

OPOSICION
TECNICO COMERCIAL Y ECONOMISTA DEL ESTADO

Tema 4B-28: La financiación del déficit público en España:
evolución y problemas. La política del tesoro en la
actualidad.

Miguel Fabián Salazar

30 de diciembre de 2020

ÍNDICE

Página

Idea clave	1
Preguntas clave	1
Objetivos de estabilidad presupuestaria y techo de gasto para 2020	1
Esquema corto	2
Esquema largo	5
Gráficas	15
Conceptos	16
Preguntas	17
Notas	18
Bibliografía	19

IDEA CLAVE

Referencia principal en términos de deuda pública es: [Dirección General del Tesoro: estadísticas de la deuda pública](#)

IMPORTANTE Leer [Marín González, C. \(2020\) Descomposición de los saldos presupuestarios de las CCAA. 2014-2018](#)

IMPORTANTE Leer [Banco de España \(2020\): Endeudamiento y necesidades de financiación en la Unión Europea](#).

Actualizar con revisión del programa de financiación de mayo de 2020: [Enlace a noticia en Mineco](#)

Preguntas clave

- ¿Cómo se cubren las necesidades de financiación de las AAPP españolas?
- ¿Cómo ha evolucionado la financiación del déficit?
- ¿Qué es el Tesoro español?
- ¿Qué papel juega en la actualidad?
- ¿Qué problemas presentan las diferentes vías de financiación?
- ¿Qué política de financiación lleva a cabo el Tesoro actualmente?

Objetivos de estabilidad presupuestaria y techo de gasto para 2020

[Aprobados por Consejo de Ministros, 11 de febrero de 2020](#)

	2020	2021	2022	2023
Admón. Central	-0,5 %	-0,4 %	-0,3 %	-0,1 %
CCAA	-0,2 %	-0,1 %	0 %	0 %
CCLL	0,0 %	0 %	0 %	0 %
Seg. social	-1,1 %	-1,0 %	-0,9 %	-0,8
Total	-1,8 %	-1,5 %	-1,2 %	-0,9 %

ESQUEMA CORTO

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización

- i. *Déficit y deuda pública de España*
- ii. *Crisis de deuda soberana*
- iii. *Estrategia de financiación*

2. Objeto

- i. *¿Cómo se cubren las necesidades de financiación de las AAPP españolas?*
- ii. *¿Cómo ha evolucionado la financiación del déficit?*
- iii. *¿Qué es el Tesoro español?*
- iv. *¿Qué papel juega en la actualidad?*
- v. *¿Qué problemas presentan las diferentes vías de financiación?*
- vi. *¿Qué política de financiación lleva a cabo el Tesoro actualmente?*

3. Estructura

- i. *Evolución de la financiación del déficit*
- ii. *Política del Tesoro en la actualidad*
- iii. *Sostenibilidad de la deuda*

I. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT

1. Hasta 1975

- i. *Contexto*
- ii. *Eventos*
- iii. *Consecuencias*

2. Entre 1978 y 1986

- i. *Contexto*
- ii. *Pactos de la Moncloa de 1977*
- iii. *Creación de nuevos instrumentos*
- iv. *Creación de base de demandantes*
- v. *Nuevos procedimientos de emisión de deuda*
- vi. *Creación del mercado secundario*
- vii. *Consecuencias*

3. Desde 1986 hasta 2010

- i. *Contexto*
- ii. *Aumento de base de demandantes*
- iii. *Mejora institucional*
- iv. *Mejora tecnológica*
- v. *Ley de Autonomía del BdE en 1994*
- vi. *Creación de nuevos instrumentos*
- vii. *Consecuencias*

4. Crisis financiera

- i. *Contexto*
- ii. *Eventos*
- iii. *Contexto europeo*
- iv. *Deuda de Comunidades Autónomas*
- v. *Aumento IRPF en 2012 y 2013*
- vi. *Consecuencias*

II. POLÍTICA DEL TESORO EN LA ACTUALIDAD

1. SGTesoro y Política Financiera y DGTesoro y Fin Internacional

- i. *Funciones*

- ii. *Antecedentes*
- iii. *Organización*

2. Instrumentos

- i. *Letras*
- ii. *Bonos*
- iii. *Obligaciones*
- iv. *Bonos y obligaciones indexados*
- v. *Deuda en divisas*
- vi. *Bonos segregados (strips)*

3. Procedimientos de emisión

- i. *Subastas*
- ii. *Sindicaciones bancarias*
- iii. *Colocaciones privadas*
- iv. *Préstamos*

4. Estrategia de financiación del tesoro

- i. *Estrategia financiera*
- ii. *Estrategia comercial*
- iii. *Financiación del tesoro prevista para 2020 (pre-covid)*
- iv. *Financiación 2020 post-covid*

5. Impacto de crisis de Covid-19

- i. *Emisión neta*
- ii. *Instrumentos*
- iii. *Tenedores de deuda*
- iv. *Rentabilidad*
- v. *Vida media*

III. SOSTENIBILIDAD DEL DÉFICIT

1. Idea clave

- i. *Trayectoria histórica de endeudamiento de España*
- ii. *Situación actual*
- iii. *Concepto de sostenibilidad*

2. Marco Europeo de gobernanza fiscal

- i. *Idea clave*
- ii. *Evolución*
- iii. *MTO – Objetivo de Medio Plazo*
- iv. *Regla de gasto europea*
- v. *Plan Presupuestario*
- vi. *Actualización de Programa de Estabilidad*

3. Marco nacional de sostenibilidad

- i. *Ley Orgánica 2/2012 EPSF*
- ii. *Escenario macroeconómico*
- iii. *Objetivo de estabilidad presupuestaria*
- iv. *Deuda pública*
- v. *Regla de gasto en España*
- vi. *Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal*
- vii. *Límite de gasto no financiero/Techo de gasto*

