



X Congreso Internacional de la AEHE
8, 9 y 10 de Septiembre 2011
Universidad Pablo de Olavide
Carmona (Sevilla)

TÍTULO: “Repudios, arreglos y adulteraciones.
Las crisis de la deuda pública en la España contemporánea (1800-2011)”

SESIÓN: “Crisis financieras: las lecciones del pasado”

AUTOR: Francisco Comín

INSTITUCIÓN ACADÉMICA: Universidad de Alcalá (Madrid)

Introducción

- 1.- Los indicadores de las crisis de la deuda (siglos XIX y XX).
- 2.- Los costes de una gestión irresponsable de la deuda pública.
 - 2.1.- Los repudios de los absolutistas.
 - 2.2.- Los arreglos de la deuda de los primeros liberales.
 - 2.3.- Los arreglos de Bravo Murillo y García Barzanallana.
- 3.- Las reestructuraciones de la deuda pactadas.
 - 3.1.- La conversión de Camacho.
 - 3.2.- La reforma de Fernández Villaverde.
 - 3.3.- Los arreglos del período de entreguerras.
 - 3.4.- El arreglo de Larraz.
- 4.- La adulteración de la moneda y el impuesto inflacionista.
- 5.- La graduación en la gestión responsable de la deuda durante la democracia.
- 6.- El espejismo del euro y la crisis actual de la deuda pública española.

Conclusiones

Introducción

Las crisis de la deuda se originan por la acumulación creciente de deuda pública emitida por los gobiernos para financiar los sucesivos y crecientes déficit presupuestarios. La crisis estalla cuando el tamaño de la deuda es tal que el Estado no puede atender los servicios de la misma, porque éstos alcanzan un porcentaje considerable del gasto público (o, mejor, de los recursos impositivos). En la primera sección, por tanto, analizaremos la evolución del déficit, el tamaño de la deuda y las cargas que ésta suponía para el presupuesto, para identificar las crisis de la deuda. Ante la imposibilidad del Estado de seguir pagando los intereses de la deuda o de amortizarla, mediante la realización de activos, no queda otra solución a los gobiernos que declarar la bancarrota, impago o default. Estas declaraciones de bancarrotas adquirieron diversas manifestaciones en la España contemporánea según pasaba el tiempo. Primero fueron los repudios, que implicaban el no reconocimiento por un monarca de la deuda emitida por otros gobiernos previos, o los repudios encubiertos que fueron las reestructuraciones de la deuda decididas unilateralmente por los gobiernos, estudiados en la sección 2. Los arreglos de la deuda implicaban alguna de las operaciones siguientes: a) reducir el nominal de los títulos; b) rebajar el tipo de interés nominal; c) recortar el rendimiento neto, y c) alargar el vencimiento de los títulos. A ellos recurrieron algunos ministros españoles del siglo XIX y de la primera mitad del siglo XX para solucionar las crisis de la deuda. En una segunda fase, estos arreglos fueron pactados con los inversores extranjeros, como veremos en la sección tercera. Por si fuera poco, en algunas coyunturas apuradas, los gobiernos españoles dejaron de satisfacer íntegramente los intereses de la Deuda. En la época final del Antiguo Régimen, y en los primeros tiempos del régimen liberal, no se pagaban los intereses de algunos títulos; tampoco en los difíciles tiempos del Sexenio pudieron satisfacerse los compromisos financieros del Tesoro, aunque se presupuestasen los créditos correspondientes.

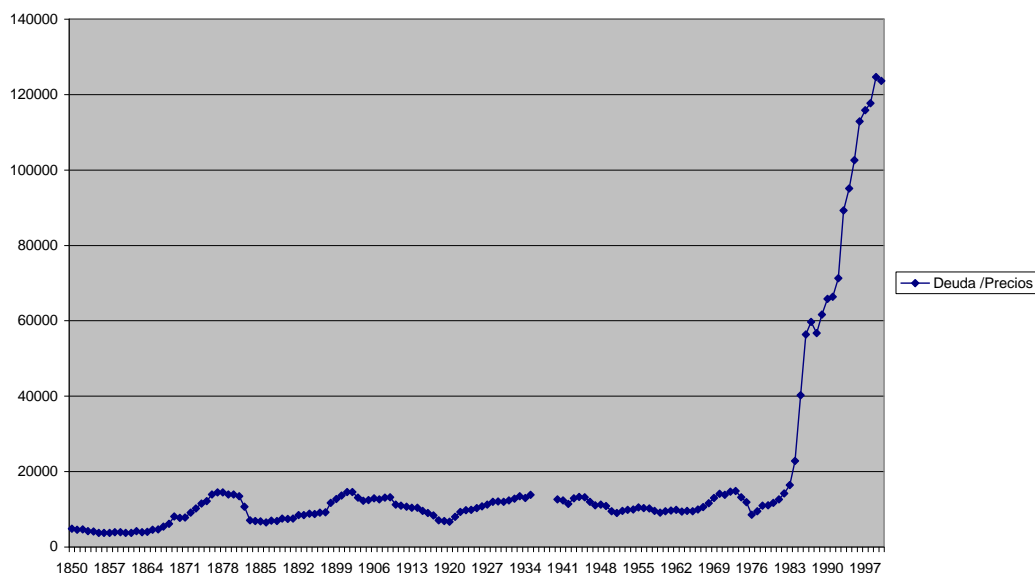
Posteriormente, como veremos en la sección cuarta, una vez que la mayor parte de la deuda era interna se recurrió a una nueva forma de solucionar las crisis de la deuda, que fue aplicar el impuesto inflacionista, pues el crecimiento de los precios rebajaba el valor real de la deuda y el tipo de interés real. Este mecanismo de adulteración de la deuda se aplicó desde la primera guerra mundial y, sobre todo, durante el franquismo. Finalmente, en las secciones quinta y sexta, veremos una nueva fase en resolución de la crisis de la deuda, que se inició con la democracia, cuando se impuso la responsabilidad fiscal ante los compromisos financieros del Estado, y que acabó con la integración de España en el euro y el eurosistema.

1.- Los indicadores de las crisis de la deuda (siglos XIX y XX).

Para calcular el crédito (o la calificación) otorgado a la deuda pública de los gobiernos, las agencias de rating tienen en cuenta tres series fundamentales: 1) la relación deuda pública/PIB; 2) la relación déficit público /PIB; y, 3) la asequibilidad de la deuda (debt affordability) que es el porcentaje que suponen los costes por intereses de la deuda en los ingresos no financieros (fiscales) del Estado. Aquí consideraremos estas variables y otras que también son relevantes para singularizar las crisis de la deuda en España.

1.1.- El volumen de deuda pública en términos reales: el repudio encubierto de la inflación. En el gráfico 1 se reproduce la deuda del Estado en términos reales. En el mismo se advierte que hasta 1983, la deuda pública en circulación, en pesetas de 1913, siempre estuvo por debajo de los 20.000 millones de pesetas. Desde el año siguiente, la deuda pública se disparó hasta alcanzar un máximo de 124.626 millones de pesetas en 1999, para reducirse ligeramente al año siguiente. El gran crecimiento de la deuda pública en términos reales desde 1984 impide ver con suficiente claridad los ciclos previos de la misma.

Gráfico 1 Deuda del Estado en pesetas de 1913 (millones)

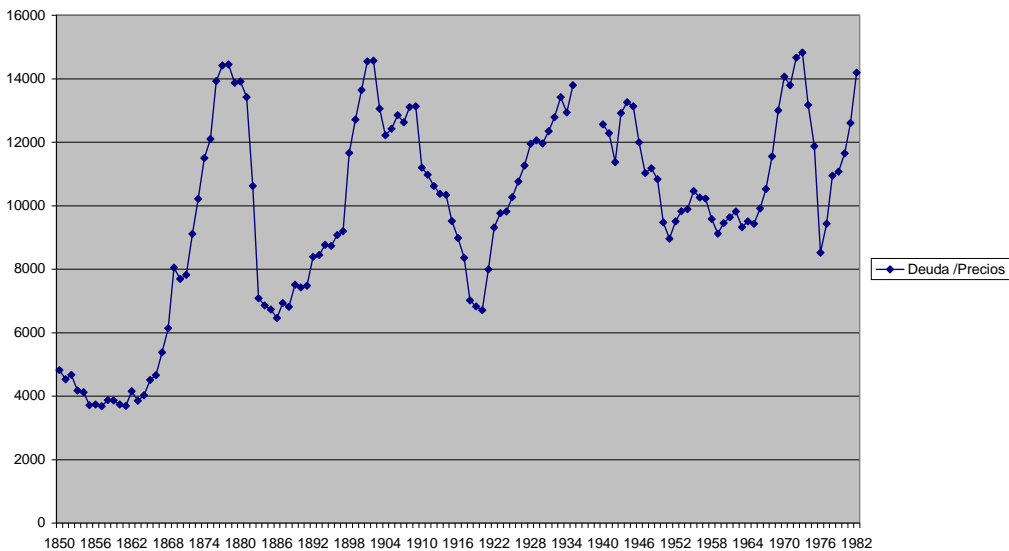


Por ello, para ver mejor los ciclos de la deuda en términos reales, se ha elaborado el gráfico 2 que llega precisamente hasta 1982. En este gráfico 2 se advierten unos máximos en la deuda pública en términos reales que se situaron en los siguientes años: 1878 (14.449 millones), 1902 (14.568 millones), 1935 (13.796 millones), 1973 (14.825 millones). El máximo 1982 (14.192 millones) no cuenta, porque la deuda siguió creciendo, como hemos visto en el gráfico 1. Aquellos años máximos ya marcan, por tanto, las crisis de la deuda en la España contemporánea. No deja de ser una casualidad que la deuda pública en términos reales situase, antes de 1983, sus máximos en una cantidad próxima a los 14.000 millones de pesetas de 1913. En términos absolutos, ahí estuvo el máximo de pesetas que los ministros de Hacienda podían asumir como endeudamiento público.

Estas crisis de la deuda se afrontaban de distintas maneras, para reducir el volumen de la deuda pública en términos reales tras esos máximos. En unos casos por la actuación del impuesto inflacionista; en otros por los arreglos o reestructuraciones de la deuda. Veamos con algún detenimiento esos ciclos del volumen de la deuda pública en términos reales.

Primero, tras el arreglo de la deuda de Bravo Murillo, su volumen en circulación cayó de los 4.814 a los 3.710 millones de pesetas entre 1850 y 1855. Tras estancarse durante prácticamente una década, desde 1864 hasta 1877 la deuda pública creció de los 4.018 a los 14.409 millones de pesetas. Este volumen marcaba, sin duda, una crisis de la deuda pública. Pues bien, desde el máximo de 1878 (14.449 millones) la deuda pública cayó hasta un mínimo en 1886 (6.456 millones). La mayor caída se produjo en 1882 y 1883, lo cual revela que el descenso de la deuda pública en esta ocasión se produjo gracias a la reestructuración de la deuda de Camacho.

