
Dinero que no falte y trampa adelante

Raimundo Ortega
14 mayo, 2020

Dos profesores de la Universidad de Alcalá publicaron en el diario *El País* recientemente un documentado artículo, titulado «Sin perdón», en el cual hacían un relato histórico sobre una cuestión que la pandemia del COVID-19 ha puesto de angustiosa actualidad: ¿qué hacer cuando el tamaño de la deuda de los Estados Europeos —y de EE.UU. añado yo— «asuste a los banqueros y fondos de inversión»? El relato que los autores del artículo recordaban puede resumirse en pocas palabras: salvo excepciones, no ha habido impagos y tanto deudores como acreedores han preferido siempre renegociar las condiciones de esas deudas.

La historia, pocos lo dudan, suele ofrecer una guía muy útil para configurar posibles soluciones a un acuciante problema que, en este caso al menos, se nos va a plantear en España. Recorro en apoyo de esta afirmación a un reciente informe de una agencia americana de calificación de riesgo —Moody's— en el cual se aventura que una parte sustancial de la deuda que este año emita el Tesoro español recalará en el balance del BCE y, segundo, que con una u otra vestimenta, el Gobierno deberá aceptar la condicionalidad de esa ayuda y someterse, en mayor o menor grado, a la vigilancia y tutela europea.

Este no es, sin embargo, el propósito del blog que publica *Revista de Libros* sino una sencilla reflexión sobre cómo se pagará esa gigantesca deuda que cuando finalice el año pesará sobre nuestro país y, lo cual es más doloroso, sobre las generaciones futuras: esos niños que comenzaron a salir de su «confinamiento» ajenos a los sacrificios financieros a que se verán forzados al llegar a la edad adulta.

Recordar cómo nuestras autoridades económicas veían a principios de año las perspectivas para 2020 ayudará a comprender mejor la magnitud del cambio provocado por la pandemia. En diciembre de 2019, el Banco de España publicó las «Proyecciones macroeconómicas de la Economía Española (2019-2022)» enviadas al Eurosistema. En ellas se cifraba un crecimiento del empleo de 1,2%, un descenso de la tasa de paro de 0,7 puntos básicos respecto a 2019 y una mejora en el déficit público del 0,4% del PIB. A las cifras se añadían, para consumo interno, unos juicios someros pero significativos y justificados en esas fechas: el dinamismo de demanda nacional descansará en la «solidez de la posición patrimonial de hogares y empresas» y «la tasa de desempleo [seguiría] descendiendo». Pero se hacía la siguiente advertencia: «La capacidad de resistencia frente a hipotéticos desarrollos desfavorables se vería fortalecida con la adopción de un programa de reformas estructurales orientadas a impulsar el potencial de crecimiento de la economía». Por su parte y respecto a la financiación de la deuda pública, el Ministerio de Hacienda y en concreto el Tesoro eran decididamente optimistas; por ejemplo, se subrayaba, fundadamente, la reducción de las emisiones de deuda y de su coste medio y el alargamiento de su vida media —superior a los siete años y medio—, aun cuando el hecho de que casi la mitad del saldo vivo de la misma estuviese en poder de no residentes no merecía el toque de atención debido.

Hasta aquí el pasado optimista, ahora la preocupante situación a comienzos de mayo. El Banco de España, que confiaba en diciembre en solo un leve descenso del PIB del 2% al 1,7%, presenta ahora tres escenarios, dependientes de cuándo se «normalice» la actividad económica y que oscilan entre un crecimiento negativo del PIB entre el 6,6% en el mejor de las hipótesis al 13,6% en la peor; todo ello con el consiguiente efecto negativo en el paro —que aumentaría entre el 13,6 y el 21,7%—; del déficit público—entre el 2,2% y el 11% del PIB—, y de la deuda pública, que pasaría del 96% del PIB previsto para 2020 al 122,3% en el escenario más pesimista de los barajados ahora. Por su parte FUNCAS —el *think tank* dedicado a la investigación económica en el marco de la Obra Social de la CECA— añade algunos detalles a ese marco desolador del sector público: los ingresos presupuestarios de la Administración se reducirían en 56.000 millones de euros respecto a 2019 y los gastos se incrementarían en 28.000 millones, con lo cual el déficit podría elevarse hasta los 118.000 millones de euros frente a los 32.900 millones en 2019. Los datos más recientes provienen de la *Actualización del Programa de Estabilidad-2020* que el Gobierno acaba de enviar a Bruselas y que confirman el panorama desolador para 2020 que tanto el Banco de España como FUNCAS dibujaban: caída del PIB del orden del 9,2% y del consumo privado del 8,8%, traducido en una tasa de paro del 19%; a todo lo cual se unen unas cifras ligeramente menos alarmantes que las calculadas por FUNCAS tanto para la evolución de ingresos y gastos así como del déficit. La novedad reside en el optimismo que el plan rezuma para 2021, pues aventura un crecimiento del PIB del 6,8% y del consumo privado del 4,7% basándose en que, después de la intensa caída que espera para el segundo trimestre de este año, se registrará una recuperación gradual entre julio y diciembre que daría paso a la fuerte escalada de la tasa de crecimiento esperada para 2021, la cual, según el Gobierno, estaría basada, fundamentalmente, tanto en el consumo —¿se ha tenido en cuenta el número de parados y la merma

de sus rentas disponibles?, puede uno preguntarse— como en la inversión privada y en las exportaciones.

