

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

# 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
<b>Total</b>	<b>-1,8 %</b>	<b>-1,5 %</b>	<b>-1,2 %</b>	<b>-0,9 %</b>

# 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<sup>1</sup>

### 1. Hasta 1975

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

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

<sup>1</sup>CECO.

- 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 tesoro<sup>2</sup>

#### 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%<sup>3</sup>  
Fin de programa PSPP  
→ Diciembre de 2018  
Previsibles subidas en el futuro  
→ Tratar de aprovechar bajo coste actual
- d. Coste de la deuda en circulación<sup>4</sup>  
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

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

<sup>3</sup>Ver [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)

<sup>4</sup>Ver 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-covid<sup>5</sup>*
- 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

<sup>5</sup>Ver [Tesoro: boletín estadístico mensual](#).

- En todos salvo en letras
- Ligeramente 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 TECG<sup>6</sup>
- 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 Presupuestario<sup>7</sup>

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

<sup>6</sup> Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

<sup>7</sup> [https://www.hacienda.gob.es/CDI/EstrategiaPoliticaFiscal/2020/Plan\\_Presupuestario\\_2020.pdf](https://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

<sup>8</sup>Haciendas territoriales

- 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 HHTT<sup>8</sup>
    - 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

- 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 colectiva<sup>9</sup>

- 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

<sup>9</sup>Ver [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 holdout<sup>10</sup>
- 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

<sup>10</sup>Es decir, a negarse a aceptar reestructuración o cambio de condiciones.

- 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



## 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](http://www.tesoro.es/sites/default/files/estrategia/Estrategia_ES.pdf) – En carpeta del tema