Gráfico 2 Deuda pública en términos reales (Millones Pesetas de 1913)



Segundo, entre 1886 y 1901 la deuda pública en circulación creció hasta los 14.545 millones, destacando el crecimiento entre 1898 y 1901, debido a la financiación de la guerra de Cuba. Esto nos marca otra crisis de la deuda, que se solucionó por el plan de estabilización de Fernández Villaverde, que arregló la deuda y liquidó superávit presupuestarios que permitieron amortizar una parte de la deuda. En efecto, entre 1902 y 1904, la deuda pública cayó hasta los 12.212 millones de pesetas, como efecto de las amortizaciones realizadas con los superávit públicos iniciados por Fernández Villaverde. Luego la deuda pública creció ligeramente hasta un máximo local de 1909, tras el cual la deuda pública disminuyó de los 13.121 a los 6.705 millones de pesetas, en 1920. Pues bien, este considerable descenso de la deuda pública en circulación tuvo su origen, fundamentalmente, en el proceso inflacionista generado por los déficit presupuestarios, que se monetización directa e indirectamente. Esta es la innovación del siglo XX en España para defraudar a los tenedores de la deuda interna: reducir su valor real mediante la inflación, sin que medie reestructuración o arreglo legal alguno de la deuda.

Tercero, entre 1920 y 1935 la deuda pública volvió a crecer rápidamente hasta los 13.796 millones de pesetas, debido a los persistentes déficit presupuestarios. Aunque durante los años de la guerra civil, la deuda pública creció mucho más, no tenemos los datos que nos permitan reconstruir las series. Pues bien, en la posguerra, la deuda pública en circulación cayó entre 1940 y 1942, de los 12.556 a los 11.369 millones. Aunque luego el volumen de deuda pública se recuperó hasta 1944, tras este año la deuda en circulación se redujo de los 13.257 a los 8.958 millones de pesetas en 1951. En la primera caída de la deuda pública en la posguerra influyó probablemente la consolidación de Larraz, pero la drástica caída del valor real de la deuda pública posterior a 1944 fue ocasionada por el intenso proceso inflacionista hasta 1951. He aquí otro impago encubierto que lesionó los intereses de los tenedores nacionales de la deuda pública española.

Cuarto, entre 1952 y 1965, el volumen de deuda pública permaneció prácticamente estancado, pero desde este año hasta 1973, el volumen de deuda pública en términos reales

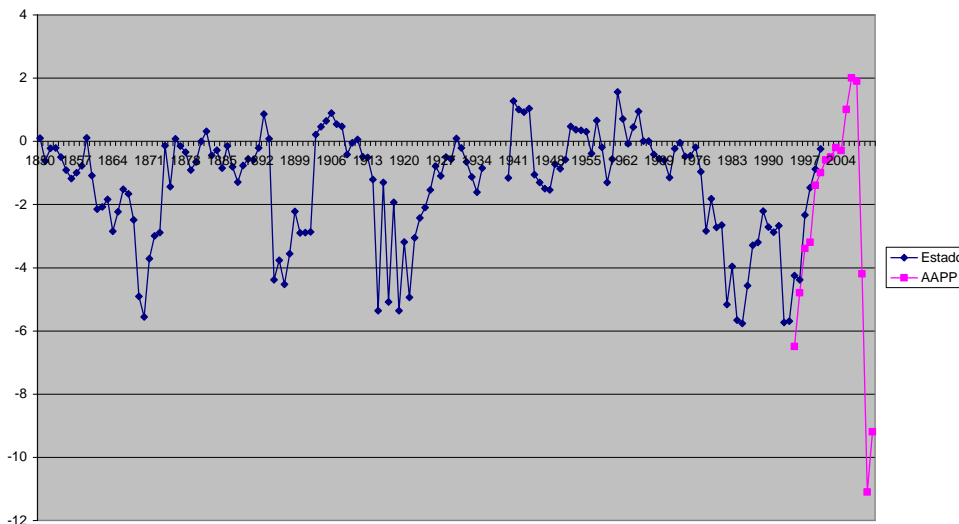
aumentó de los 9.421 a los 14.825 millones de pesetas. La fuerte inflación que se desencadenó posteriormente redujo el volumen de deuda pública hasta los 8.513 millones de pesetas de 1976. Esta fue la tercera vez, la segunda del franquismo, que el Estado perjudicó a quienes habían financiado sus déficit, en otro impago parcial de la deuda, por la inflación.

Quinto, los déficit públicos liquidados durante la transición a la democracia hicieron crecer el volumen real de deuda pública, hasta llegar a la crisis de la deuda actual, que analizaremos mejor posteriormente.

1.2.- El origen de las crisis: los persistentes déficit presupuestarios.

Hasta 1958, la contabilidad pública carecía de unidad presupuestaria, lo cual quiere decir que el aumento de la deuda pública en circulación podía surgir del déficit del presupuesto del Estado, pero también de las emisiones de otras deudas públicas para financiar presupuestos extraordinarios de obras públicas, para financiar organismos autónomos o para financiar determinadas operaciones como la compensación a las entidades expropiadas durante las desamortizaciones. No obstante, el principal determinante del crecimiento de la deuda pública era el déficit presupuestario del Estado y de las Administraciones públicas.

Gráfico 3 Saldo presupuestario / PIB (Porcentajes)



En el gráfico 3, se recoge el porcentaje que el saldo del presupuesto del Estado suponía con respecto al PIB. En ese gráfico, las crisis de la deuda pública vienen determinadas por los amplios déficit públicos (con signo negativo) que alcanzaron sus mayores cotas en los siguientes años. Primero, en los años del Bienio Progresista creció el déficit público, que alcanzó un máximo de 1,2% del PIB en 1856. El volumen del déficit no fue suficiente para ocasionar una crisis de la deuda. Segundo, tras alcanzarse el equilibrio presupuestario en 1859, el déficit público aumentó hasta un máximo del 5,6% en 1870, volviéndose después al equilibrio presupuestario en 1876. Este periodo del Sexenio Democrático sí que marcó una crisis importante de la deuda pública, puesto que los déficit fueron considerables. Además, su reducción posterior fue debida a que se dejaron de pagar, precisamente, los intereses de la deuda, como veremos.

Tercero, aunque hasta 1892 predominaron los déficit en el presupuesto del Estado, éstos no fueron muy grandes, destacando el 0,9% en 1879 y el 1,3% en 1888. Estos déficit eran muy pequeños para ocasionar una crisis de la deuda, sobre todo en comparación con los amplios déficit públicos posteriores de los años 1895 a 1902, cuando éstos estuvieron por encima del 2% del PIB rondando el 4% entre 1895 y 1898. Estos amplios déficit volvieron a marcar una nueva crisis de la deuda pública en España.

Cuarto, tras mantenerse el equilibrio presupuestario entre 1903 y 1911, los déficit públicos volvieron a ser importantes durante la primera guerra mundial, alcanzándose un déficit del 5,0% en los años 1915, 1917, 1919 y 1921. Estos años marcan otra crisis de la deuda pública, que seguiría empeorando por los déficit presupuestarios de la dictadura de Primo de Rivera y de la Segunda República, y que desembocaría en la crisis de la deuda de la posguerra civil.

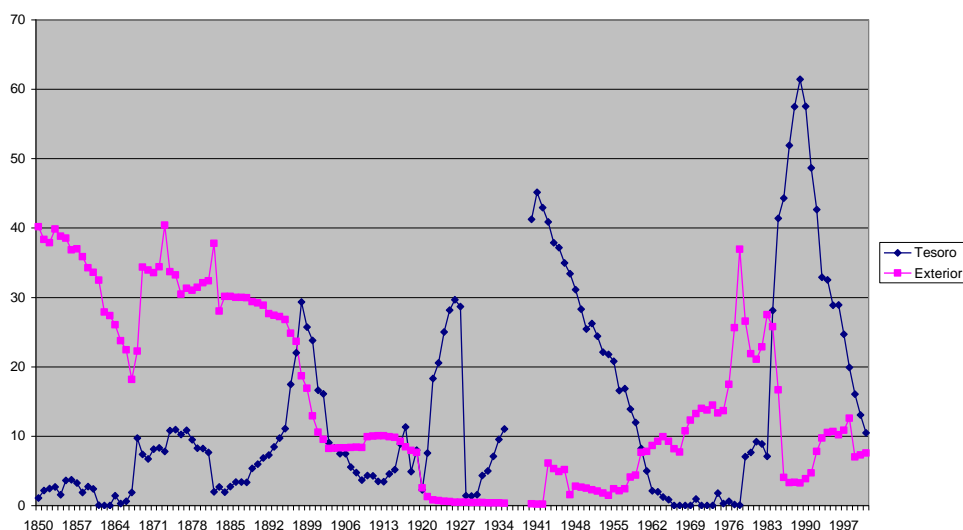
Quinto, exceptuando los déficit de la segunda mitad de los años 1940 (que fueron mayores por los atrasos de la guerra), durante el franquismo los déficit presupuestarios no predominaron. Y, además, cuando los hubo, alcanzaron valores pequeños, del 1,3% del PIB en 1959 y del 1,1% en 1971. Durante el franquismo, por lo tanto, no aparecen crisis fiscales ni, por lo tanto, crisis explícitas de la deuda pública. La explicación podría buscarse en que el franquismo recurrió a la represión financiera de los bancos y cajas de ahorros para financiar su política de crecimiento económico, lo que evitó los déficit públicos. Pero más importante fue que el franquismo recurrió al impuesto inflacionista para liquidar sus deudas. Los titulares de los depósitos bancarios y de la deuda pública fueron los perdedores de aquella política financiera y de la deuda del franquismo.

Sexto, los déficit públicos volvieron a ser importantes con el advenimiento de la democracia, situándose por encima del 2,0% del PIB entre 1978 y 1997. Los déficit del Estado alcanzaron un máximo en 1985 (del 5,8% del PIB, que históricamente fue el tope del déficit) y tras disminuir hasta 1989, el déficit del Estado volvió a aumentar hasta el 5,7% del PIB en 1993 (estos déficit públicos de 1993 y 1994 fueron causados por la corta pero profunda crisis económica de 1992-1994). Estos déficit marcaron otra posible crisis de la deuda, ante la que se reaccionó de manera ortodoxa, reduciendo los déficit del Estado. En efecto, desde 1994, el déficit del Estado se redujo hasta prácticamente alcanzar el equilibrio presupuestario en el año 2000, por la política encaminada a entrar en el euro. Durante la democracia, por lo tanto, hubo dos momentos en los cuales puede hablarse de crisis de la deuda: el primero durante la transición hasta 1985, y el segundo en 1993 y 1994. Obsérvese que las crisis fiscales en España surgieron cuando el déficit del presupuesto del Estado se aproximaba al 6% del PIB.