Tan alarmantes cifras son fiel reflejo de la gravedad de una situación que muestra su aspecto más cercano cuando se nos pronostica que si se contabilizasen como parados a los trabajadores afectados por los ERTE (expediente de regulación temporal de empleo) la tasa de paro en 2020 podría llegar al 24%. A todo lo cual añadido los dos datos más recientes en el momento en que esto se escribe: el PIB del primer trimestre de 2020 descendió un 5,2% respecto a los tres últimos meses de 2019, debido en buena parte a una caída en el consumo de las familias del 7%.

Pensemos ahora en el futuro. La posible recuperación de la economía española —que podría comenzar en el segundo semestre de este año— dependerá de la situación mundial y de la política del Gobierno en esos meses. Sin entrar a discutir su acierto conviene resaltar que, hasta el momento, los recursos comprometidos por el Ejecutivo español para paliar la situación, 139.000 millones de euros según el documento oficial enviado a Bruselas, a los que habrán de añadirse los 16.000 millones de euros de un fondo extra de liquidez para las comunidades autónomas recientemente anunciado por el presidente del Gobierno, son los menores de los destinados a esos fines por otros gobiernos de nuestro entorno europeo y de los Estados Unidos. ¿Podemos hacer más y hacerlo mejor? Lo segundo parece indudable, lo primero dudoso teniendo en cuenta el delicado estado de nuestras finanzas públicas. A comentar este espinoso asunto se dedica la segunda parte de este blog.

No va a resultar difícil seguir el consejo de Sancho Panza en su particular programa de «reconstrucción» de la ínsula Barataria —y que da título a este blog— puesto que, según las recientes noticias facilitadas por la prensa económica... y la no tanto, a finales de año la deuda pública de los países más desarrollados alcanzaría la astronómica cifra de 66 billones —(¡sí, billones: 10^{12} !)— de dólares, lo que equivaldría al 122% de sus respectivos PIB. A esta llamada de atención convendría añadir los 18 billones de dólares a que ascienden los diferentes «apoyos» monetarios que los cuatro grandes bancos centrales —Reserva Federal, BCE, Banco de Inglaterra y Banco de Japón— han facilitado desde 2007. ¿Cómo se va a pagar todo eso, se preguntará más de un lector? La respuesta es: difícilmente. Existen tres grandes opciones —como ha señalado no hace mucho *The Economist*— sobre las cuales bien haría nuestro Gobierno en ir meditando y que resumo a grandes rasgos confrontándolas aquí y allá con algunas cifras para no asustar pero sí informar al lector.

Opción 1.- Política fiscal

El enunciado general de esta opción es muy sencillo: se suben los impuestos y se reduce el gasto... y aquí paz y después gloria. Ahora bien, siendo ambos objetivos mucho más difíciles de alcanzar que de formular, coinciden en que ambos son impopulares: implican cambios en la distribución de la riqueza y dependen en buena medida de decisiones políticas que, en general, se adoptan mirando únicamente a corto plazo —a veces a tan corto plazo como las próximas elecciones— y olvidando el medio y largo plazo habida cuenta de que las generaciones futuras no votan, lo cual favorece el recurso generoso al endeudamiento.

Recordemos por un momento el desequilibrio de gastos e ingresos previstos por el Gobierno para el año en curso —unos 116.000 millones de euros—. El desequilibrio ha sido un rasgo muy frecuente en

nuestras cuentas públicas, lo cual permite la licencia de hablar de una tendencia al déficit estructural (concepto puesto en duda en una reciente obra del gran biógrafo de Keynes, Robert Skidelsky, titulada *Money and Government*). Pero, puesto en duda o no en la discusión académica, ¿es imaginable recortar las pensiones, que ascienden según el Proyecto de presupuestos generales del Estado para 2019 a casi 154.000 millones de euros; contener el gasto social, que absorbía de acuerdo a esas olvidadas páginas algo más del 57% del total del gasto o detener el incremento de las remuneraciones a funcionarios y trabajadores públicos, que ascienden a algo más de 142.000 millones de euros? No se trata de eso, advertirán los partidarios de subir impuestos. Ciertamente que cabe incrementar los ingresos con la creación de nuevas figuras impositivas ligadas, por ejemplo, a la defensa del medio ambiente o elevar la presión fiscal sobre determinados niveles de renta o patrimonio. Pero ¿cabe pensar que con ello se alcanzaría a reducir sensiblemente la brecha antes señalada? ¿No nos estaríamos olvidando de que, dada la imperiosa necesidad de acudir a los mercados, conviene actuar cautelosamente, sobre todo porque casi la mitad de nuestra deuda viva está en manos de inversores extranjeros?