4. Análisis de sostenibilidad del FMI

- i. *Idea clave*
- ii. *Volumen de endeudamiento relativo*
- iii. *Necesidades brutas de financiación*
- iv. *Percepción del mercado*

- v. *Necesidades exteriores de financiación*
- vi. *Cambio anual en deuda a corto plazo*
- vii. *Volumen de deuda pública en manos de no residentes*
- viii. *Deuda emitida en moneda extranjera*

5. Cláusulas de acción colectiva

- i. *Idea clave*
- ii. *Single-limb CAC / votación única*
- iii. *Double-limb CAC / votación con doble vuelta*
- iv. *EURO-CACs*

CONCLUSIÓN

1. Recapitulación

- i. *Evolución de la financiación del déficit*
- ii. *Política del Tesoro en la actualidad*
- iii. *Sostenibilidad de la deuda*

2. Idea final

- i. *Análisis de financiación en exposición*
- ii. *Generación de pasivo es otra cara de la moneda*

ESQUEMA LARGO

INTRODUCCIÓN

1. Contextualización

- i. *Déficit y deuda pública de España*
 - a. Problema histórico de economía española
 - b. Sin ingresos por exportación de materias primas
 - c. Envejecimiento de la población
- ii. *Crisis de deuda soberana*
 - a. España numerosos impagos a lo largo de la historia
 - b. Relativa estabilidad en el siglo XX
 - c. Responsabilidad creciente de la gestión
Sin reestructuraciones/default recientes
- iii. *Estrategia de financiación*
 - a. Estimación de necesidades de financiación
Gasto
→ Componente discrecional
→ Componente estab. automáticos
Ingresos
→ Estimaciones en todo caso
→ Sensible a ciclo
→ Medidas legislativas afectan ingresos
Necesidades de financiación
→ Brutas
→ Netas
 - b. Planificar financiación de déficit
Qué instrumentos utilizar
Cómo recurrir a diferentes instrumentos
 - c. Senda sostenible de déficit

2. Objeto

- i. *¿Cómo se cubren las necesidades de financiación de las AAPP españolas?*
- ii. *¿Cómo ha evolucionado la financiación del déficit?*
- iii. *¿Qué es el Tesoro español?*
- iv. *¿Qué papel juega en la actualidad?*
- v. *¿Qué problemas presentan las diferentes vías de financiación?*
- vi. *¿Qué política de financiación lleva a cabo el Tesoro actualmente?*

3. Estructura

- i. *Evolución de la financiación del déficit*
- ii. *Política del Tesoro en la actualidad*
- iii. *Sostenibilidad de la deuda*

I. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT ¹

1. Hasta 1975

- i. *Contexto*
 - a. Guerra civil
 - b. Acercamiento progresivo a Occidente a finales de 40
Amenaza soviética creciente

¹CECO.

Progresiva aceptación del régimen

→ Entrada en ONU en 1955

→ Entrada en FMI en 1958

→ Entrada en GATT en 1963

c. Posguerra inmediata

Autarquía

Muy difíciles condiciones de financiación

España fuera de Plan Marshall

Recurso a fuentes internas

ii. *Eventos*

a. Posguerra inmediata

b. Convenio de Colaboración con Estados Unidos de 1953

Garantía de continuidad del régimen

c. Financiación heterodoxa

Emisiones de deuda pública finalistas

Emisiones desvinculadas del déficit

Deuda pignorable automáticamente + coef. de inversión obligatoria

→ Monetización de deuda

→ Elevada inflación

d. Ley de Bases de Ordenación del Crédito y la Banca de 1962

Pignoración automática eliminada

Dos mecanismos de monetización

– Anticipos del BdE a Tesoro

→ Para desfases de tesorería

→ Importe máximo del 15 % del PIB

→ No devenga intereses

→ Liquidable al final de periodo

– Préstamos sin límite cuantitativo

→ No devengan intereses

→ Sin plazos de amortización

iii. *Consecuencias*

a. Represión financiera

Tipos nominales bajos por ley

→ Menores a inflación

⇒ Tipos reales negativos para el Estado

b. Elevada inflación

c. Bajos niveles de deuda

Escasa inversión

Estado pequeño

Estado de bienestar sin desarrollar

2. Entre 1978 y 1986

i. *Contexto*

a. Escaso desarrollo institucional

Financiación del déficit muy poco ortodoxa

- b. Transición democrática
 - Aumento de demanda de gasto público
 - Toma de decisiones más compleja
 - Presiones sindicales
 - Comunidades autónomas
 - ⇒ Aumento del gasto público
 - ⇒ Aumento del endeudamiento público
- ii. *Pactos de la Moncloa de 1977*
 - Reforma del sistema fiscal de Fuentes Quintana
 - Aumento de potencial recaudatorio
 - a. Control del gasto público
 - b. Freno a aumento de oferta monetaria
 - c. Freno a espiral inflacionista en salarios
 - d. Reforma tributaria
 - Aumentar ingresos tributarios del Estado
 - Reducir recurso a financiación monetaria
 - IRPF impuesto esencial
 - Sustituye a impuesto complementario
 - Sustituye a impuestos producción
- iii. *Creación de nuevos instrumentos*
 - a. Objetivos:
 - Crear un mercado de deuda pública
 - Regularizar emisiones de deuda
 - Nuevas tecnologías para negociación y formalización
 - Financiación sin monetización
- iv. *Creación de base de demandantes*
 - a. Coeficientes obligatorios de inversión de 1983
 - 11 % de pasivos bancarios invertidos en pagarés del Tesoro
 - ⇒ Sist. bancario es principal tenedor de deuda
- v. *Nuevos procedimientos de emisión de deuda*
 - a. Calendario oficial de subastas
 - b. Sistema de anotaciones en cuenta
- vi. *Creación del mercado secundario*
 - a. Central de anotaciones con dos clases de miembros
 - Titulares de cuentas
 - Gestores por cuenta ajena
 - b. Creadores de mercado
 - Nombrados por Banco de España
- vii. *Consecuencias*
 - a. Bases de financiación ortodoxa del déficit
 - b. Excesivo papel del Banco de España
 - c. Coeficientes obligatorios de inversión se mantienen