Séptimo, para la época reciente es mejor recurrir al déficit del conjunto de las administraciones públicas, en el que se observa que tras la reducción del déficit presupuestario desde el 6,5% del PIB hasta alcanzar un superávit presupuestario del 1,9% en 2007, al año siguiente la crisis fiscal se desencadenó rápidamente alcanzando un déficit público del 4,2% en 2008 y del 11,1% en 2009. Desde el punto de vista del déficit, esta crisis reciente parece la peor crisis fiscal en España, y su origen ha sido la crisis económica, que redujo los ingresos públicos y aumentó los gastos. Aunque el gobierno tardó en reaccionar, el cambio de política económica en mayo del 2010, ante el contagio de la crisis griega, permitió una reducción del déficit en este año hasta el 9,2% del PIB, cifra que seguía siendo muy elevada en términos históricos.

Históricamente, por tanto, las crisis fiscales se manifiestan en un rápido aumento del déficit público, como sucedió en los períodos políticamente turbulentos del siglo XIX, Bienio Progresista, Sexenio Democrático o en las guerras en las que participó España, como la guerra de Cuba por la guerra de Marruecos o, naturalmente, la guerra civil. Asimismo, el gran aumento del déficit público ocurrido durante la transición a la democracia vino desencadenado por fenómenos sociales y políticos, que agudizaron los problemas económicos planteados por la crisis de la década de 1970. Por el contrario, la crisis fiscal reciente sí que fue una crisis planteada por fenómenos exclusivamente económicos, como ha sido la influencia en España de la gran recesión iniciada en el año 2008. En cualquier caso, esta crisis fiscal todavía no era técnicamente una crisis de la deuda, en 2010, a no ser por el contagio de la crisis de la deuda griega.

Gráfico 4 Estructura de la deuda del Estado (Porcentajes)



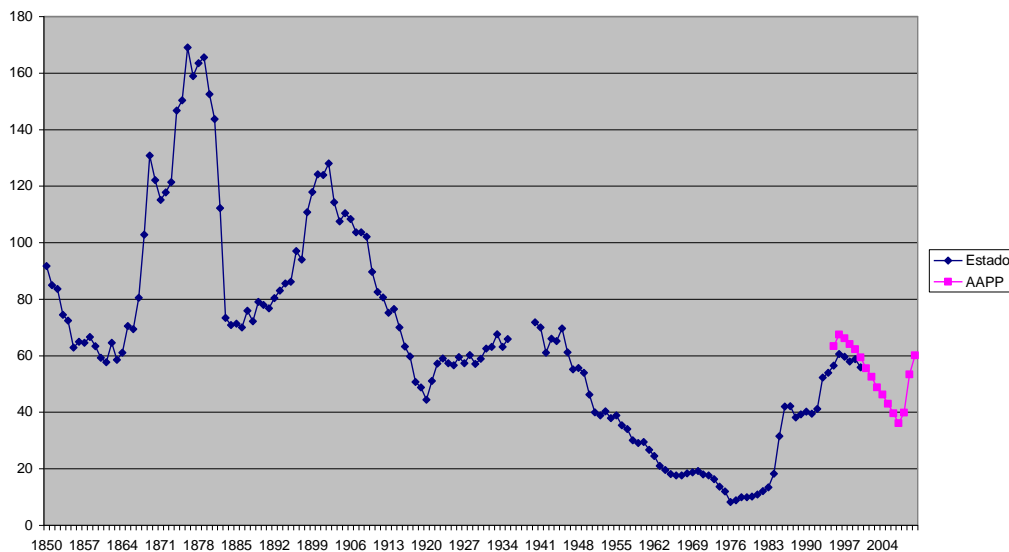
En el gráfico 4 se reproduce otro indicador de las crisis de la deuda, que es el alto porcentaje de la deuda flotante dentro de la deuda total. En términos históricos, la deuda flotante es la única a la que pueden recurrir las Haciendas en crisis, porque los prestamistas no están dispuestos a prestar a largo plazo, dada la incertidumbre y el riesgo. El excesivo recurso a la deuda flotante implicaba un abuso legal de este tipo de deuda, que sólo se puede emitir para cubrir los descubiertos que se producen a la largo de un mismo ejercicio presupuestario. A esta deuda tienden a recurrir las haciendas desesperadas. En efecto, en el gráfico 4 se advierten las siguientes crisis de la deuda reveladas por el porcentaje de la deuda flotante. En primer lugar, entre 1868 y 1878, la deuda del Tesoro rondó el 10 % de la deuda total, porcentaje muy superior al de la década previa. En segundo lugar, entre 1895 y 1903, la deuda flotante sobrepasó el 10 %, llegando incluso al 29,3 % en 1898, el año previo al arreglo de Fernández Villaverde. En tercer lugar, entre 1922 y 1926, también se abusó de la emisión de la deuda flotante, hasta alcanzar el 29,6 % en 1926; su volumen fue reducido por la consolidación de Calvo Sotelo. En cuarto lugar, durante la guerra civil y la posguerra la Hacienda abusó de la emisión de deuda flotante, que alcanzó un máximo en 1941, con el 45 % del total. Esto quiere decir que aquí había una crisis de la deuda, porque este porcentaje era insostenible. Posteriormente, la deuda del Tesoro se redujo hasta el 2 % del total en 1962. En quinto lugar, en la transición a la democracia y, sobre todo, desde 1984 se abusó de la emisión de la deuda del Tesoro, que llegó a alcanzar el 61,4 % del total en 1989. Desde el año siguiente, se redujo ese porcentaje, como se ve en el gráfico 4.

1.3.- La capacidad de pago de la economía: la relación Deuda /PIB.

El gráfico 5 recoge la relación entre la deuda pública y el PIB. Muestra más adecuadamente los ciclos de la deuda pública en España. Primero, tras la conversión de Bravo Murillo, la deuda pública en relación al PIB disminuyó del 91,7 al 58,5% entre 1850 y 1863. Por el contrario, desde 1964 el crecimiento de la deuda pública llegó a alcanzar un máximo del 169,0% en 1876. Desde la revolución gloriosa de 1868 hasta la reforma de la deuda de Camacho en 1882, el tamaño de la deuda pública en España sobrepasó el nivel del PIB, marcando una crisis muy seria de la deuda pública. La reforma de Camacho llevó a una

reducción de la deuda pública hasta 70% del PIB en

Gráfico 5 Relación Deuda pública /PIB (Porcentajes)



1886.

Segundo, posteriormente la deuda pública en circulación volvió a crecer hasta alcanzar un máximo del 128% del PIB en 1902. Entre 1896 y 1909, la relación entre la deuda pública del PIB sobrepasó el 90%, que es el porcentaje que sirve para singularizar las crisis de la deuda pública, pues a partir de ese nivel la probabilidad de impago es muy alta. La solución vino con el arreglo de la deuda de Fernández Villaverde y el proceso inflacionista de la primera guerra mundial. Gracias a estos procesos el tamaño de la deuda pública dentro del PIB cayó al 44,4% en 1920.

Tercero, a pesar de los continuos déficit públicos del periodo entreguerras, la deuda pública se mantuvo por debajo del 67,6% del PIB (nivel alcanzado en 1933). No puede hablarse, por tanto, de que existiera una crisis de la deuda durante la época de la gran depresión en España. Hubo que esperar al final de la guerra civil, en 1940, para que la deuda del Estado llegara al 71,8% del PIB, que no era un porcentaje excesivo, sobre todo si se tiene en cuenta que España acababa de salir de una guerra civil. La explicación radica en que no se financió con la emisión de deuda pública. Por el contrario, el principal medio de financiación utilizado fueron los recursos al Banco de España, lo que daría lugar a un fuerte proceso inflacionista, a pesar del cuidado que puso Larraz en la unificación monetaria, que redujo el valor real de la deuda pública. La ausencia de grandes emisiones de deuda pública durante el franquismo y el intenso crecimiento económico de los años 1950 y 1960 redujeron el porcentaje de la deuda pública dentro del PIB al 8,2% en 1976. Durante el franquismo, por lo tanto, no hubo ninguna crisis de la deuda.

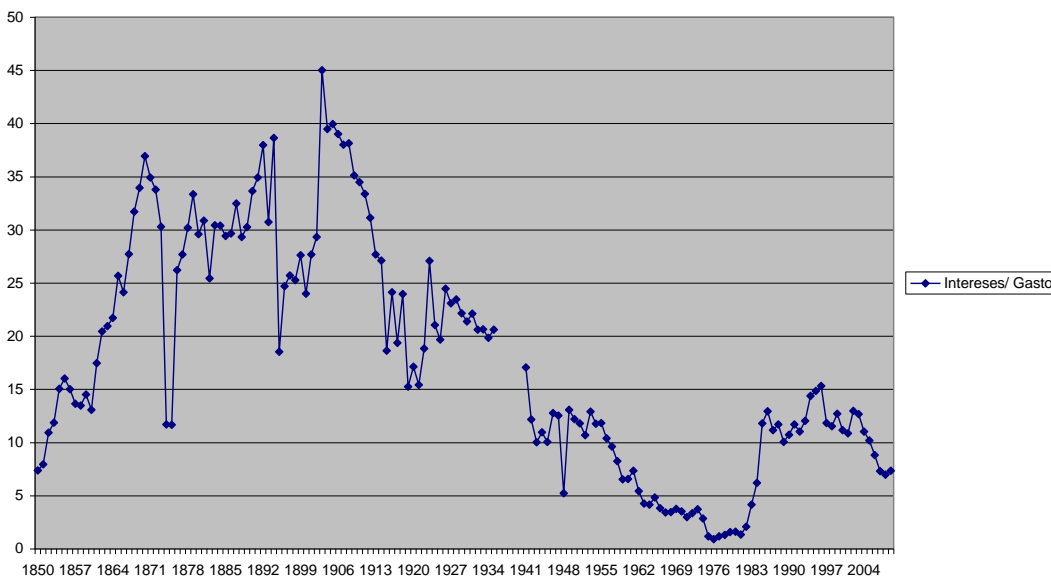
Cuarto, el tamaño de la deuda pública dentro del PIB creció del 13,4 al 60,5% del PIB entre 1983 y 1996. Tampoco hubo pues una crisis de la deuda pública durante la democracia, a pesar del fuerte crecimiento de esa relación deuda /PIB en 1993, que pasó del 41 al 52 % en uno sólo año. De hecho, fijándonos en el conjunto de las deudas de todas las Administraciones Públicas, su tamaño dentro del PIB disminuyó del 67,4 al 36,1% entre el máximo de 1996 y el mínimo de 2007. Cuando se desencadenó la crisis financiera internacional en este último año, no había en España ningún problema de la deuda pública. Al contrario, la solvencia financiera de la deuda pública española era más que aceptable. Pues bien, desde el año siguiente el tamaño de la deuda pública creció rápidamente hasta alcanzar el 60,1% del PIB, endeudamiento público que tampoco era inquietante y que prácticamente seguía cumpliendo los criterios del pacto de crecimiento y estabilidad. En 2010, técnicamente no puede decirse que hubiera una

crisis de la deuda pública en España. A pesar de lo cual, aumentó la prima de riesgo por el efecto contagio de las crisis de la deuda pública en otros países de la periferia europea.