Opción 2.- Negociar la reestructuración de nuestra deuda

Si una lección se desprende del artículo mencionado al principio es que la mejor y más utilizada opción que los países imposibilitados para hacer frente a su endeudamiento exterior tienen es la renegociación de su deuda con los acreedores. El artículo de Martín-Aceña y Martínez Ruiz menciona el caso de Grecia y los efectos que la crisis financiera tuvo sobre su economía cuando en 2010 la deuda soberana llegó al 140% de su PIB. Pero no mucho después, España debió hacer frente a una reestructuración de su sistema bancario ocasionada inicialmente por el deterioro de la economía internacional entre 2008 y 2009, que provocó una grave crisis doméstica durante el período 2008-2011. A lo largo de ese trienio se adoptaron diversas medidas para asegurar la liquidez de nuestras entidades financieras y reestablecer la confianza de depositantes e inversores.

Pero cuando en 2012 la actividad económica dio señales de desaceleración y los mercados de deuda empezaron a impacientarse por las dificultades de algunos países, como España, para reestructurar sus sistemas financieros, nuestro Gobierno hubo de pedir formalmente asistencia financiera a las autoridades europeas. Esta fue aprobada en junio de 2012 por un importe máximo de 100.000 millones de euros y estaba ligada al cumplimiento de diversos requisitos de recapitalización y reestructuración de numerosas entidades, señalización de los activos dudosos y liquidación de las entidades más vulnerables. Finalmente la cantidad utilizada ascendió a 41.333 millones de euros. Pero lo que interesa subrayar ahora es que la Comisión Europea y el BCE, con la colaboración de otros organismos internacionales como el FMI, impusieron un seguimiento periódico del ritmo de cumplimiento del programa acordado y de los compromisos en él establecidos; seguimiento que se tradujo en visitas regulares de una delegación de aquellas entidades a España. En otras palabras, que al referirse a los problemas que encierra esta segunda opción para hacer frente al pago de un endeudamiento excesivo no se están comentando experiencias exclusivamente foráneas y lejanas en el tiempo.

Pero ¿de qué volumen de deuda pública estamos hablando? Si tomamos como base el PIB pm calculado por el INE para 2019, que asciende a 1.245,3 miles de millones de euros, y se le aplica la caída estimada por el Gobierno en su *Actualización del Programa de Estabilidad 2020*, un 10,1%, se

obtiene un PIB pm a precios corrientes para 2020 de 1.119,6 miles de millones de euros. Por otra parte, habida cuenta de que la relación Deuda PDE /PIB se estima para este año en un 115% en ese mismo documento, al aplicar dicha relación al PIB pm estimado para 2020, el lector se encontrará la impresionante cifra de 1.380,8 miles de millones de euros al finalizar este año. Repuesto de la impresión el amable lector podría interesarse por cuánta deuda se va a emitir en este ejercicio y cuáles pueden ser las condiciones; es decir, su coste. Todos ellos son detalles necesarios para intentar sondear los derroteros de una futura renegociación de la misma. ¡Pero no olvidemos que esto es un simple ejercicio contable sin mayor trascendencia, faltaría más y que, por añadidura, las fuentes estadísticas utilizadas raramente responden directamente a lo que el curioso les pregunta, forzando a realizar más de una inferencia!

Pues bien, basándome tanto en las previsiones del Ministerio de Hacienda como en las modificaciones indicadas en la «nueva normalidad» y enviadas hace unos días a Bruselas, me atrevería a pronosticar que a finales de 2020 y con la deuda antes citada del orden de 1.380,8 miles de millones de euros, no sería muy atrevido aventurarse a afirmar que a lo largo de este año el Tesoro precisaría emitir como mínimo 350.000 millones de euros a medio y largo plazo —no parece que, por el momento entre en sus planes emitir deuda perpetua— y 80.000 en letras del Tesoro —es decir, a corto plazo—. No es tampoco fácil calcular el coste de esas nuevas emisiones pero es seguro que superará ampliamente el 0,14% previsto a comienzos de año, no siendo impensable que el mercado exigiese algo más de un 1% para la deuda a medio y largo plazo y como mínimo un 0,25% para el corto plazo. El resultado sería un incremento en el capítulo de intereses de los Presupuestos en torno a los 4.500 millones de euros. Para completar ese espinoso cuadro una escueta referencia a otra recientísima publicación del Banco de España en su papel de supervisor de la estabilidad financiera. Después de mencionar el aumento de las primas de riesgo y del diferencial de la deuda pública a 10 años respecto a la alemana, declaraba su preocupación en vista de que las entidades de depósito españolas seguían en diciembre de 2019 en la última posición del indicador de riesgo sistémico, riesgo que, añadía, «ha repuntado con fuerza debido a los efectos sobre los mercados financieros asociados a la crisis del COVID-19».