3. Desde 1986 hasta 2010

- i. *Contexto*
 - a. Entrada en CEE
 - Presión de socios europeos
 - Aumentar disciplina del sistema
 - Reducir intervención

- Liberalizar mercados financieros nacionales
- b. Sistema Monetario Europeo
 - Entrada de España en 1989
 - Banda amplia del 6 % de fluctuación
- ii. *Aumento de base de demandantes*
 - a. Mejora de canales de distribución minorista
 - Cuentas directas para inversores en BdE
 - b. Negociación deuda pública en bolsa
 - Precio de referencia
 - c. Canal directo de venta de títulos
 - Telefónica e internet
 - d. Fondos de inversión en deuda pública
 - e. Publicidad
 - f. Mejora de tratamiento fiscal
- iii. *Mejora institucional*
 - a. Primario
 - Sistema eficiente de subastas competitivas
 - ⇒ Más transparencia de las emisiones
 - b. Secundario
 - Central de anotaciones en 1987
 - ⇒ Sustituye a títulos en papel
- iv. *Mejora tecnológica*
 - a. Sistemas de negociación electrónica
 - b. Sistemas de compensación y liquidación
 - c. Mercados de derivados
 - d. Creadores de mercados
 - A cambio de privilegios
 - ⇒ Segundas vueltas de las subastas
 - ⇒ Ser contrapartida de Tesoro en swaps
 - ⇒ Emisiones sindicadas de deuda bancaria
- v. *Ley de Autonomía del BdE en 1994*
 - a. Prohibidos descubiertos en cuenta del Tesoro
 - b. BdE no puede adquirir títulos directamente
 - c. Gobierno no puede dar instrucciones a BdE
 - d. Mandato estable, largo y no renovable
- vi. *Creación de nuevos instrumentos*
 - a. Letras a 3 y 6 meses
 - Sustituyen a anticipos del BdE
 - b. Letras del Tesoro a 18 meses
 - Inversores especializados en c/p
 - c. Títulos a m/p y l/p
 - Deuda desgravable del Estado
 - Nuevos títulos de deuda a medio y largo plazo
- vii. *Consecuencias*
 - a. Cambios en estructura de deuda pública
 - Más inversores no residentes
 - Aumento de peso de m/p y l/p en deuda viva
 - Más deuda en circulación
 - Tipos de interés siguen activos en MFIInternacionales
 - Estabilidad como fuente de financiación

- b. Situación fiscal se transforma
Menor carga financiera de la deuda
→ Menor coste medio
→ Menor peso deuda/PIB
- c. Convergencia de rentabilidades
Inicialmente, deuda española muy atractiva
→ Mayor rentabilidad
Posteriormente
→ Convergencia de rentabilidades
- d. Bajo coste de financiación en España
- e. Elevada demanda de deuda española
- f. Financiación del déficit muy barata
- g. CCAA emiten deuda pública

4. Crisis financiera

- i. *Contexto*
 - a. Grandes flujos de capital financiero
Menor coste de financiación del déficit
 - b. Aumento de deuda privada
 - c. Posición fiscal saneada
 - d. Enormes déficits entre 2009 y 2011
- ii. *Eventos*
 - a. Segmentación de mercados financieros
Al comenzar dudas sobre Grecia en 2009
 - b. Acuerdo de Deauville de 2010
Acreedores privados de Grecia
→ Quita nominal de bonos griegos
⇒ Materializar riesgo de crédito soberano
⇒ Contagio
 - c. Aumento de la deuda de CCAA
Brusca caída de ingresos
Sistema de anticipos a cuenta actúa perversamente
→ Pérdida de acceso a mercados financieros
 - d. Deuda en manos de no residentes fluctúa
Primero aumenta hasta 2010
Después cae fuertemente
→ Dudas sobre economía española
 - e. Reforma del artículo 135
Prioridad absoluta al pago de la deuda
 - f. Recapitalización del sector financiero en 2012
Necesario recurso al MEDE
Financiación de recapitalización vía mercado prohibitiva
 - g. Whatever it takes, MEDE y OMT en 2012
- iii. *Contexto europeo*
 - a. Rescates sucesivos de periféricos
Desde 2009 a 2011
Grecia 2009
Irlanda 2010
Portugal 2011
Grecia 2012
Grecia 2015

- b. Tímida actuación de BCE hasta 2012
Especulación sobre deuda soberana de periferia
- c. TCSG en 2012
Compromiso de menor MTO (-0.5 %)
- iv. *Deuda de Comunidades Autónomas*
 - a. Cada vez más difícil acceso a mercado
 - b. Instrumentos de financiación especiales
FLA
FFF
- v. *Aumento IRPF en 2012 y 2013*
 - a. Déficit del 9,1 % en 2011
Proceso de consolidación inevitable
Tensión sobre sostenibilidad de la deuda
 - b. Gravamen complementario
 - c. Carácter provisional para dos años
 - d. Sujeto a reducción del déficit público
- vi. *Consecuencias*
 - a. Aumento de coste de la financiación
 - b. Rebajas de calificación crediticia
De AAA hasta BBB en 2012
 - c. Presión para implementar reformas estructurales
Mercado de trabajo
Unidad de mercado
Saneamiento del sistema financiero
Consolidación fiscal de CCAA y CCLL
 - d. Senda de consolidación fiscal
 - e. Sistemas de apoyo a CCAA para financiarlas
FLA – Fondo de Liquidez Autonómico (2012-2014)
FFPP – Fondo de Financiación de Pagos a Proveedores
 - f. Aumento de tutela de HHTT
Planes plurianuales de déficit
Principio de prudencia
→ Diferencial máximo con Tesoro para financiación de mercado