1.4.- La asequibilidad de la deuda (debt affordability).

Otra variable que se considera importante para descubrir la existencia de crisis de la deuda es el porcentaje que los intereses de la misma suponen dentro del total presupuestario del Estado. El porcentaje de los intereses de la deuda dentro del total presupuestario se denomina asequibilidad de la deuda, e indica si el Estado tiene capacidad financiera para atender a los intereses de la misma (en inglés debt affordability); es decir si el Estado se puede permitir pagar los intereses de sus pasivos. Aunque es más idóneo considerar como divisor los ingresos ordinarios del Estado, aquí consideraremos el porcentaje que los intereses de la deuda suponían dentro del gasto del Estado, en el gráfico 6.

Gráfico 6 Asequibilidad de la Deuda (Intereses /gasto presupuestario del Estado) (Porcentajes)



Primero, tras la reforma de la deuda de bravo Murillo, el porcentaje que los intereses de la deuda suponían en el gasto total del Estado creció del 7,4 al 16% entre 1850 y 1855. Tras un descenso hasta 1860, la relación entre los intereses de la deuda con el gasto público creció hasta el 36,9% en 1870. Si se calculara se porcentaje con respecto a los ingresos ordinarios, estas cargas por intereses de la deuda serían muy superiores, e imposibles de mantener. Esto marcó una crisis importante de la deuda que llevó a la suspensión del pago de los intereses, como demostró el hecho de que en 1874 y 1875 esto sólo supusieron el 11,7% del gasto del estado. Con la vuelta la restauración, en 1876 volvieron a pagarse, aunque no totalmente los intereses de la deuda, que crecieron del 26,2 al 33,3% entre aquel año y 1879. El Estado no podía permitirse pagar aquel volumen de intereses esto fue lo que desencadenó el arreglo de Camacho que redujo los intereses de la deuda en el presupuesto hasta el 25,4% en 1882.

Segundo, este arreglo no solucionó los problemas de la deuda pues los pagos de sus intereses siguieron creciendo hasta alcanzar el 38,6% del gasto público en 1894. La profunda caída en 1895 se debe al gran aumento del gasto público debido al inicio de la guerra de Cuba. Pero la asunción por parte del Estado de las deudas emitidas para financiar esta guerra aumentó de nuevo los intereses de la deuda hasta alcanzar un máximo del 45% en 1903. Los efectos de la amortización de la deuda de Fernández Villaverde y del arreglo de la misma, así como el aumento del gasto público redujeron la carga de los intereses de la deuda dentro del PIB hasta alcanzar un mínimo del 15,2% en 1919.

Tercero, en los años 1920 y 1930 los intereses de la deuda estuvieron entre el 20 y el 25% del gasto del estado, lo cual quiere decir que había una crisis implícita de la deuda porque sus cargas tenían un gran peso dentro del presupuesto. Durante el franquismo, el presupuesto del Estado pudo atender sin ningún problema al pago de los intereses de la deuda puesto que su porcentaje dentro del gasto total del Estado cayó del 17,1 al 1,2% entre 1941 y 1975. Esta serie nos indica pues también que no hubo problemas ni crisis de la deuda durante el franquismo.

Cuarto, por el contrario durante la democracia los pagos de la deuda dentro del presupuesto crecieron del 1,3 al 15,3% entre 1981 y 1996. Desde 1985 hasta 2005, los intereses de la deuda superaron el 10% de los gastos totales del Estado, lo que era una cifra aceptable y muy inferior a la que había existido antes de la guerra civil. Entre los años 2007 y 2009, los intereses de la deuda solamente suponían el 7,3% de los gastos totales del Estado, lo cual indicaba claramente que el Estado español podía permitirse pagar el nivel de deuda en circulación sin problema alguno. Este indicador tampoco sugiere una crisis de la deuda en 2009.

Finalmente, conviene tener en cuenta que otras crisis de la deuda pueden estallar porque la Hacienda pública tenga una excesiva deuda exterior, y carezca de divisas para satisfacer sus intereses y amortizaciones. En el gráfico 4 se advierte que el tamaño de la deuda exterior fue alto hasta 1895, situándose por encima del 26 % del total. Aunque el tamaño de la deuda externa había caído tras el arreglo de Bravo Murillo hasta 1867, durante el Sexenio volvió a recurrirse a la deuda exterior fuertemente, aumentando su peso al 40,4 % en 1873. Probablemente, después del Sexenio hubo problemas para pagar los intereses de la deuda exterior, lo que llevó a Camacho a asegurar su pago en oro, lo que llevó en 1883 a declarar la inconvertibilidad de la peseta. El descenso de la deuda externa fue drástico tras el arreglo de la deuda de Fernández Villaverde, cuando exigió el affidavit a sus tenedores españoles, cuyos títulos pasaron a convertirse en deuda interior. Entre 1916 y 1922, se nacionalizaron muchos títulos de la deuda externa, que se convirtió en irrelevante, por debajo del 1 % del total. La deuda externa pública volvió a crecer durante los años sesenta, y particularmente durante la democracia, alcanzando el 36,9 % en 1978. Luego, la deuda externa cayó por debajo del 10 % del total, y aunque se recuperó en los años 1990, su nivel nunca volvió a alcanzar los altos niveles previos. La deuda externa no era un problema a comienzos del siglo XXI.

Internacionalmente, las crisis de la deuda ocuparon largos períodos de tiempo, en los que un considerable número de países se encontraron en una situación de bancarrota (default) o de arreglo (restructuring) de la deuda pública. En el gráfico 5.1 (de Reinhart y Rogoff) se aprecian cinco grandes ciclos de bancarrotas en el mundo, períodos en los cuales había un alto porcentaje de países (ponderados por su peso en el PIB mundial) con crisis profundas de la deuda externa. El primero ciclo de crisis de la deuda ocurrió durante las guerras napoleónicas. El segundo ocurrió entre 1820 y 1840, cuando la mitad de los países del mundo llegaron a la bancarrota (entre ellos, todas las naciones latinoamericanas recién creadas). El tercer ciclo empezó hacia 1870 y duró dos décadas. La cuarta crisis de la deuda externa comenzó con la gran depresión y se alargó hasta comienzos de la década de 1950. El quinto ciclo de impagos de la deuda comprende las crisis de la deuda de las décadas de 1980 y 1990. El periodo 2003-2008 mostró una ausencia casi total de países con crisis de la deuda. El único antecedente de esta tranquilidad fueron las dos décadas que precedieron a la Primera Guerra Mundial, durante el patrón oro. A esta periodización de Reinhart y Rogoff habría que añadir un sexto período que afecta a las crisis de la deuda de la periferia europea. Pues bien, España participó de todas esas fases de la crisis de la deuda.

2.- Una enorme crisis de la deuda heredada del Antiguo Régimen agravada por una gestión irresponsable.

En esta sección segunda, se analizará la fase final del Antiguo Régimen en España, cuando los gobiernos absolutistas no eran responsables en la gestión de la Deuda, pues repudiaban las deudas previas y dejaban de atender sus cargas financieras. Es lo que sucedió, como veremos en el apartado primero, en las restauraciones de Fernando VII, cuando no se reconocieron ni las Deudas exteriores en 1814, ni las Deudas emitidas por los gobiernos del Trienio constitucional en 1823. Fernando VII, además, dejó de pagar los intereses de la Deuda interior desde 1826. Los liberales también dejaron de pagar los intereses de la deuda exterior desde 1836. Ya en plena época de afianzamiento del régimen liberal, como veremos en el apartado segundo, Toreno arregló la Deuda en 1834. Posteriormente, Mon consolidó los contratos de anticipaciones y la deuda flotante en 1844. Finalmente, como veremos en el apartado tercero, incluso una vez plenamente asentada la Hacienda liberal en 1845, la Deuda pública fue arreglada forzosamente por Bravo Murillo, lo que provocó graves tensiones en los mercados internacionales que obligaron a rectificar al gobierno español, que tuvo que realizar un nuevo arreglo tras un pacto previo con los tenedores, firmado por García de Barzanallana.

2.1.- Los repudios de Fernando VII.

Los monarcas absolutistas no reconocieron los empréstitos anteriores y desatendieron los pagos de la deuda. Los gobiernos liberales sí que reconocieron todas las deudas emitidas. Esto suponía una diferencia radical en los principios fiscales con los absolutistas. Pero, en la práctica, los liberales no pudieron pagar los intereses vencidos ni pudieron amortizar la deuda. Esta irresponsabilidad fiscal de los ministros de Hacienda de la primera mitad del siglo XIX agravó el problema de la deuda heredado del siglo XVIII, deterioró la reputación del Estado como acreedor e impidió que en España tuviera lugar una “revolución financiera”. Por tanto, la Hacienda no pudo financiar el déficit con emisiones de deuda en el mercado a bajos tipos de interés y tuvo que seguir dependiendo de los grandes prestamistas, que cobraban altos tipos de interés.

Todo el siglo XIX estuvo condicionado por el enorme volumen de deuda heredado del Antiguo Régimen y por las malas prácticas de la gestión de la deuda durante la quiebra del mismo. Las guerras libradas contra Francia e Inglaterra, entre 1793 y 1808, se financiaron con voluminosas emisiones de deuda pública (vales reales) y con los adelantos del Banco de San Carlos, creado para financiar al gobierno. Entre esos años la deuda aumentó de 2.019 a 7.194 millones de reales, un importe similar al coste financiero de las guerras. Las emisiones fueron excesivas con respecto a los ingresos impositivos, y el gobierno no pudo pagar los intereses ni amortizar los vales reales, que se depreciaron fuertemente. En 1798 se creó la Caja de Amortización para amortizar esa deuda. Fue dotada con los recursos aportados por la desamortización de las Obras pías. A pesar de los considerables ingresos, apenas se amortizaron vales reales (sólo 340 millones de reales), porque el monarca destinó aquellos recursos a financiar los gastos de guerra, incumpliendo el compromiso de reservarlos al pago de la deuda. Los ministros de Hacienda liberales de 1808-1813 no lograron solucionar el problema de la deuda, porque se encontraron con el agravante de tener que librar una Guerra de la Independencia contra Napoleón. Durante la misma, los gobiernos patriotas hicieron varios planes para sanear el crédito público y solventar la enorme crisis de la deuda. El mejor plan fue el de Canga Argüelles (1º) que siguió el principio de la Caja de Amortización y también recurrió a la desamortización. Pero no pudo realizarse. Además, los gastos de la Guerra de la Independencia contra Francia agravaron la crisis de la deuda pues aumentaron el nominal de los títulos en circulación, que, en 1813, ascendía a 11.313 millones de reales.

