicos, es decir 0,189, para Portugal era de 331,7 y para Irlanda de 567,0, pero estos valores cambian día a día según el “humor” de los mercados financieros.



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

- Una medida más de moda de la prima de riesgo es el **CDS** (*credit default swap*), que es un seguro que cubre a un inversor del riesgo de que España no pueda pagar su deuda a cambio de una prima. Cuanto mayor sea esta prima, mayor es el peligro que percibe el mercado.
- A principios de febrero de 2011 el CDS de España a 5 años alcanzó los 226,9 puntos básicos, que puede compararse con los niveles anteriores a la crisis, alrededor de 2 puntos básicos. Esos 226 puntos significan que asegurar 10 millones de euros en bonos a cinco años tendría un coste de 226.900 euros. En la misma fecha para Portugal el CDS estaba en 407,5 puntos y para Irlanda en 554,2 puntos.
- Pero todos estos indicadores de solvencia están muy influidos, como señala Paul Krugman (*New York Times*, 5-2-2010; *El País*, Negocios, 21-2-2010), por la histeria, provocada por una estrategia política que consiste en dañar la imagen del presidente Obama y paralizar su programa político. ¿No hay un paralelismo con los gobiernos social-demócratas de Grecia, Portugal y España, tras la herencia dejada por los gobiernos conservadores que les precedieron?



# TEMA 18.

## 4. La administración de la deuda pública.

### Credit Default Swap de España



Fuente: Bloomberg (extraído el 6-2-2011)



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

“A mí —y no soy el único— el repentino brote de histeria por el déficit me recuerda al pensamiento de grupo que imperaba durante el periodo previo a la guerra de Irak. Ahora como entonces, las afirmaciones dudosas, no respaldadas por pruebas fehacientes, se lanzan como si se hubiesen confirmado más allá de toda duda. Ahora como entonces, gran parte del sistema político y de los medios de comunicación han aceptado la idea de que debemos tomar medidas drásticas rápidamente, aun cuando no ha habido ninguna información nueva que justifique esta repentina urgencia. Ahora como entonces, aquéllos que cuestionan la narrativa dominante, independientemente de lo sólidos que sean sus argumentos o su historial, están siendo marginados.”

“Hablemos un momento de la realidad presupuestaria. Al contrario de lo que a menudo se oye, el gran déficit que el Gobierno federal tiene ahora mismo no es consecuencia de un aumento descontrolado del gasto. En lugar de eso, mucho más de la mitad del déficit se debe a la continuada crisis económica, que ha provocado una caída en picado de la recaudación fiscal, ha requerido rescates federales de instituciones financieras y que ha sido contrarrestada—adecuadamente— con medidas temporales para estimular el crecimiento y apoyar la creación de empleo.”



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

---

“La cuestión es que mantener un déficit elevado cuando nos enfrentamos a la peor recesión económica que ha habido desde los años treinta es en realidad lo que hay que hacer. En todo caso, el déficit debería ser mayor de lo que es porque el Gobierno debería hacer más de lo que hace para crear empleo.”

“Es verdad que hay un problema presupuestario más a largo plazo. Ni siquiera la plena recuperación económica equilibraría el presupuesto, y probablemente tampoco reduciría el déficit hasta un nivel sostenible de forma permanente. Así que, una vez que haya pasado la crisis económica, el Gobierno de EE UU tendrá que aumentar sus ingresos y controlar sus gastos.”

“Pero no hay motivo para sentir pánico ante las perspectivas del presupuesto para los próximos años, o incluso para la próxima década.”



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

- **La sostenibilidad de la deuda pública.**
  - Al recoger las críticas a las tesis de la equivalencia ricardiana hemos hecho referencia a la sostenibilidad de la deuda pública.
  - Cuando los volúmenes de deuda crecen regularmente, se plantea la capacidad financiera de la hacienda para hacer frente, en condiciones normales, al servicio de esa deuda.
  - La medida generalmente utilizada es la proporción entre la deuda viva y el PIB. La deuda es “sostenible” si esa proporción se mantiene constante o decrece en el tiempo.