II. POLÍTICA DEL TESORO EN LA ACTUALIDAD

1. SGTesoro y Política Financiera y DGTesoro y Fin Internacional

- i. *Funciones*
 - a. Dirección General del Tesoro
Gestión de tesorería
Estudio y gestión del endeudamiento
Gestión de riesgos y avales
Mecanismos de financiación estatales de CCAA
- ii. *Antecedentes*
 - a. Aumento de peso tras crisis
→ Emisiones de deuda pública ganan importancia
⇒ Papel de DGTesoro es clave
 - b. DGT pasa ser SGT en 2012
Aumento de importancia de financiación
- iii. *Organización*

- a. Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa
De la cual depende la SecGen Tesoro y PolFin
- b. Secretaría General del Tesoro y PolFin
De la cual depende DGeneral del Tesoro y FinInter-nacional
- c. Otros países
 - Agencias semiautónomas
 - Modelos similares a España

2. Instrumentos

- i. *Letras*
 - a. Vencimientos máximos de 364 días
Evitar introducción de CACs
→ Necesarios para vencimiento >1 año
 - b. 3, 6, 9 y 12 meses
 - c. No pagan cupón
 - d. Rentabilidad depende de precio sobre nominal
 - e. Cubren ~ 40% de la emisión bruta anual
 - f. Emisiones netas negativas en últimos años
Más amortización que emisión
→ Alargar vida media de cartera
⇒ Reducir riesgo de refinanciación
 - g. Emitidas con rentabilidad negativa en últimos años
 - h. Liquidez es principal atractivo
 - i. Sistema creadores de mercado
 - j. Tratar de minimizar referencias en circulación
Recurriendo a reaperturas
Sólo se abren nuevas referencias a 12 meses
→ Emisión más grande de todas
→ Mantener liquidez
 - k. Dos subastas mensuales de letras
Primera:
→ Letras de 6 a 12 meses
Segunda:
→ Letras de 3 a 9 meses
 - l. Subastas mensuales de letras a 3, 6 y 9 meses
Reaperturas de letras a 12 meses
→ Inauguradas 3, 6 y 9 meses antes
Garantizar grado de liquidez suficiente
- ii. *Bonos*
 - a. Emisiones a medio plazo
 - b. 3 a 5 años
Cuando se emiten por primera vez
 - c. Cupón fijo periódico
 - d. CACs por normativa europea
Para todas las emisiones desde 2013
- iii. *Obligaciones*
 - a. Emisiones más a largo plazo
 - b. 10, 15, 30 y 50 años
Cuando se emiten por primera vez
 - c. Obligación a 10 años es referencia de rentabilidad

Comparar rentabilidad de deuda española
→ Con deuda pública alemana

- d. Bajos tipos de interés
Emisión de obligaciones en aumento
→ Tipos a 10 años en mínimos históricos
⇒ Cubrirse ante subidas del coste de financiación
- e. Subastas mensuales ordinarias
Primer y tercer jueves de cada mes
Cupón fijo
Incorporable emisión indexada a inflación
→ En primera emisión
- iv. *Bonos y obligaciones indexados*
 - a. Desde 2014
 - b. Bonos ligados a IAPC ex-tabaco
Inflación europea
 - c. Aproximadamente 9% de emisiones anuales brutas
Volúmenes crecientes sobre total
 - d. Emisión en 2019
Casi 7.000 M de €
6% del total emitido a m/p y l/p
 - e. Primer vencimiento ligado a inflación europea en 2019
 - f. Volumen total acumulado
53.000 M de € en 2019
 - g. Devengan cupón periódico variable
Cupón total determinado por:
→ Cupón real
→ Cupón nominal indexado a inflación hasta cupón
$$C = C_{\text{real}} \cdot \text{Nominal} \cdot \frac{\text{IPC}_{\text{pago cupón}}}{\text{IPC}_{\text{base}}}$$
 - h. Nominal pagado determinado por:
Inflación acumulada hasta pago
Floor contra deflación
$$N = \max\left(\text{Nominal}, \text{Nominal} \cdot \frac{\text{IPC}_{\text{vencimiento}}}{\text{IPC}_{\text{base}}}\right)$$
- v. *Deuda en divisas*
 - a. Desde principios de 80
Participación en mercados de K internacionales
 - b. Papel complementario a financiación en euros
 - c. Objetivos
Diversificar base inversora
Mantener abiertos canales de financiación
 - d. Instrumentos negociables predominan
Eurobonos
Notas a medio plazo
→ Sin préstamos en divisas
 - e. Swaps de divisas añadidos
Cubrir riesgo cambiario de operaciones
 - f. Pocas emisiones desde euro
 - g. Sólo en 2010 y 2014 en últimos años
- vi. *Bonos segregados (strips)*
 - a. FCaja segregados negociados por separado
 - b. Similares a letras pero mayor plazo

c. Segregación vía creadores de mercado

3. Procedimientos de emisión

i. Subastas

- a. Procedimiento más común
88,2% emitido vía subasta en 2019
170.023 M de €
- b. Subastas ordinarias regulares
Bonos y obligaciones
→ Primer y tercer jueves del mes
Letras
→ Martes
→ Alternativamente, 6 y 12 meses, 3 y 9
- c. Subastas especiales
Fuera de calendario habitual
Dar liquidez a ciertas referencias
Sin objetivo de emisión anunciado
Volúmenes inferiores a ordinarias
Reservadas a creadores de mercado
- d. Procedimiento de subasta
Holandés modificado
Peticiones competitivas
→ Cantidad solicitada a determinado precio
Peticiones no competitivas
→ Sólo se especifica cantidad
→ Adjudicada a precio medio de la subasta
→ No adjudicadas si rentabilidad negativa
Tesoro decide en función de peticiones
→ Volumen adjudicado y último precio aceptado
⇒ Determina precio marginal
Participantes con pujas >precio medio
→ Se les concede precio medio
Participantes con pujas <precio medio
→ Se les concede precio de puja

ii. Sindicaciones bancarias

- a. Emisiones de primeros tramos de oblig. >10 años
- b. 10,9% emitido vía sindicación en 2019
- c. Acuerdo entre Tesoro y sindicato bancario
Volumen determinado a precio acordado
- d. Demanda supera necesidades de financiación
Órdenes se prorratean
- e. Tesoro controla base inversora
- f. Adecuado para nuevas referencias
Mayores volúmenes que subasta ordinaria
Liquidez al título desde emisión
- g. Participantes habituales
Creadores de mercado más activos
→ Normalmente seis
Comisiones por operación