La vuelta al absolutismo en 1814 permitió que el monarca Fernando VII repudiase la deuda de Holanda (2º), lo que le cerró los mercados internacionales a la deuda española. La mala experiencia de los vales reales y el impago de los gobiernos absolutistas de los intereses de la deuda interior desde 1814 también impidieron emitir deuda pública en el mercado interior. Por ello, entre 1814 y 1820, los préstamos interiores fueron difíciles de conseguir y fueron caros, porque los prestamistas estaban escarmentados. Y, sin embargo, los ingresos financieros fueron muy altos entre 1816 y 1819, por las necesidades de financiación de la Hacienda. El ministro de Hacienda, Martín de Garay (3º) trató de arreglar la deuda siguiendo la misma estrategia desamortizadora de las Cortes de Cádiz. Pero fracasó porque se destinaron pocos fondos a la amortización de títulos (porque el Consejo de Estado se opuso a la desamortización) y al pago de los intereses (porque la recaudación de los tributos afectados al mismo fue muy reducida).

En 1820, la deuda había aumentado a 14.021 millones de reales, por aquellas emisiones y por la acumulación de intereses impagados. Los liberales del Trienio trataron de honrar los compromisos de la deuda. Por motivos doctrinales y porque consideraban tenían que recurrir al crédito exterior para no restar capitales a la industria. En efecto, entre 1820 y 1823 el déficit presupuestario se financió con la emisión de deuda exterior (2.724 millones de reales).

En 1823, la deuda ascendía a unos 16.700 millones de reales. Tras la segunda restauración absolutista, Fernando VII repudió (4º) la deuda exterior emitida por los liberales y dejó de pagar los intereses de la deuda interior. Entre 1824 y 1830, Fernando VII emitió 2.860 millones de reales en deuda exterior. Su ministro de Hacienda López Ballesteros (5º) realizó una conversión de la deuda, en 1825, y repudió los atrasos de tesorería en 1828, haciendo un corte de cuentas (6º). Ni siquiera se pagaron los intereses de la deuda consolidada, por no haber fondos en la Caja de Amortización (sinking fund). Otra práctica heterodoxa de López Ballesteros consistió en amortizar deuda mediante operaciones de mercado abierto, aprovechando que su cotización era inferior al valor nominal. Estas irregularidades de López Ballesteros llevaron al cierre del mercado de París a la deuda española. Para cubrir las necesidades de financiación, por tanto, el ministro de Hacienda reflató el Banco de San Carlos (llamado Banco de San Fernando, desde 1829), como último recurso para financiar al Tesoro¹. Los arreglos de la deuda y estas operaciones irregulares explican la reducción “contable” de la deuda a 5.924 millones en 1830. Pero la crisis de la deuda seguía siendo inmensa a la caída del Antiguo Régimen.

2.2.- Los arreglos de la deuda de los primeros liberales.

Al volver al poder los liberales, en 1833, reconocieron la pesada herencia de todas las deudas anteriores, mostrando su intención ideológica de mantener una gestión responsable en la gestión de la Deuda. Pero la crisis de la deuda era tal, que no podían atenderse los pagos de la misma. Por ello, en 1834, el conde de Toreno (7º) realizó un arreglo consistente en una conversión de la deuda acompañada de una consolidación de los intereses atrasados. Pero las promesas del gobierno en la reestructuración no pudieron mantenerse mucho tiempo. Tras pagar intereses de la nueva deuda durante un año, éstos dejaron de pagarse entre 1836 y 1845². Ante este fracaso, la cotización de la deuda española cayó tanto que no pudo emitirse deuda en el mercado.

Técnicamente, la conversión de 1834 realizada por el conde de Toreno consistió en una conversión que afectaba a la Deuda exterior (excepción hecha de la reconocida a Francia,

¹ Comín y Vallejo (2002, pp. 185-195) y Tedde (1988 y 1999).

² Artola (1986, pp. 165-170).

Inglaterra y Estados Unidos en virtud de tratados hechos en 1828 y 1834). Las dos terceras partes de la Deuda exterior sería considerada Deuda activa; la parte restante sería Deuda pasiva, que no cobraría intereses. Esta conversión de Toreno agravó la crisis de la deuda, porque, con aquella ley de noviembre de 1834 comenzó “el abatimiento de nuestro crédito”³, porque el empréstito de 400 millones realizado por Toreno hubo de hacerse al 50 %. Ya hemos dicho que desde 1836 dejaron de satisfacerse los intereses de la Deuda, lo que empeoró más la crisis pues, además, se estaba librando y financiando la guerra carlista. El resultado conjunto fue que, en 1841, el ministro Fernández Gamboa (8º) hubo de realizar otro arreglo consistente en la capitalización de los intereses vencidos de la Deuda consolidada interior y exterior, entregando para saldarlos títulos de la nueva Deuda consolidada del 3 por 100, interior y exterior. Como las bolsas estaban cerradas al ministerio de Hacienda, la financiación de la guerra carlista hubo de realizarse recurriendo a los préstamos a corto plazo de banqueros privados y del Banco de San Carlos a muy altos precios y con otras compensaciones y negocios para los prestamistas. La financiación de la guerra carlista, por tanto, aumentó mucho la deuda flotante, que creció también por la mera acumulación de los intereses impagados y de los atrasos en los pagos del Tesoro por aprovisionamientos a los ejércitos. En su intento de solucionar la crisis de la deuda de manera ortodoxa para la economía clásica, los liberales progresistas recurrieron a la desamortización, por obra de Juan Álvarez Mendizábal, en 1836. La desamortización de Mendizábal permitió amortizar la deuda pública de 10.644 a 5.691 millones de reales entre 1834 y 1840. A pesar de las esperanzas puestas en la desamortización, ésta no permitió resolver la crisis de la deuda.

La inestabilidad política que siguió al fin de la guerra carlista y la demora en aprobar una reforma tributaria siguió aumentando el déficit, que fue financiado con más préstamos a corto plazo aumentando la deuda flotante, que adquirió unas proporciones excesivas. El problema era que al pago de los intereses de esos préstamos estaban afectados determinados ingresos del Estado, lo que dejaba al ministro de Hacienda sin recursos para pagar los gastos normales del Estado. Para liberar los fondos que estaban afectados al pago de la deuda flotante, y que habían dejado a la Tesorería sin liquidez para el resto de los gastos públicos, Alejandro Mon realizó una consolidación (9º) de la deuda flotante, en 1844.

Esta reestructuración de la Deuda de A. Mon era imprescindible para preparar su reforma tributaria. El ministro se encontró con que una gran parte de los impuestos se hallaban afectados al pago de intereses y amortizaciones de la enorme masa de deuda flotante acumulada. Por tanto, antes de suprimir los viejos impuestos el ministro tuvo que desembarazarlos de las obligaciones que tenían que pagar a los prestamistas del gobierno. De ahí que, en junio de 1844, Mon realizase un arreglo de la Deuda, que convertía los créditos procedentes de las anticipaciones de fondos en títulos de la Deuda pública consolidada al 3 %, al tipo del 35 %⁴. La consolidación de Mon alargó el vencimiento de las deudas, redujo los intereses y aumentó el capital (de 7.673 millones de reales en diciembre de 1844 aumentó en 1.148 millones). Esto compensó la reducción de los altos intereses que cobraban los anticipos de fondos que habían financiado la guerra carlista. Como parte del arreglo, Mon firmó un contrato de tesorería con el Banco de San Fernando que abarató la financiación de la Hacienda. Estas medidas permitieron que el Estado pudiese atender a sus compromisos de gasto y que Mon pudiese emprender la reforma tributaria, que era imprescindible para el arreglo a medio plazo de la crisis de la deuda⁵.

2.3.- Un arreglo de la deuda en dos tiempos: Bravo Murillo y García Barzanallana.

³ En opinión de Piernas Hurtado (1901).

⁴ Lo que entonces quería decir es que por cada 35 reales de nominal de la vieja deuda el Tesoro entregó 100 reales nominales de deuda nueva.

⁵ Comín y Vallejo (2002, pp. 229-265).

A Mon le preocupaba la reforma tributaria, y su conversión era un requisito de la misma. Pero Mon no afrontó la resolución de la crisis de la deuda, que seguía siendo muy grave en 1850. Nadie mejor que Piernas Hurtado para describir aquella crisis estructural de la deuda pública española: "La variedad infinita de sus títulos y conceptos daba lugar a una espantosa confusión y a los agios más inmorales"; además, los gobiernos sólo habían atendido parcialmente las obligaciones de la Deuda interior, mientras que "la extranjera se hallaba abandonada desde 1835". La crisis era tal que España renunciaba "al concierto de los demás pueblos, aislándose de ellos con la fea nota de la insolvencia". Ante tal marasmo, la reestructuración de la deuda de Bravo Murillo (10º) era inevitable. Pero adoleció de los defectos siguientes: arruinó a los acreedores, sobrecargó el presupuesto del Estado y elevó el capital nominal de la Deuda. La crisis de la deuda era tal que, lógicamente, nadie quedó complacido con la reforma de la deuda de Bravo Murillo. En realidad, el ministro no tenía otra alternativa, a no ser que hubiese optado por declarar una quiebra abierta de la Hacienda (un repudio). Algo que no cabía en la mente de un ministro de Hacienda liberal.

En 1851, el arreglo general de la deuda fue realizado por Bravo Murillo, quien reconoció todos los atrasos. Bravo Murillo redujo la gran variedad de títulos existentes a dos clases de deuda: del Estado y del Tesoro. En la primera, las antiguas deudas se refundieron, con alguna quita de capital, en la Perpetua al 3 por 100 y la Amortizable sin interés, pero reembolsable por subastas mensuales. En la Deuda del Tesoro se refundieron los débitos de personal y de material. El arreglo de 1851 redujo la deuda de 3.900 millones de pesetas (15.600 millones de reales) a 3.691 millones. También se redujeron las cargas financieras para el presupuesto por la reducción de los tipos, la reducción del nominal y la demora en el pago de los intereses de las deudas diferidas. A cambio se aseguró el pago de los intereses y las amortizaciones. El arreglo fue discutido por los especuladores con la deuda exterior; se cerró la bolsa de París a la cotización de los títulos españoles⁶.