$$\frac{DeudaPública}{PIB} = \frac{\Delta DeudaPública}{\Delta PIB} = k;$$

$$\Delta DeudaPública = i \times DeudaPública; \quad \Delta PIB = g \times PIB;$$

$$\frac{i \times DeudaPública}{g \times PIB} = k; \quad i = g;$$



## TEMA 18.

### 4. La administración de la deuda pública.

- **La sostenibilidad de la deuda pública.**
  - La OCDE está sin embargo utilizando otra medida de la “sostenibilidad” de la deuda pública, basada en el **balance fiscal primario** (el balance fiscal –capacidad o necesidad de financiación- menos los intereses de la deuda).
  - La deuda pública de un país crecerá continuamente como porcentaje del PIB (será “insostenible”) cuando el balance fiscal primario no compense la “carga” del servicio de la deuda a medida que crece la economía. Formalmente e ignorando los efectos de la moneda sobre los tenedores de deuda exterior, la deuda deberá crecer de acuerdo a la siguiente expresión, siendo “*d*” la proporción de la deuda *D* sobre el PIB, “*pb*” el balance fiscal primario en proporción del PIB, “*i*” el tipo de interés de la deuda, “*g*” la tasa nominal de crecimiento del PIB y “*t*” el tiempo:

$$\Delta d_t = -pb_t + \frac{(i_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1}$$



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

- Ventajas y desventajas de utilizar los impuestos, la emisión de dinero, la deuda pública y la venta de patrimonio (privatizaciones) para financiar un aumento del gasto.
- No deberían utilizarse los impuestos:
  - a. Si existe paro forzoso.
  - b. Para financiar una guerra.
  - c. En el caso de gastos rentables.
- La emisión de dinero, a la que inaceptablemente por ideológica se denomina “ingresos de señorío”, pues no estamos en un sistema feudal sino en una democracia, se puede hacer poniendo en circulación monedas o emitiendo billetes, siendo en el Banco Central donde aparecerán los ingresos de la hacienda pública. Los ingresos dependerán de la tasa de crecimiento de la base monetaria y del tipo de interés devengado por los activos adquiridos por el Banco Central. No debería utilizarse la emisión de dinero:
  - a. Porque es muy probable que aumente la tasa de inflación.
  - b. Por medio de la monetización de la deuda.



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

---

- No debería utilizarse la deuda pública:
  - a. Para suavizar el control de la sociedad sobre el incremento del gasto público. Juega aquí el hecho de que la deuda pública puede generar “ilusión financiera” (Puviani), si bien es difícil que sea permanente, lo que remite al debate sobre la neutralidad de la deuda.
  - b. Si la carga por intereses de la deuda supone un nivel impositivo mayor en el futuro, por no aumentar el gasto público la base impositiva futura.
  - c. La deuda pública es un activo que permite regular las oscilaciones del tipo de interés, por lo que debe tenerse en cuenta el impacto que tiene sobre la política monetaria. Lo que remite a la discusión sobre las ventajas comparativas de la política fiscal y la política monetaria.
- Los ingresos procedentes de la enajenación del patrimonio (entre ellos los procedentes de la privatización de empresas públicas), no pueden ser permanentes y por ello su utilización tiene claros límites. Aparte de que en muchos países ha respondido más a consideraciones ideológicas sobre el papel del Estado.