→ Incentivan participación de creadores

iii. Colocaciones privadas

- a. Emisión directamente a un inversor
- b. Poco habituales
- c. Responde a necesidades muy específicas

iv. Préstamos

- a. Cuantías muy pequeñas
- b. Banco Europeo de Inversiones

4. Estrategia de financiación del tesoro²

i. Estrategia financiera

- a. Entorno financiero global
Factor de especial importancia para Tesoro
→ No sólo necesidades de financiación del Estado
- b. Diversificación de base inversora
Aumentar base de demandantes de títulos
→ Colocaciones privadas
→ Emisiones sindicadas
→ Colaboración con creadores de mercado
Casi 48% en manos de no residentes
Reducción de peso de residentes desde 2015
- c. Política monetaria
Entorno de tipos ultra bajos
→ Facilidad de depósito BCE en -0,5%³
Fin de programa PSPP
→ Diciembre de 2018
Previsibles subidas en el futuro
→ Tratar de aprovechar bajo coste actual
- d. Coste de la deuda en circulación⁴
Reducción paulatina desde 2011
2,19% medio según a cierre 2019
1,9% medio a septiembre de 2020
- e. Coste medio de emisión en 2019
0,23% medio a cierre 2019
- f. Reducción de la carga financiera
Reducción progresiva desde 2014
A pesar de aumento de vida media
→ En 2013, 3,1% de PIB
→ A cierre de 2019, 2%
- g. Aumento de la vida media
Tendencia creciente desde 2013
→ En 2013, 6,2 años de vida media
⇒ A cierre 2019, 7,55 años de vida media
VMedia de emisión > a VMedia en circulación
→ Tendencia creciente en últimos años
→ tocó techo en 2018
⇒ 11,7 años
→ Desde vencimiento medio bajo en crisis
→ 5,1 años en 2012

²Ver Estrategia de Financiación Anual en <http://www.tesoro.es/>

³Ver https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

⁴Ver Tesoro: boletín estadístico.

- Ligera reducción en 2019 para evitar ↑ coste
→ 10,6 años en 2019
- h. Cobertura de emisiones
Aumento de demanda en últimos años
→ A pesar de fin de PSPP
→ A pesar de baja rentabilidad
En 2017, 2, 19
En 2018, 2, 49
En 2019, 2, 67
- ii. *Estrategia comercial*
- a. Estrategia Anual de Financiación
Calendario de emisiones
Volúmenes de emisión prevista
- b. Importancia de la EAFinanciación
Permite a inversores planificación de carteras
- c. Presentaciones y exposiciones organizadas
Road shows
Promoción presencial de cara a inversores internacionales
- d. Presentación Kingdom of Spain
Presentar economía española
Enfatizar mensajes positivos
- e. Mensajes positivos de 2019
Crecimiento superior a media desarrollados
Superávit por cuenta corriente
Recuperación de niveles pre-crisis:
→ PIB y PIBpc
→ 2/3 de empleo destruido en crisis
Mayor capacidad exportadora
Consolidación fiscal
→ Déficit público debajo del 3 %
Senda descendiente de deuda pública
Ampliación de base inversora
→ Mayor diversificación
Retirada de compras del Banco Central
Tesoro preparado para subidas de tipos
Emisión neta por debajo de previsto en 2019
→ Previstos 35.000 M de emisión bruta
⇒ 20.000 M de €
Causas:
→ Favorable ejecución presupuestaria
→ Gestión más eficiente de tesorería
- iii. *Financiación del tesoro prevista para 2020 (pre-covid)*
- a. Emisión neta total
32.500 M de € de emisión neta en 2020
Concentrada en medio y largo plazo
→ Emisión neta nula a corto plazo
- b. Emisión bruta total
Casi 196.000 M de €
→ 13.000 M menos que 2019
- c. Bonos y obligaciones
Emisión bruta: 117.000 M de €
Amortizaciones: 84.000 M de €
→ Emisión neta: 32.500 M de €
- d. Letras del Tesoro
Emisión bruta: 79.000 M de €
Amortizaciones: 79.000 M de €
→ Emisión neta: 0
- e. Diferencias con Estrategia para 2019
Bonos y obligaciones
→ Emisión bruta ligeramente menor
→ Emisión neta ligeramente menor
Letras del Tesoro
→ Emisión bruta ligeramente menor
→ Amortización ligeramente mayor
→ Emisión neta nula en 2018, también en 2019
- iv. *Financiación 2020 post-covid⁵*
- a. (Realizada hasta septiembre de 2030)
- b. Emisión bruta
Cercano a 279.000 M de €
- c. Emisión neta
115.000 M netos emitidos
95.000 M en bonos y obligaciones
→ +63.000 respecto a plan inicial para 2020
20.000 M en letras
→ +20.000 respecto a plan inicial para 2020
- 5. Impacto de crisis de Covid-19**
- i. *Emisión neta*
- a. Cambio de planes tras covid
- b. Paso de 32.500 M de € netos iniciales
Aumento a 130.000 M de € netos
⇒ Reducido posteriormente a 115.000 M de €
- c. 20.000 M de € en letras tras cambio
Desde 0 de emisión neta prevista inicial
- d. 95.000 de bonos y obligaciones
Respecto 32.500 M netos previstos inicialmente
- ii. *Instrumentos*
- a. Aumento en letras
Prevista emisión neta nula inicialmente
- b. Fuerte aumento en bonos y obligaciones
Multiplicado por 3
- iii. *Tenedores de deuda*
- a. Ligera caída de no residentes
Se mantiene cercano al 40 %
- b. Ligero aumento ECrédito residentes
Se mantiene cercano al 16 %
- iv. *Rentabilidad*
- a. Tipo de interés medio cae
- b. Tipo de interés cae en segmentos

⁵Ver [Tesoro: boletín estadístico mensual](#).