La reestructuración de la deuda de Bravo Murillo recibió juicios muy negativos, siendo tachada de bancarrota por Piernas Hurtado. Así lo entendieron los inversores extranjeros, pues tras la misma, España fue colocada en las bolsas internacionales en la "tablilla de los insolventes". Incluso se cerraron algunas bolsas a los valores españoles, lo que repercutió negativamente sobre la financiación exterior del Estado y de las compañías privadas. Pero aquella era, en realidad, la situación de la Hacienda española antes del arreglo: los recursos del Estado no permitían devolver aquellas deudas atrasadas por el nominal. A cambio de algunas quitas en el capital y reducciones en el interés, Bravo Murillo ofreció seguridad en los pagos a los tenedores de unos títulos que antes de 1851 valían muy poco, por no decir nada, en el mercado. Haciendo las cuentas globales, las Deudas a las que se Bravo Murillo redujo el interés sólo representaban el 33 % de la Deuda existente; la Deuda consolidada a la que se le rebajó el nominal suponía el 2,2 % del total. Esto cuadra con el hecho de que los tenedores extranjeros no protestaron ni las reducciones del interés ni del nominal, sino por tres cuestiones diferentes: 1) la reducción a la mitad del montante de los cupones vencidos que se consolidaban; 2) por la condición de diferida (no cobraría interés durante algún tiempo) que adquiriría una parte de la Deuda, y 3) por los escasos fondos presupuestarios que Bravo Murillo afectó a la amortización de la Deuda. Como sucede en todas las crisis de la deuda y en las reestructuraciones, la enorme repercusión internacional del arreglo del Bravo Murillo surgió del ruido que hicieron los especuladores que habían adquirido, a precio de saldo, poco antes del arreglo la mayor parte de la Deuda amortizable y diferida (y por tanto sus cupones vencidos) y luego presionaron para que el Estado español cumpliera completamente con sus obligaciones, y reconociera las deudas y sus intereses vencidos por el nominal. Como ocurre en las crisis de la deuda, los tenedores de la deuda no se dieron por vencidos. Aunque los especuladores extranjeros perdieron la batalla

⁶ Comín y Vallejo (2002, pp. 507-515).

con Bravo Murillo, no perdieron la guerra, pues siguieron presionando al gobierno español y, finalmente, consiguieron que, en julio 1867, García de Barzanallana hiciese un arreglo a su medida, cuando volvió a presentarse otra crisis de la deuda.

Como consecuencia de los arreglos de la Deuda, relación entre la deuda y la recaudación impositiva pasó de ser 11,3 veces a ser 6,5 veces, entre 1855 y 1860. Pero desde 1865 la deuda pública aumentó fuertemente hasta alcanzar el 18,6 veces la recaudación impositiva en 1879 (1,7 veces el PIB). Este era un volumen de deuda difícilmente sostenible por el sistema impositivo, lo que llevó a una nueva crisis de la deuda. En efecto, los grandes volúmenes de deuda llevaban a que las cargas financieras llegaran a superar un cierto umbral nivel del gasto público (entre el 30 y el 40 %) que hacía insostenible la situación de la Hacienda pública. Dedicar un tercio de los recursos de la Hacienda a pagar la deuda pública era insoportable para los ministros de Hacienda que, para salvar la crisis, hacían conversiones de la deuda para rebajarlas. En efecto, desde 1866, las cargas superaron el 30 por 1000 del gasto, y se sucedieron las conversiones. En julio 1867, García de Barzanallana (11º) realizó una reestructuración de la deuda que convirtió las deudas diferidas, las amortizables y los cupones rebajados en Deuda consolidada al 3 por 100, exactamente lo que pedían los tenedores extranjeros de la deuda. La normativa de la conversión de García Barzanallana era complicada, pero se calcula que el tipo medio de la conversión fue del 78 %, lo cual fue aceptado por los tenedores de la deuda. La mejor prueba es que el ministro de Hacienda impuso, para el canje de títulos, un desembolso a metálico, que aportó a la Hacienda 370 millones. Es decir, los tenedores extranjeros -tan agraviados por Bravo Murillo- permitieron que Barzanallana les redujera el nominal y retrasara la amortización con tal de cobrar un interés periódico. Es más, con García Barzanallana los tenedores admitieron una reducción del nominal de los cupones impagados a la mitad, acción que no le admitieron a Bravo Murillo, a cambio de conseguir Deuda consolidada. Es decir, el arreglo de Barzanallana enmendó la plana al de Bravo Murillo, pero sin la reestructuración de éste, los tenedores jamás hubiesen aceptado las quitas realizadas por Barzanallana. Tras estas reestructuraciones, la Deuda española quedó reducida a tres tipos: la Deuda al 3 por 100 consolidada, las deudas del Tesoro y las de Obras públicas. Además, se pusieron al día los débitos del Estado, y se pagó regularmente a los tenedores... hasta que llegó la siguiente crisis de la deuda durante el Sexenio democrático.

2.4.- El repudio de los intereses de la deuda en el Sexenio democrático y el arreglo de Salverría en 1876.

La Deuda pública volvió a multiplicarse tras el arreglo de Barzanallana. Aunque el crecimiento de la Deuda pública se había paralizado en los años 1850 porque el Estado, porque los mercados de la deuda se cerraron tras el arreglo de Bravo Murillo, los déficit públicos se habían financiado mediante préstamos de través de la Caja General de Depósitos, que no eran considerados deuda pública. El crecimiento de la este endeudamiento con la CGD y de la deuda pública se debió a la existencia de déficit presupuestario, particularmente en el Bienio Progresista y el Sexenio Democrático, cuando los ministros de Hacienda liberales concertaron grandes empréstitos en el exterior. No obstante, la deuda también creció por emisiones no recogidas en los presupuestos ordinarios para financiar su déficit. En concreto, la Deuda pública al 3 % creció entre 1851 y 1882 (unos 7.000 millones) por los motivos siguientes: 1) la permutación de los bienes del clero y corporaciones civiles por inscripciones intransferibles de la Deuda, derivadas de la desamortización civil; 2) las conversiones de la Deuda amortizable, de los certificados de cupones ingleses y de la tercera parte de los intereses devengados desde diciembre de 1872 y enero de 1875; 3) los empréstitos hechos para consolidar la deuda flotante y atender necesidades extraordinarias;

y, 4) las emisiones de títulos para garantía de los operaciones del Tesoro. Por otro lado, los presupuestos extraordinarios, particularmente durante el gobierno de la Unión Liberal, fueron financiados con la emisión de unas Deudas de obras públicas, entre 1851 y 1881, que en esta fecha suponían 9,7 millones de Acciones de carreteras, 10,5 millones de Acciones y 605 millones de Obligaciones de ferrocarriles; todas ellas devengaban en torno a un 6 por 100. Es decir, la deuda pública creció más que el déficit público, porque se emitieron deudas especiales para financiar gastos no contabilizados en el presupuesto ordinario, como la construcción de carreteras, la subvención a las compañías ferroviarias y la compensación a los ayuntamientos por la desamortización de sus tierras en 1855⁷.

Este crecimiento de la deuda pública llegó al crecimiento de las cargas financieras del presupuesto, lo que creó otra crisis de la deuda durante el Sexenio democrático. Esta crisis necesitó otro arreglo, que realizado por Salaverría (12º) ya durante la Restauración, en 1876. En este año, el endeudamiento público presentó graves síntomas de desequilibrio, por las elevadas cargas de las Deudas a corto plazo, debidas a los problemas presupuestarios del Sexenio democrático que habían obligado al impago de los intereses de la deuda. Para hacer frente a la situación, en julio de 1876 por Salaverría, reanudó el pago de los intereses de la deuda, pero rebajados. La reestructuración de Salaverría significó el repudio de dos tercios de los intereses de la deuda durante cinco años para el 90 % de la deuda viva. Como consecuencia, el arreglo de Salaverría aumentó la deuda interior y exterior amortizable, por las emisiones (de títulos al 2 %) realizadas para compensar los intereses devengados y no satisfechos desde el Sexenio. Por tanto, el arreglo de Pedro Salaverría elevó el volumen de la deuda en circulación y sus cargas financieras, porque desde 1876 se pagaron efectivamente los intereses, que incluso se habían dejado de liquidar en 1874. El problema era que la crisis de la deuda era estructural, pues las cargas de la deuda se situaron en torno al 30 % de gasto del Estado, cuantía de la que no bajarían en lo que quedaba del siglo XIX. Por eso fueron necesarios nuevos arreglos.

3.- Las reestructuraciones de la deuda pactadas.

Aunque el endeudamiento del Estado había paralizado su crecimiento desde el comienzo de la Restauración, la crisis de la deuda estructural continuaba porque el arreglo de Salaverría había sido una solución de urgencia que ni había simplificado el cuadro de la deuda ni había rebajado las cargas de la deuda, como acabamos de ver. El volumen del endeudamiento público era, en cualquier caso, desmesurado. En 1879, la Deuda pública era más de dos veces la renta nacional y 16 veces el gasto del Estado; por su parte, las cargas de la deuda representaban casi el 40 por 100 de los gastos del Estado. Se imponía un nuevo arreglo de la deuda realizado por J. F. Camacho con los siguientes objetivos: simplificar los tipos de títulos públicos, disminuir el endeudamiento del Estado y reducir las cargas financieras en el presupuesto. El arreglo de Camacho (13º), por tanto, era inevitable técnicamente, por la crisis de la deuda, pero también era oportuno porque la situación en el mercado financiero era propicia para una conversión.

Las reestructuraciones de Bravo Murillo, de Salaverría y la introducción del Impuesto del 20 por 100 sobre los intereses de la Deuda, por obra de Fernández Villaverde fueron compulsivas; es decir, se impusieron a los tenedores de la deuda. Por el contrario, las restantes conversiones del siglo XIX fueron voluntarias y potestativas: aquellos tenedores que no accedían al arreglo, conservaban los títulos viejos. Ello explica la proliferación y la amplia variedad de las distintas clases de Deuda durante el diecinueve.

⁷ Comín (1988 y 1996b, pp. 158-165).

3.1.- La conversión pactada y voluntaria de Camacho.

La favorable situación del mercado financiero a principios de los años 1880 aconsejaba, en efecto, una nueva conversión para aliviar los pagos del Tesoro, disminuyendo el interés y prolongando los plazos de amortización. Así lo había entendido ya el ministro Cos-Gayón, que había presentado un proyecto de arreglo en febrero de 1881, que sólo sirvió de pretexto para derrocar al Gobierno. Su sucesor en el Ministerio de Hacienda, Camacho recogió el proyecto y lo aprobó en diciembre de 1881, con la finalidad de "librar a la nación de la nota de insolvente". La ley autorizó la emisión de 1.800 millones de pesetas nominales de la Deuda al 4 por 100, amortizable en 40 años, al tipo del 80 % (con lo que resultaba un interés efectivo del 5 por 100) para convertir una serie de deudas, algunas aceptadas en el canje por el nominal (las Obligaciones del Banco de España y de Aduanas, los Bonos del Tesoro, los Resguardos de la Caja de Depósitos, las Acciones de Carreteras, la Deuda material del Tesoro y la Deuda flotante) y otras con un descuento (la Deuda amortizable, las Acciones de obras públicas y la Deuda de personal. Casi todos los tenedores optaron por el canje en las condiciones propuestas. Por otro lado, Camacho también abordó la conversión de la Deuda consolidada con el fin de "fijar el tipo de interés de la Deuda española en armonía con el de otras Deudas europeas". El ministro de Hacienda consiguió que los tenedores nacionales de la Deuda consolidada interior y de las Obligaciones por ferrocarriles admitiesen como interés efectivo el 1,75 y el 3,5 % de su valor nominal. Los tenedores extranjeros rechazaron inicialmente la conversión de Camacho, pues demandaban un interés efectivo del 2 % para la deuda antigua consolidada⁸.