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

---

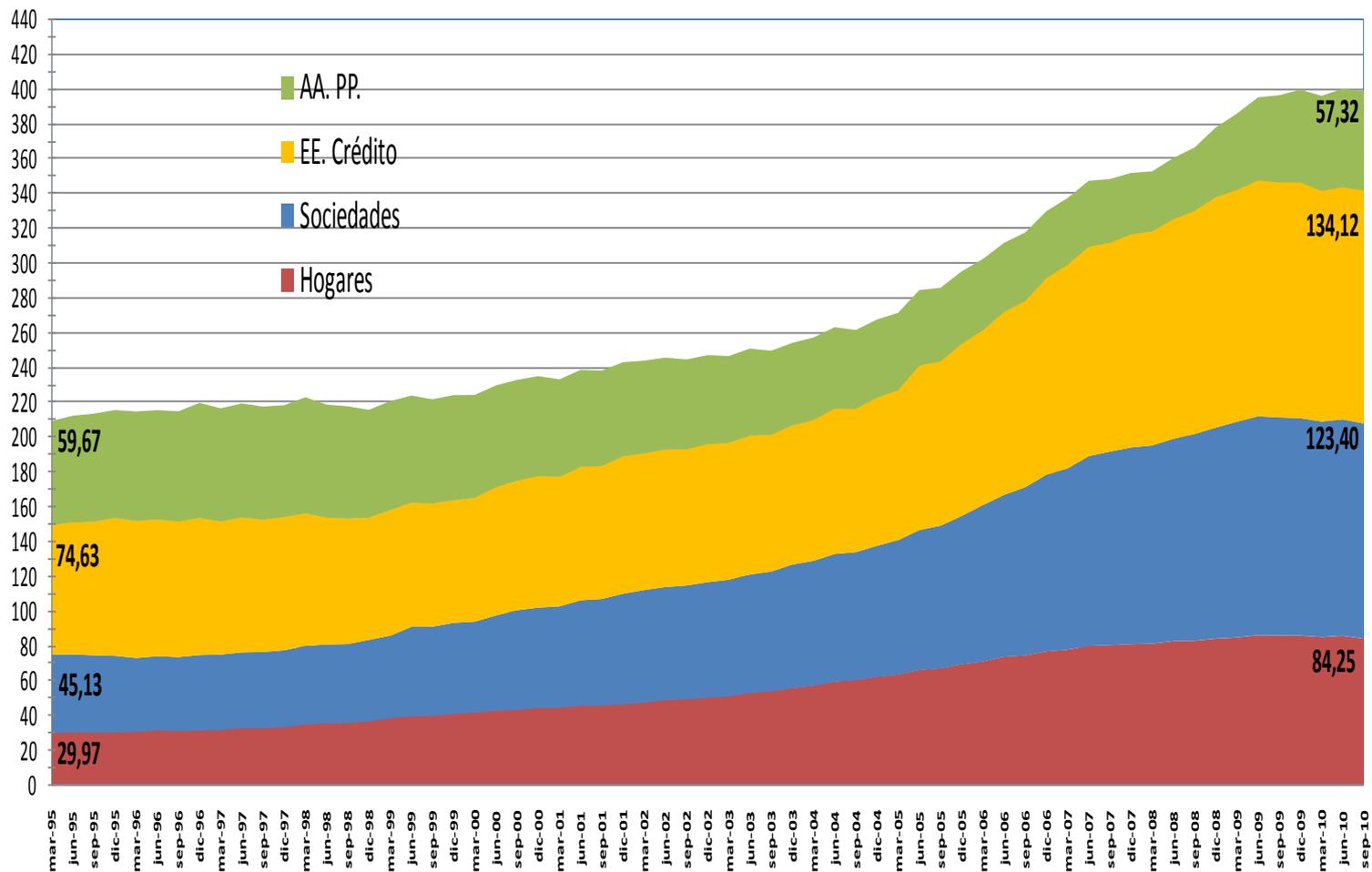
- El debate sobre los déficits públicos y la utilización de la deuda pública para cubrirlos está ligado al debate sobre el papel de la política fiscal, en particular a la discusión “reglas frente a discrecionalidad”, pero también a la posición ideológica sobre la limitación del papel y el tamaño del sector público.
- Es el debate entre monetaristas y keynesianos de la segunda mitad del siglo XX, en el que terminaron ganando los monetaristas y los “fundamentalistas del mercado”, en particular los que sostienen las tesis de las expectativas racionales o las tesis del comportamiento aleatorio de la evolución del PIB, rechazando que el desempleo se pueda evitar gestionando la demanda.
- Como vemos en los gráficos siguientes para España, pero lo mismo para los principales países desarrollados, el problema no es la deuda pública, sino la privada.



# TEMA 18.

## 5. Deuda pública y déficit público.

España. Deuda de los sectores en % del PIB (Mar.1995-Sep.2010)