- En todos salvo en letras
- Ligero aumento en letras
- Se mantiene <0 en letras

v. *Vida media*

- a. Sin impacto significativo
- b. Previsto ligero aumento para este año
- c. Se estabiliza en 7,7 años

III. SOSTENIBILIDAD DEL DÉFICIT

1. Idea clave

- i. *Trayectoria histórica de endeudamiento de España*
 - a. Históricamente, varias quiebras
- ii. *Situación actual*
 - a. Elevado endeudamiento
 - Alrededor del 97 %
 - Cercano al 100 % en fechas recientes
 - 100,4 % de PIB en 2014
 - Nivel más alto desde 1910
 - b. Dificultades de financiación recientes
 - Verano de 2012
 - c. Post-Covid
 - Previsible supere el 115 % del PIB
- iii. *Concepto de sostenibilidad*
 - a. Convergencia de nivel de deuda
 - Senda no diverge creciente y explosivamente
 - ⇒ Estado mantienen capacidad de refinanciar
 - b. Pago de la deuda
 - Decisión política de estado soberano
 - Decisión corresponde a políticos
 - Repudio tiene coste

2. Marco Europeo de gobernanza fiscal

- i. *Idea clave*
 - a. Controlar sostenibilidad de finanzas públicas
 - b. Contexto política monetaria única
 - c. Evitar comportamientos oportunistas de EEMM
 - Pudieran afectar a conjunto de Zona Euro
 - d. Brazo preventivo
 - Orientar finanzas públicas a hacia equilibrio
 - Corrección gradual de desequilibrios
 - e. Brazo correctivo
 - Solventar desviaciones de niveles máximos
- ii. *Evolución*
 - Marco inicial de los 90
 - Criterios de convergencia
 - Primeros 2000
 - Déficit excesivo en GER, FRA
 - ⇒ No se imponen sanciones
 - Reforma de 2005
 - Reglas más flexibles

- Mayor adaptación a situación de cada país
- MTO >-1 % de PIB
- Ajuste anual estructural de 0,5 %
- Posibles desviaciones si reformas estructurales
- Mantiene límites deuda y déficit

Crisis

- Retroalimentación negativa
- Ciclicidad de corrección
- Crecimiento potencial muy bajo
- Mala absorción de shocks asimétricos
- Free-riding fiscal
- ⇒ 22 procedimientos de déficit excesivo en 2009

Six-pack de 2011

- Reforma del preventivo y el correctivo
- (también introduce PDM)
- Marcos fiscales nacionales
- Procedimiento de desequilibrios macro

Fiscal compact de 2013

- Incluido en TECG⁶
- Vinculante en zona euro

Two pack de 2013

- Planes presupuestarios nacionales
- Protocolo de déficit excesivo
- Coordinación en semestre europeo

iii. MTO – Objetivo de Medio Plazo

- Saldo cíclicamente ajustado
- Neto de efectos one-off
- Máximo del -0.5 % para zona euro
- Específico para cada estado miembro
- Revisado cada tres años
- ⇒ Envejecimiento
- ⇒ Reformas estructurales
- Margen de seguridad para no superar 3 %
- Senda sostenible de finanzas públicas

a. Ajuste anual hacia MTO

- Mínimo del 0,5 %
- Superior si deuda por encima de límite

iv. Regla de gasto europea

- Crecimiento del gasto
- Neto de medidas discrecionales de ingresos
- En línea con crecimiento potencial a m/p
- Inferior si país no está en MTO
- Si gasto crece más que crecimiento potencial
- Obligatorio obtener ingresos adicionales

v. Plan Presupuestario⁷

- a. A presentar a CE en octubre
- b. Horizonte de 3 años
- c. Líneas generales remitidas a CE
- d. Octubre de cada año

⁶Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

⁷https://www.hacienda.gob.es/CDI/EstrategiaPoliticaFiscal/2020/Plan_Presupuestario_2020.pdf

- Marco de semestre europeo
- e. AIReF opina
- vi. *Actualización de Programa de Estabilidad*
 - Aceptable como planificación presupuestaria de m/p
 - Semestre Europeo
 - Antes del 30 de abril hay que presentar
 - Actualización del Programa de Estabilidad
 - Programa Nacional de Reformas
 - ⇒ CE presenta recomendaciones

3. Marco nacional de sostenibilidad

- i. *Ley Orgánica 2/2012 EPSF*
 - a. Tres normas fiscales de obligado cumplimiento
 - 1. Estabilidad presupuestaria
 - 2. Deuda pública
 - 3. Regla de gasto
 - b. Alinear España con normativa europea
 - Pero anterior a directiva europea
 - Ciertas incoherencias
 - c. Principio de sostenibilidad financiera
 - Elemento central de marco de gobernanza
 - Aplicable a todas las AAPP españolas
 - d. Objetivo de estabilidad presupuestaria
 - Ninguna administración con déficit estructural
 - Admite desviación de 0,4 % si reformas estructurales
 - Previo a elaboración de presupuestos
 - e. Techo de gasto no financiero
 - Límite de gasto no financiero en PG a elaborar
 - Referencia para elaboración
 - f. Objetivo de deuda
 - Límite del 60 % para conjunto de AAPP
- ii. *Escenario macroeconómico*
 - a. A aprobar por Ministerio de Economía
 - b. Previsiones sobre las que se lleva a cabo el resto
- iii. *Objetivo de estabilidad presupuestaria*
 - a. Senda de déficit a tres años siguientes
 - b. Aprobada por Cortes
 - c. Objetivos de déficits para AAPP
 - d. Año en curso hasta +3
 - e. Documentación incluye
 - Recomendaciones específicas para España
 - Informe de situación de la economía española
- iv. *Deuda pública*
 - a. Objetivos de deuda
 - b. Reparto por administraciones públicas
 - c. Aprobada por Cortes
- v. *Regla de gasto en España*
 - a. Crecimiento de gasto total
 - AGE