El arreglo de Camacho tuvo efectos positivos: logró rebajar las anualidades presupuestarias en la Deuda amortizable a cambio de un ligero aumento del capital; redujo a más de la mitad los capitales en la Deuda perpetua a costa de un pequeño aumento del interés. El éxito se notó en que la conversión fue completa y rápida, lo que dio "normalidad y vigor" al crédito del Estado español. La situación del mercado era favorable, y el mérito de Camacho consistió en saber aprovechar la oportunidad. Efectivamente, la conversión de Camacho tuvo efectos favorables sobre el presupuesto y el endeudamiento del Estado. Las leyes de diciembre de 1881 y mayo de 1882 refundieron las emisiones dispersas anteriores en dos grandes tipos de deuda: la deuda amortizable interior al 4 %, al plazo de 40 años, y la deuda perpetua, interior y exterior, al 4 por 100. La mayor parte de la deuda convertida tenía un interés del 2 ó 3 por 100, y la disminución del nominal de la deuda de la conversión de Camacho fue compensada por el aumento de los tipos de interés. La conversión de Camacho fue un éxito no tanto porque aumentó el interés nominal de la deuda cuanto porque dio la seguridad a los prestamistas del Estado de que cobrarían efectivamente los cupones por su valor íntegro; además, a los extranjeros se les garantizó que el pago se realizaría en oro.

Las cifras muestran que Camacho cumplió su objetivo de disminuir la deuda en circulación desde los 13.500 millones de pesetas a principios de 1881, hasta los 6.800 millones a principios de 1884. En términos relativos redujo el volumen de deuda hasta 7,7 veces la recaudación en 1886 (0,7 veces el GDP). La conversión redujo las cargas financieras del 37,6 al 27,3 % en 1882, pero volvieron al 32 % en 1884). Después, la Deuda pública y sus cargas en el presupuesto volvieron a aumentar por la persistencia del déficit, particularmente durante la guerra de Cuba. Tras el arreglo de Camacho, por otro lado, el volumen de deuda se estabilizó en torno a los 7.000 millones de pesetas, hasta que, en 1895, se inició la guerra de Cuba, que elevó de tal manera el endeudamiento del Estado que se creó otra crisis de la deuda pública. La ratio deuda / recaudación subió de 9,1 a 10,8 entre 1896 y

⁸ Camacho arregló la cuestión concediendo una comisión del 0,87 por 100 a los tenedores del Consolidado exterior que optasen por la conversión y engrasando al Council of Foreign Bondholders con una comisión de 50.000 libras esterlinas.

1899 (la ratio con el GDP pasó de 1 a 1,2). Esta nueva crisis de la deuda hizo inevitable una nueva conversión, esta vez la de Fernández Villaverde.

Las crisis de la deuda y los arreglos influyeron en la estructura de la deuda pública. Tras el cierre de las bolsas internacionales a los valores españoles, la deuda externa disminuyó del 40,2 al 18,1% entre 1850 y 1867. Desde 1852, para sustituirla, Bravo Murillo acudió al Banco de San Fernando (que en 1856 pasó a llamarse Banco de España), pero su gobernador Ramón de Santillán se negó a conceder préstamos al Tesoro. Ante ello, el ministro de Hacienda creó, en 1853, de la Caja General de Depósitos, que trasvasó los fondos de las Cajas de Ahorros al Tesoro. En 1868, Figuerola ordenó el cierre de la Caja General de Depósitos y volvió a emitir empréstitos internacionales, y la deuda externa volvió a crecer al 40,4 % en 1873. En las crisis de la deuda, debidas al creciente déficit, el ministro de Hacienda recurría a la deuda flotante, como sucedió en 1855 y, sobre todo, en 1868 y 1869, cuando la deuda flotante ascendió al 9,7 % del total. El arreglo de la Deuda de Camacho, de 1882, redujo el porcentaje de la deuda exterior (al 28 %) y el de la deuda flotante (al 2 %).

3.2.- La reforma de Fernández Villaverde.

La solución de la crisis de la deuda fue muy importante para lograr la disminución del gasto público, que era la pieza fundamental del presupuesto de nivelación de Fernández Villaverde, quien no era partidario de elevar la presión fiscal. En 1898, las cargas de la deuda ascendían al 43 % de los gastos del Estado; es decir, más de la mitad de los ingresos impositivos se destinaban al pago de la deuda. Esta situación no era sostenible. Por ello, Fernández Villaverde (14º) hizo una nueva reestructuración de la deuda que constaba de tres piezas: 1) la consolidación de la deuda del Tesoro en deuda amortizable, con plazo de 50 años; 2) la conversión de la deuda amortizable en perpetua, y disminución del interés efectivo de la deuda por el establecimiento de un Impuesto del 20 % sobre los intereses devengados por la deuda interior, incluyendo en ésta la exterior no estampillada en poder de españoles.

Las crisis de la deuda llevaban a los ministros a renunciar a sus ideas financieras. Fernández Villaverde prefería, siguiendo a las teorías de entonces, la deuda amortizable. No obstante, su reestructuración aumentó la importancia de la deuda perpetua del 56 al 81%, entre 1898 y 1907. La suspensión de las amortizaciones y el alargamiento de los vencimientos fueron compensados por el aumento del tipo de interés nominal. Ello aumentó los servicios de deuda en los gastos presupuestarios del 43 al 46 % entre 1898 y 1903; pero luego descendieron al 28 % en 1914. La novedad del arreglo de Fernández Villaverde fue que, por primera vez, estableció un Impuesto del 20 % sobre los intereses de la deuda interior. Esto redujo las cargas netas de la deuda. La conversión de Villaverde muestra que el Estado podía exigir más a los prestamistas españoles que a los extranjeros. En realidad al final del siglo, gran parte de la deuda exterior estaba en manos de españoles. Por ello, el ministro exigió que los tenedores españoles de la deuda exterior que la declarasen (mediante un *affidávit*), para convertirla, de hecho, en deuda interior, con lo cual los tenedores españoles ya recibirían los intereses en oro (sino en pesetas) y tendrían que pagar el nuevo impuesto sobre los mismos. Esto contribuyó al descenso de la deuda externa (al 8,2 por 100 en 1903). A cambio de esa pérdida, Fernández Villaverde ofreció a los tenedores una mayor seguridad en el cobro de los intereses y el mantenimiento de su valor real, al estabilizar los precios. Hay que señalar que en el aumento de los costes financieros de la deuda influyeron otros dos factores. Primero, que el Estado asumió las deudas de Cuba y Filipinas entre 1899 y 1902. Segundo, las nuevas emisiones para la conversión de Villaverde se hicieron con primas apreciables para compensar la ampliación del vencimiento, lo que aumentó la deuda pública.

La reestructuración de Fernández Villaverde solucionó temporalmente la crisis de la deuda: el volumen de deuda cayó de 13.280 a 10.325 millones entre 1901 y 1914; pasó de ser 13 veces el gasto público y 1,3 veces la renta nacional, antes del arreglo de Fernández

Villaverde, a sólo 7 veces al gasto del Estado y el 72 % de la renta nacional en 1914. El peso de la deuda había caído, y las cargas financieras sólo representaban el 28 % de los gastos del Estado en 1914. El éxito de Fernández Villaverde es que recurrió al método ortodoxo de amortizar la deuda, que era el superávit presupuestario, que se consiguió de 1899 a 1908, lo que permitió amortizar la deuda en la cartera del Banco de España, reduciendo la deuda flotante (al 9 % del total en 1903). En 1903, Fernández Villaverde, como primer ministro, de hecho, presentó un proyecto para implantar el patrón oro, pero fracasó en el parlamento. Esto le costó perder el liderazgo del partido conservador⁹.

3.3.- Los arreglos del período de entreguerras.

En el siglo XX, las conversiones de la Deuda pública fueron menos frecuentes y más moderadas. En efecto, de un lado, fueron más respetuosas con los derechos de los suscriptores y ofrecieron canjes beneficiosos para los tenedores; de otro lado, se realizaron para aprovechar las coyunturas propicias del mercado financiero más que por la amenaza de bancarrota estatal. Este fue el caso de las conversiones de Calvo Sotelo (1927-1928), Chapaprieta (1935) y Larraz (1939). Por tanto, las operaciones practicadas en la Deuda durante el siglo XX no provocaron las airadas protestas de los tenedores de títulos públicos características de las operaciones del siglo XIX; al contrario, tuvieron un éxito destacable, del que se vanagloriaron sus autores. Las conversiones del siglo XX empezaron a ser facultativas, lo que, en terminología de la época, quería decir que cuando los tenedores no optaban por el canje, el Tesoro tenía la opción de amortizar la Deuda vieja. Ese cambio contribuyó a reducir la variedad de títulos de la Deuda. Junto a las conversiones, también abundaron, en la primera mitad del siglo XX, las consolidaciones (que son reestructuraciones que no implican una crisis de la deuda) de la Deuda del Tesoro en Deuda del Estado, como las de Alba (1917), La Cierva (1919) y Calvo Sotelo (1927-1928).

A comienzos de 1927, Calvo Sotelo (15º) decidió consolidar 5.225 millones de "tesoros" al 5 %. La primera parte de la operación fue voluntaria y potestativa (había opción a quedarse con los títulos antiguos), y en ella se consolidaron 4.810 millones; pero un mes después la consolidación se declaró facultativa (si no se convertía, el Tesoro reembolsaba los antiguos títulos). Los tenedores tenían la opción de elegir la deuda con impuesto, con un tipo de emisión del 85,5 %, o deuda sin impuesto al tipo del 98 %. Las obligaciones del Tesoro fueron admitidas por el nominal más la prima de amortización del 1 por 100. Los suscriptores se inclinaron en mayor medida (en un 63 por 100) por la deuda libre de impuestos, innovación introducida por J. Calvo Sotelo en la emisión de Deuda amortizable al 5 % de 1926. El alargamiento del plazo se compensó con un tipo de emisión inferior al 100, por lo que la consolidación ocasionó un aumento del nominal de la deuda pública en circulación.