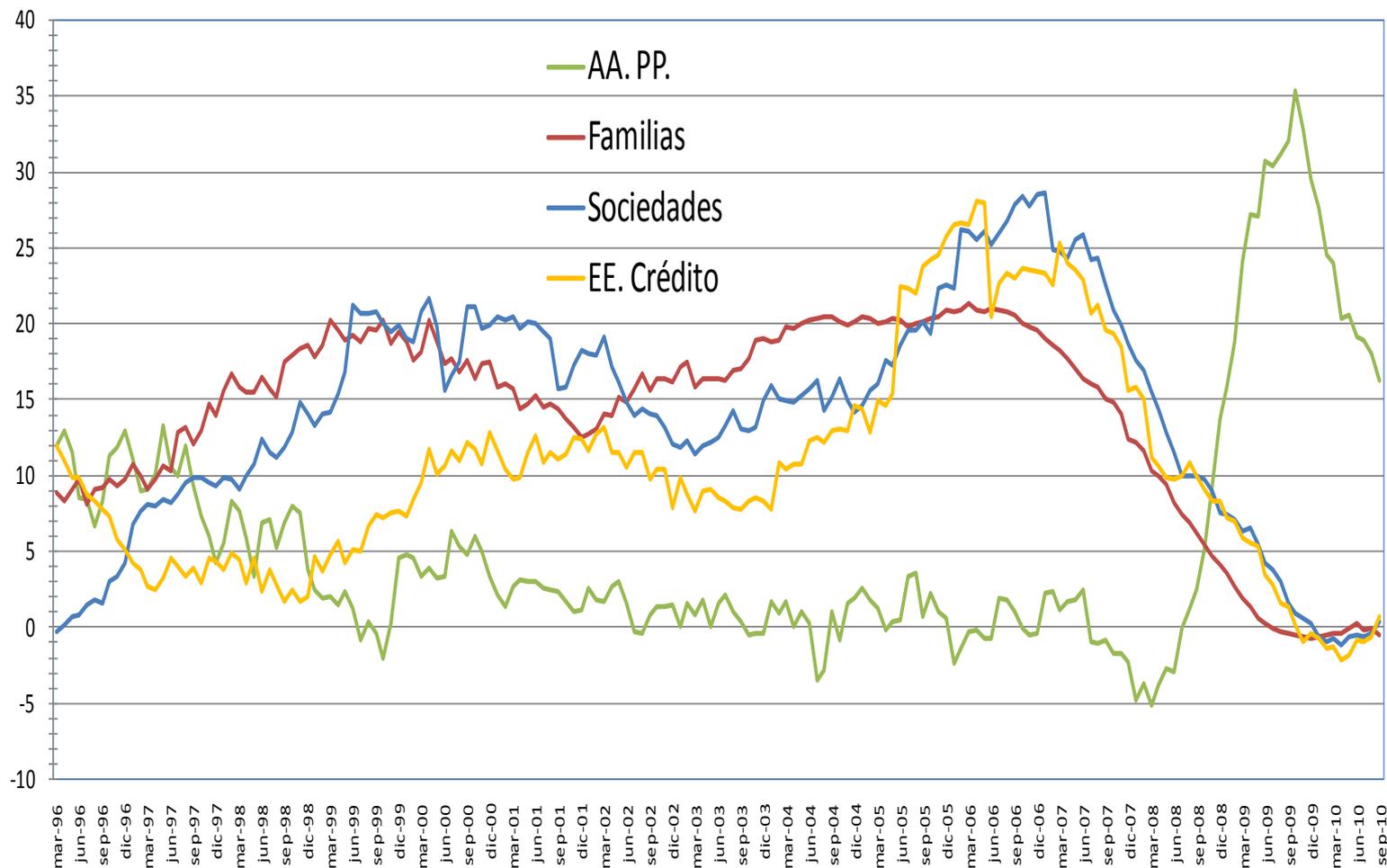
Fuente: Banco de España y elaboración propia.



# TEMA 18.

## 5. Deuda pública y déficit público.

España. Deuda de los sectores. Tasas de crecimiento anual (Mar.1996-Sep.2010)