CCAA

CCLL

- b. Inferior a tasa de referencia
 - Crecimiento PIB de m/p
- c. Elemento fundamental de elaboración de PGE
- d. Actual regla de gasto
- e. Objetivo
 - Alinear evolución del gasto con economía
- f. Gasto computable
 - Gasto al que se aplica la regla
 - Excluye
 - Gasto por intereses de deuda
 - Gasto no discrecional por desempleo
 - Gastos cofinanciados (FEDER, FSE, otros)
 - Transferencias dentro de sist. de financiación de HHTT⁸
 - Inv. financieramente sost. de HHLL
 - Fondos de la Seguridad Social
- g. Crecimiento de PIB de m/p
 - Promedio de tasas de crecimiento real de 10 años
 - 5 años anteriores
 - Año en curso
 - 4 años posteriores (estimación)
 - Se añade el menor de dos valores
 - 2 %
 - Crecimiento del deflactor de PIB previsto u observado sin promediar
 - Aplicación a todas las AAPP
- h. Diferencias con normativa europea
 - RGasto europea aplicable si se cumple MTO
 - Aplicable a conjunto de AAPP
 - En España, procedimiento indiv. por cada AAPP
- i. Efectos contracíclicos
 - En periodo de crecimiento
 - Inercia de años anteriores con menor crecimiento
 - ⇒ Menor expansión del gasto público
 - ⇒ Menor impulso a DA
 - En periodo recesivo
 - Inercia de años anteriores con más crecimiento
 - ⇒ Mayor expansión de gasto que PIB
 - ⇒ Mayor impulso de demanda
- vi. *Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal*
 - a. Larga tradición en algunos países europeos
 - Autoridad independiente que valore gasto
 - b. AIReF creada en 2013
 - c. Mandato del art. 135
 - d. Informes
 - Previstos en la normativa
 - e. Recomendaciones

⁸Haciendas territoriales

- Necesario explicar por qué no se cumplen
- f. Opiniones a iniciativa propia
- g. Ventajas de autoridades
 - Mayor disciplina
 - Superación de incentivos perversos
 - Menos sujeción a ciclo electoral

- vii. *Límite de gasto no financiero/Techo de gasto*
 - a. Herramienta de planificación PGE
 - b. Límite de gasto no financiero
 - c. Base para cálculo de gasto presupuestario
 - d. No confundir con regla de gasto
 - e. Techo de gasto de AGE excluye CCAA y CCLL
 - f. CCAA y CCLL presentan su propio techo

4. Análisis de sostenibilidad del FMI

- i. *Idea clave*
 - a. Estudio de 2013 del staff del FMI
 - b. Objeto del estudio
 - Sostenibilidad de deuda en países con acceso a mercado
 - ¿Qué factores determinan sostenibilidad?
 - ¿Aparte de nivel de deuda, que otras variables?
- ii. *Volumen de endeudamiento relativo*
 - a. Principal y primario determinante de sostenibilidad
 - ¿Qué fracción del PIB representa la deuda pública?
- iii. *Necesidades brutas de financiación*
 - a. Suma de dos conceptos
 - Necesidades netas de financiación
 - Saldo presupuestario anual
 - Vencimientos de deuda pública a refinanciar
 - 212.000 M de € en 2018
 - ⇒ Menores que esperados: 220.00 M de €
 - b. Importancia del concepto
 - Tiene en cuenta perfil temporal de vencimientos
 - Estima riesgo a c/p y m/p de refinanciación
 - c. Variable endógena
 - Depende de decisiones del tesoro
 - ¿A qué vencimientos emitir?
 - ¿Cuánto está dispuesto a pagar por emitir a más plazo?
- iv. *Percepción del mercado*
 - a. Confianza del mercado en sostenibilidad
 - b. Estimación indirecta a través de proxies
 - Principal indicador: prima de riesgo con bono alemán
- v. *Necesidades exteriores de financiación*
 - a. Suma de dos componentes
 - Saldo por cuenta corriente
 - Amortización de deuda externa en el año
 - b. Superávit corrientes de los últimos años
 - Ha reducido necesidades exteriores de financiación

→ Pero abultada PIIN pesa aún sustancialmente

- vi. *Cambio anual en deuda a corto plazo*
 - a. Captura riesgo de refinanciación a c/p
 - b. Varios ejercicios con emisiones de c/p netas nulas o <0
 - Proceso de reemplazo de c/p por m/p y l/p
- vii. *Volumen de deuda pública en manos de no residentes*
 - a. Hasta qué punto país puede forzar financiación
 - b. Inversores extranjeros
 - no pueden ser forzados
 - venden si perciben riesgo
 - c. Ejemplo paradigmático
 - Japón
 - Obliga fondos de pensiones residentes a invertir en DPública
 - Abultadísima deuda
 - En manos de inversores locales
 - Impuestos relativamente bajos
 - ⇒ Margen fiscal
 - ⇒ Sostenible
- viii. *Deuda emitida en moneda extranjera*
 - a. Factor de sostenibilidad negativo
 - b. País no puede recurrir a emisión de moneda para pagar
 - c. ¿Euro es moneda extranjera para EEMM?