¿Cómo negociar ese endeudamiento y despejar esos puntos flacos de nuestro sistema bancario? Bien es cierto que en el caso de la deuda una buena parte acabaría en el balance del BCE y otra —cada vez menor— en el de la banca española, pero la mitad aproximadamente iría a manos de inversores extranjeros quienes, sin duda, exigirían en una hipotética negociación cambios drásticos para alargar, por ejemplo, los vencimientos. ¿Estaría este —u otro Gobierno— en situación de contener el gasto en pensiones o en reducir, primero, las retribuciones de los funcionarios públicos y, después, su número? ¿Qué pensarían de la renta mínima vitalicia caso de implantarse, y de las reformas en nuestro marco fiscal en general de forma que pudiesen traducirse en un incremento sustancial de los ingresos?

Opción 3.- Alcanzar una política económica equilibrada

Es difícil confiar en que un país cuyos sucesivos gobernantes le han llevado a una situación de endeudamiento crítica que obliga ya a una reforma drástica de su sistema fiscal —y por ende la distribución de su riqueza—, o a la humillante situación de verse intervenido —incluso si la intervención se disfraza de competentes consejos—, pueda poner en marcha una política económica duradera y sensata, explicada honestamente a sus ciudadanos, en la cual se combinen un

crecimiento real sostenible y una inflación moderada. Pero ese suele ser el camino menos traumático para ir reduciendo el peso del endeudamiento contraído durante los años de desgobierno, pasividad y despilfarro. Se trata en definitiva de recortar paulatinamente la relación deuda/ producto.

En el período comprendido entre los años 2014-2019 nuestro PIB a precios constantes mantuvo un crecimiento medio del 2,6% y la inflación —medida por deflactor implícito del PIB pm— fue del 0,78%, mientras que el coste medio de la deuda pública a medio y largo plazo —10 a 30 años— alcanzó un 2,13%. Fue este un período caracterizado por dos grandes rasgos: crecimiento muy moderado de la economía y unas tasas de inflación contenidas, de tal forma que se alcanzó el objetivo de que el crecimiento nominal superase los tipos de interés pagados por nuestro incontrolado endeudamiento. Pero las perspectivas en estos meses próximos no son muy halagüeñas, ya que, si bien es posible que la tasa de inflación sea negativa, el crecimiento en 2020 también lo será. Y está por ver si cambia el signo en 2021 o al menos se recupera lo suficiente como para compensar el inevitable incremento del coste de nuestro endeudamiento.

Estamos, pues, muy lejos de emprender el camino virtuoso de, por ejemplo, un crecimiento real del 3,5% que combinado con una inflación del 1,5% nos permitiría ir reduciendo ese 15% en que se prevé que la deuda supere nuestro PIB a finales de este año. Cuando por fin se encuentre la vacuna eficaz contra el COVID-19 puede que en España sigamos buscando la política económica que nos ayude a reducir paulatinamente el gigantesco endeudamiento que nos amenaza durante los próximos años¹.

Las cifras aquí utilizadas son las disponibles a 4 de mayo de 2020, parte de las cuales han sido recopiladas con la ayuda de Rafael Álvarez Blanco, a quien agradezco su colaboración. Como es habitual, si se hubiera deslizado algún error sería de mi exclusiva responsabilidad. Las abreviaturas utilizadas son las siguientes: PIB pm, *PIB a precios de mercado*; Deuda PDE, *Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo de la Unión Europea*.

¹. El día 6 de mayo, la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIRef), en la versión completa de su *Informe sobre la Actualización del Programa de Estabilidad 2020-2021* concluía indicando que de acuerdo a su modelo a largo plazo, para mantener estable en 2030 el nivel de deuda de 2021 y suponiendo que se lograra reducir cada año el déficit proyectado para 2021 en un 0,9% el equilibrio fiscal se alcanzaría en el año 2030. Y es más, sería preciso mantener ese equilibrio presupuestario casi otra década para volver a la relación del 95% del PIB en 2038. ¡Pero, como dirán algunos, los modelos nunca aciertan!