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

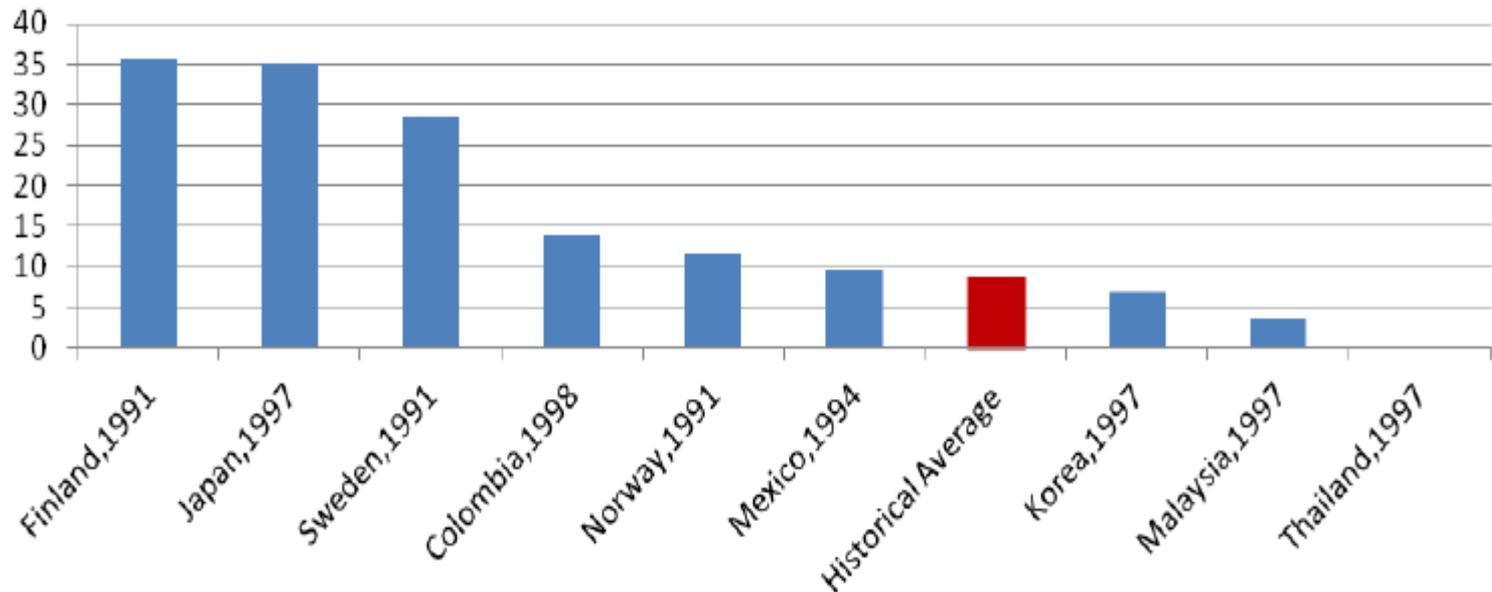


## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

- Pero esta altísima deuda privada y la crisis financiera que ha tenido lugar, repercuten sobre la deuda pública y así ha sido en casi todas las crisis