5. Cláusulas de acción colectiva⁹

- i. *Idea clave*
 - a. Recomendaciones de FMI de 2014
 - Mejorar comunicación entre tesoro e inversores
 - Gestión y control de riesgos
 - Test de estrés
 - Provisión de liquidez en mercados secundarios
 - Incluir cláusulas de acción colectiva (CACs)
 - b. Concepto
 - Conjunto de reglas que definen mayorías
 - En caso de alteración de condiciones de deuda pública
 - ⇒ Acciones que pueden tomar los acreedores
 - c. Objetivos de las CAC
 - Ordenar procesos de reestructuración
 - Aumentar seguridad jurídica
 - d. Evolución
 - Inclusión en documentación a principios de s. XXI
 - Reestructuración de deuda argentina
 - Determinados acreedores no aceptaron reestructuración
 - ⇒ Justicia americana falló en su favor
 - ⇒ Argentina no puede pagar reestructurados antes de los que no aceptaron
- ii. *Single-limb CAC / votación única*
 - a. Recomendadas por FMI

⁹Ver EPRS (2019) sobre CACs

- b. Votación que afecta a todos los acreedores
 - Acreedores deciden si aceptar condiciones de emisor
 - Vinculan a todos los acreedores
 - ⇒ También a los que votasen en contra
- c. Reduce incentivos oportunistas
- iii. *Double-limb CAC / votación con doble vuelta*
 - a. Primero
 - Aprobación por tenedores del saldo de deuda viva
 - b. Segundo
 - Aprobación por tenedores de cada bono/instrumento
 - Votaciones separadas
 - c. Aumenta incentivos a holdout¹⁰
- iv. *EURO-CACs*
 - a. Inclusión obligatoria desde 2013
 - b. Vencimiento mayor a 1 año
 - c. Grecia introdujo retroactivamente
 - Sólo algunos instrumentos fueron reestructurados
 - En primera votación, ganó aceptar

I. FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT PÚBLICO HASTA 1982

- 1. Déficit público
- 2. Financiación del déficit público
 - i. Monetización
 - ii. Problema: inflación
 - iii. primera solución: Ley General Presupuestaria de 1977

II. FINANCIACIÓN ENTRE 1982 Y LA ENTRADA DE LA UEM

- 1. Introducción
- 2. Creación de una gama de instrumentos de deuda pública
 - i. Años 80
 - ii. Años 90
- 3. Creación de una base de inversores
 - i. Coeficientes de inversión obligatoria
 - ii. Medidas
 - iii. Alargamiento de la vida media
- 4. Creación de un mercado primario
 - i. Procedimiento de subasta competitiva
 - a. Requisitos de un procedimiento de emisión
 - b. Subasta competitiva
 - c. Procedimiento de subasta competitiva en la actualidad
 - d. Segundas vueltas
 - e. Canjes de deuda del Estado
 - ii. Organización del mercado
 - a. Anotación
 - b. Compensación y liquidación
 - iii. Agentes participantes
 - a. Tesoro
 - b. Banco de España

- En segunda votación, sólo en algunos instrumentos
- d. Euro-CAC desde 2012
 - De tipo Double limb
- e. Acuerdo del Eurogrupo de 2018
 - EU deberá introducir single-limb a partir de 2022
 - Borrador para revisión del tratado del MEDE

CONCLUSIÓN

1. Recapitulación

- i. Evolución de la financiación del déficit
- ii. Política del Tesoro en la actualidad
- iii. Sostenibilidad de la deuda

2. Idea final

- i. Análisis de financiación en exposición
- ii. Generación de pasivo es otra cara de la moneda
 - a. Qué factores dan lugar al déficit público
 - b. Por qué ha evolucionado como lo ha hecho en España
 - c. Fases de consolidación y expansión del déficit

- c. Titulares de Cuentas
- d. Entidades Gestoras
- e. Creadores de Mercado

5. Creación de un mercado secundario

- i. Ventajas
- ii. Funcionamiento
- iii. Instrumentos

6. Balance del período

- i. Consolidación
- ii. Efectos de largo plazo

III. FINANCIACIÓN DESDE LA ENTRADA EN LA UEM HASTA LA CRISIS

- 1. Reducción necesidades de financiación
- 2. Pérdida de peso de la deuda pública frente a otros activos
- 3. Aumento de las tenencias de Bonos y Obligaciones
- 4. Aumento de la vida media de la deuda del Estado
- 5. Aumento de la calidad crediticia
- 6. Aumento de la competencia

IV. FINANCIACIÓN DESDE LA CRISIS HASTA LA ACTUALIDAD

1. Características

- i. Aumento de necesidades de financiación
- ii. Aumento del coste de la deuda
- iii. Política del tesoro

2. Política del tesoro en 2016

- i. ACTUALIZAR
- ii. Estrategia de Financiación Anual 2018

CONCLUSIÓN

1. Recapitulación

2. Idea clave

¹⁰Es decir, a negarse a aceptar reestructuración o cambio de condiciones.

GRÁFICAS

CONCEPTOS

PREGUNTAS

NOTAS

Buen tema para cantar, pero hay que actualizar última parte. Muy complementario con el 27.

BIBLIOGRAFÍA

Mirar en Palgrave:

■

Cuerpo, C.; Ramos, J. M. (2014) *Spanish Public Debt Sustainability Analysis* Hacienda Pública Española – En carpeta del tema

Delgado, M.; García, B.; Zubimendi, L. *La evolución de la deuda pública en España en 2017* (2018) Banco de España. Notas Económicas – En carpeta del tema

Delgado-Téllez, M.; Kataryniuk, I.; López-Vicente, E.; Pérez, J. J. (2020) *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea* Banco de España. Documentos ocasionales. Nº 2021 – En carpeta del tema.

Marín Gonzalez, C. (2020) *Descomposición de los saldos presupuestarios de las CCAA 2014-2018* FEDEA. Estudios sobre la Economía Española [Disponible aquí](#) – En carpeta del tema

Tesoro Público (2020) *Estrategia de Financiación del Tesoro 2020* http://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/Estrategia_ES.pdf – En carpeta del tema