bancarias recientes, en la que el Estado acudió a rescatar al sector financiero privado

**Aumento acumulado en la ratio Deuda Pública/PIB a los tres años de una crisis bancaria (en puntos porcentuales del PIB)**



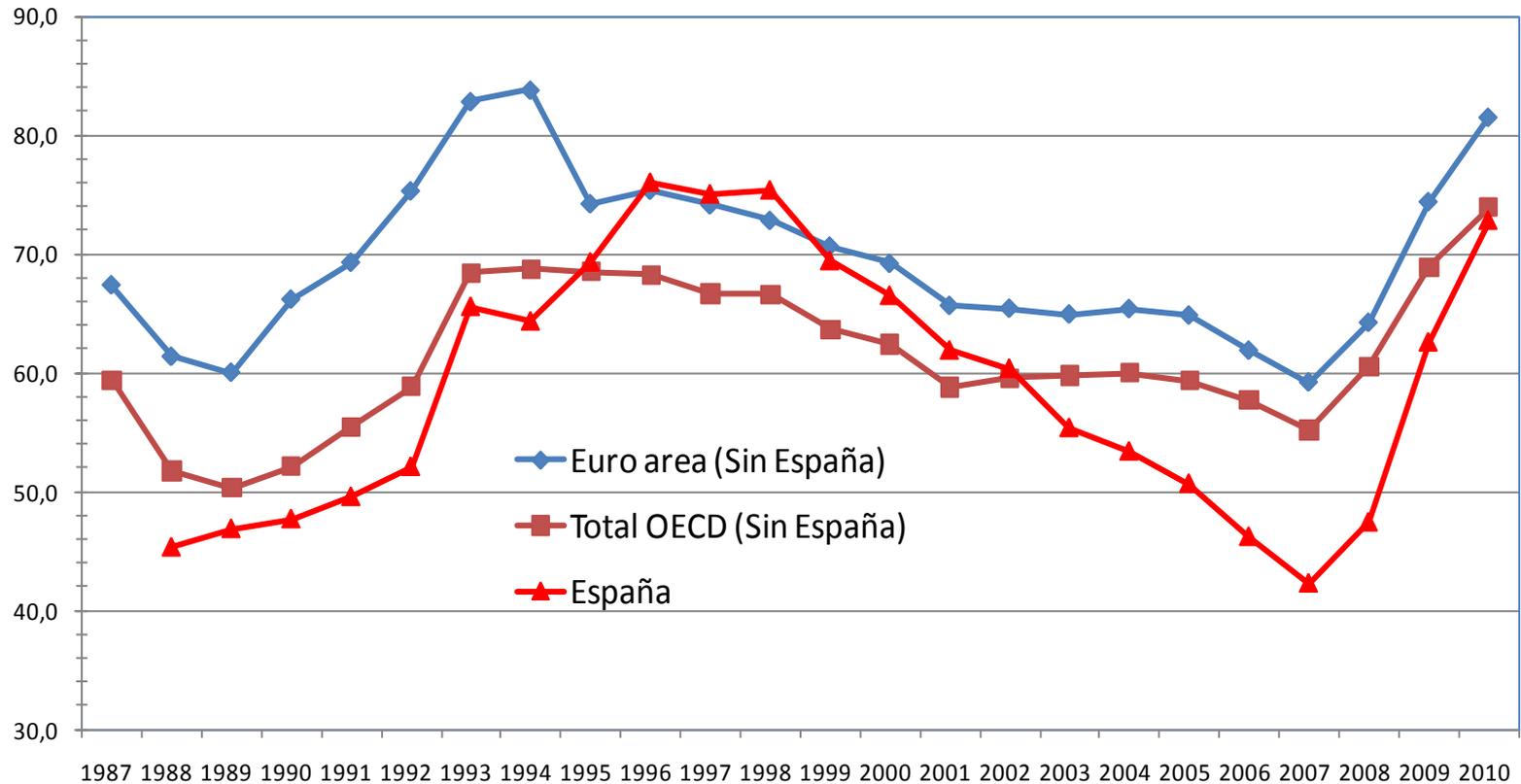
Fuente: OECD Economic s Department WP, nº 801-2010.



# TEMA 18.

## 5. Deuda pública y déficit público.

### Endedudamiento Bruto de las AA. PP. en % del PIB



Fuente: Elaboración propia. A partir de OECD Economic Outlook, varios años



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

---

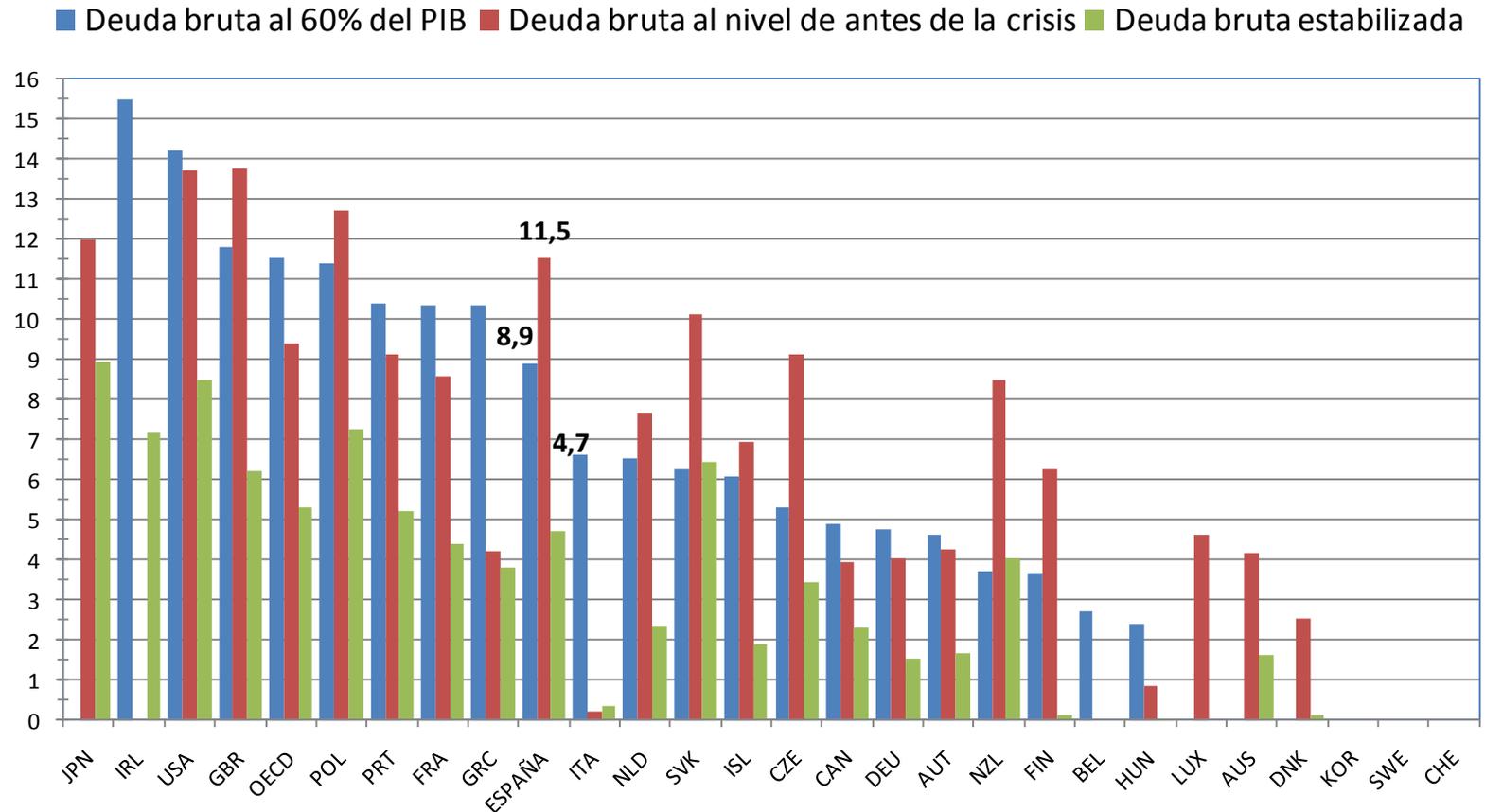
- Hemos visto que la deuda pública ha aumentado en casi todos los países en los tres últimos años. Cumplir con los objetivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (la deuda no puede superar el 60% del PIB y el déficit público no puede superar el 3%), supone para muchos países un incremento sustancial en el balance fiscal primario, lo que implica aumento de impuestos o reducción del gasto público o ambos, lo que tendrá un efecto negativo sobre el crecimiento económico y sobre la desigualdad.
- En estos momentos hay un debate, sobre todo en los EE. UU. sobre el déficit y la deuda pública, que enfrenta a los “negacionistas” (a favor) frente a los “terroristas” (en contra). Para lo que sigue, me baso en Auerback y Wray.
- Los argumentos de los “terroristas” se apoyan en hacer una similitud entre el presupuesto público y el presupuesto de una familia y está relacionado con la afirmación de que los Estados pueden quebrar (no pagar la deuda).



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

“Consolidación” total requerida desde 2010 para alcanzar tres escenarios de deuda pública en 2025 (aumento total en el balance fiscal primario como % PIB)



Fuente: OECD Economic Outlook, nº 88, november 2010.



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

- Lo primero que hay que señalar es que los Estados han estado endeudados desde al menos el inicio de su existencia constitucional. Cuando una persona muere sus activos y sus deudas tendrán que ser asumidos y liquidados, pero no hay un “día del juicio final” para un gobierno soberano (a no ser que pensemos en un estado “fallido”, como Somalia), por lo que no se enfrenta a una fecha fina de vencimiento de pagos.
- Los hogares no pueden fijar ni exigir impuestos, ni emitir moneda (excepto si la falsifican). Tampoco hay ningún hogar que haya podido tener déficits y acumular deudas de manera ininterrumpida en los últimos 200 años.
- Todas las depresiones (al menos en EE. UU.) han venido precedidas de reducciones significativas en la deuda pública y todas las reducciones de la deuda han venido seguidas por depresiones.



## TEMA 18.

### 5. Deuda pública y déficit público.

---

- Desde el punto de vista contable, el ingreso combinado de los tres grandes sectores de una economía – privado (hogares y empresas), público y exterior – tiene que cuadrar con el gasto. Los sectores emisores de activos financieros (deuda) se ven compensados por los que los adquieren.
- No hay, por ello, ninguna razón básica par que un sector tenga que gastar un monto exactamente igual a sus ingresos, puede tener un excedente siempre que otro incurra en un déficit.
- Si el sector público reduce su endeudamiento y consigue un excedente presupuestario, tendrá que haber un déficit en el sector privado, y eso es exactamente lo que ha ocurrido: los hogares y las empresas se ha venido endeudando cada vez más.
- La “consolidación fiscal”, con la austeridad fiscal que implica, aumentará el desempleo y la desigualdad.