"La deuda perpetua no es eterna", decía el Decreto de marzo de 1928; pero como, a pesar de que en el siglo XIX se había establecido que una parte del Presupuesto había de destinarse a amortizar aquel tipo de títulos, este precepto se incumplía, Calvo Sotelo decidió convertir la Perpetua en Amortizable para modernizar la estructura de la deuda. Así, se autorizaba a convertir 1.000 millones de pesetas, que podían ampliarse, de la perpetua interior al 4 por 100 en Deudas amortizables al 3 por 100 (recibiendo un nominal equivalente) o al 4 por 100 (recibiendo el 80 por 100 del nominal de Deuda perpetua convertida) exentas de impuestos. La conversión fue un éxito: se canjearon 3.122 millones. La ganancia era clara: no sólo la deuda se amortizaría, bien que a los 70 años, sino que además el interés efectivo mejoraba un 20 %, al tratarse de deuda sin impuestos. A cambio, los tenedores renunciaban a un 25 % del interés o a un 20 % del capital. Los que acudieron a la conversión optaron (en un 65 %) por renunciar al 25 % del interés.

⁹ Comín (2006)

La conversión de Chapaprieta (16º) aprovechó las condiciones de los mercados financieros españoles de la década de 1930 para reducir los intereses de la deuda pública. En realidad, el proceso empezó antes de que Chapaprieta accediese a la cartera de Hacienda: en abril de 1935 se cambiaron 300 millones de "tesoros" al 5 % por una suma equivalente de deuda flotante al 4 %. En agosto y septiembre de 1935 se convirtieron, a la par, "tesoros" al 5 % y a dos años por obligaciones del Tesoro al 3,5 %, y los bonos oro de tesorería al 6 % en otros similares al 4 %. En esas fechas también se convirtieron la deuda amortizable al 5 %, de 1900 y 1917, en deuda amortizable (a cincuenta años a partir de 1945) al 4 %. La conversión de Chapaprieta consistió, pues, en una reducción de los intereses y en un alargamiento de los plazos de amortización.

Esas operaciones con la deuda pública produjeron los efectos que se anunciaban: la consolidación de Alba de 1917, un aumento de la Deuda pública en circulación y de las cargas financieras del Presupuesto, y una disminución del porcentaje de obligaciones del Tesoro. La consolidación de La Cierva de 1919 resultó en un aumento de la Deuda pública, en una caída de los "tesoros" y en un descenso de las cargas financieras en el gasto presupuestario. La conversión de Calvo Sotelo aumentó el nominal de la deuda pública en circulación, redujo el porcentaje de los "tesoros" y de la deuda perpetua y disminuyó las cargas financieras. Esto último habría de compensarse con el descenso que tuvo que mostrar la recaudación de la tarifa II de la Contribución de utilidades al surgir la deuda sin impuestos. El inicio de la guerra civil impide comprobar los efectos de la conversión de Chapaprieta, aunque no parece que las cargas financieras de la Deuda cayesen en términos relativos a principios de 1936.

3.4.- El arreglo de Larraz.

En 1939, Larraz (17º) realizó una ordenación de la deuda, iniciada en septiembre con la emisión de 2.000 millones de obligaciones del Tesoro al 3 % de interés y a tres años de plazo, para obtener fondos con los que financiar el déficit. En octubre de 1939 se amplió esa emisión de obligaciones del Tesoro para convertir voluntariamente las antigua con intereses entre el 3,5 y el 4,5 %, la conversión alcanzó a títulos por valor de 2.465 millones de pesetas, es decir, la práctica totalidad. También en ese mes se acometió la conversión de las Deudas amortizables que tuviesen un tipo de interés igual o superior al 4,5 % por una nueva Deuda amortizable al 4 % libre de impuestos. Junto a la Perpetua interior al 4 %, las nuevas deudas de Larraz ("tesoros" al 3 % y amortizable al 4 %, ambas sin impuestos) se convirtieron en el eje de la deuda pública desde entonces. Larraz, además, procedió a suspender las amortizaciones de la deuda hasta 1946.

El éxito del arreglo de Larraz se explica por los bajos intereses de mercado originados por la amplia oferta de dinero. Se ha cuestionado, empero, el calificativo de voluntaria para esa reforma por cuanto "se preparó" adecuadamente desde el gobierno: en efecto, en 1939 se rebajaron los intereses legales de dinero y del descuento bancario; se otorgó prioridad en el pago de intereses vencidos a los títulos convertidos, y se aseguró la pignoración automática de las obligaciones del Tesoro por el 90 % de su valor, estando la operación exenta del timbre. Tras la guerra civil, se volvió a la financiación del déficit mediante la monetización directa, y Larraz preparó el camino ya que aquellas emisiones se destinaron principalmente a la banca. También cuando las conversiones de Fernández Villaverde, para la liquidación del Desastre de 1898, se consiguió que el Banco de España disminuyese sus intereses y se suspendieran temporalmente las amortizaciones de la Deuda. El efecto más visible del arreglo de Larraz fue la disminución de las cargas de la deuda, del 23 al 13 % del total presupuestario, debido a la caída de los intereses y a la suspensión de las amortizaciones. Cuando en 1946 se volvieron a practicar las amortizaciones, las cargas de la deuda retornaron al 15 % de los gastos del Estado.

4.- La adulteración de la moneda y el impuesto inflacionista.

Hay repudios encubiertos (de facto) de la deuda interna consistentes en la inflación y en la represión financiera. Estos repudios no están incluidos en las series de bancarrotas de Reinhart y Rogoff, aunque se reflejan indirectamente hay crisis inflacionistas (un crecimiento de los precios superior al 20%). El repudio de la deuda interna mediante la inflación se generalizó a medida que el dinero fiduciario fue desplazando a las monedas de pleno contenido como medio principal de instrumentar los intercambios. Esto explica que la correlación entre inflación y el repudio declarado de la deuda externa fuese mayor después de 1940 que hasta entonces. También hay una estrecha relación entre el impuesto inflacionista y la deuda interior. La deuda interior explica la paradoja, encontrada por los modelos teóricos, de que algunos gobiernos elijan tasas de inflación muy superiores al nivel que maximizaría los ingresos por señoreaje, derivados de la expansión de la oferta monetaria. Según Reinhart y Rogoff, la paradoja se explica por la existencia de grandes volúmenes de deuda pública interna a largo plazo, cuya valor real quieren reducir los gobiernos por la inflación. Los datos históricos muestran que el repudio de la deuda interna ha sido un factor fundamental, cuando no el principal, en la decisión de los gobiernos para promover la inflación. En los intensos procesos inflacionistas posteriores a la primera guerra mundial (en Alemania, Grecia e Italia, Noruega), en la segunda guerra mundial (Japón) y en los años 1980 (Argentina, Brasil y Filipinas) la magnitud de la deuda pública interior era al menos tan grande como la de la base monetaria. Los gobiernos que no pueden recurrir a los empréstitos exteriores tienen que emitir más deuda interior. De hecho, una de las consecuencias de los repudios de la deuda externa es el gran crecimiento de la deuda interior. Esta fue la experiencia de España.

En el siglo XX, el Tesoro pudo prescindir de los arreglos tan protestados del siglo XIX, porque encontró un instrumento más eficaz para reducir su endeudamiento real, consistente en un repudio todavía más disfrazado de la Deuda pública, a través del impuesto inflacionista. Las crisis de la deuda del siglo XX y las reestructuraciones consiguientes no levantaron oposición por parte de los tenedores por dos razones: ya casi había tenedores extranjeros de la deuda española (los últimos títulos se nacionalizaron durante la primera guerra mundial) por lo que los gobiernos tenían más fácil reducir sus pasivos mediante la inflación. Los mecanismos para poner en marcha el impuesto inflacionista que reduce el valor real de la deuda y de sus intereses se establecieron desde 1874, cuando se había concedido el monopolio de emisión de billetes al Banco de España, a cambio de conceder un préstamo al Tesoro. Esto permitió, a partir de entonces, a los ministros de Hacienda financiar el déficit con la emisión de dinero, utilizando el impuesto inflacionista. A ello contribuyó también la creación de un sistema monetario fiduciario, al declarar la inconvertibilidad de la peseta en oro, en 1883. España se alejó del patrón oro, cuando la mayor parte de los países lo adoptaban. El mecanismo de financiación del déficit era su monetización. El Tesoro solicitaba al Banco de España préstamos, que éste instrumentaba emitiendo billetes y ampliando el saldo de la cuenta corriente al Tesoro. Ello incrementaba la base monetaria del país y, por lo tanto, generaba inflación y depreciación de la divisa. A pesar de no pertenecer al patrón oro, los ministros no abusaron de la monetización del déficit, salvo entre 1895 y 1899. Gran parte de esos préstamos se instrumentaron con deuda flotante, que creció del 3,3 al 11,1 % del total, entre 1888 y 1895; pero en 1898 ya había subido al 29,3 por 100. La financiación de la guerra de Cuba trajo aumentó la deuda flotante en poder del Banco de España y, consecuentemente, la base monetaria y los precios. Paralelamente, puesto que no se hicieron nuevas emisiones, la deuda externa cayó al 18,7 % en 1898.

Desde finales del siglo XIX, por tanto, pudo practicarse en España el mecanismo de la monetización del déficit presupuestario, que sustituyó a los arreglos de la deuda como medio de solventar las crisis de la deuda. Con la emisión de dinero fiduciario el Tesoro español pudo salir de sus perennes apuros financieros y solucionar las crisis de la deuda de una manera indolora para los inversores. En efecto, este mecanismo presentaba tres ventajas para los ministros de

Hacienda: 1) el impuesto inflacionista pasaba inadvertido para los tenedores de dinero, que tenían ilusión financiera; 2) el recurso al Banco de España, directa o indirectamente, permitía financiar los déficit presupuestarios con un coste menor, y 3) la inflación generada reducía el valor real de la Deuda viva y los intereses reales, lo que reducía el endeudamiento del Estado en términos reales.

El arreglo de las crisis de la deuda mediante la inflación, por tanto, era impracticable antes de 1883. Pero desde entonces, España contó con un sistema monetario fiduciario. Ello permitió, primero, la monetización directa del déficit, y, después, la monetización indirecta, a través de la deuda pignorable. Desde entonces, los billetes del Banco de España y las cuentas corrientes de los bancos privados comenzaron a predominar sobre la moneda metálica en la composición de la oferta monetaria. Tras la década de 1890 y, sobre todo desde 1917 con la monetización indirecta, los ministros de Hacienda españoles utilizaron la inflación como un procedimiento disimulado de "arreglo" de la Deuda interior, pues disminuía su valor real calladamente, sin ningún cambio legal que alertara del desfaldo a los tenedores.

El impuesto inflacionista fue intensamente utilizado por los Gobiernos españoles para solucionar las crisis de la deuda desde 1914 hasta la década de 1970, llegándose al abuso durante la posguerra civil. Este procedimiento tenía inestimables ventajas para la Hacienda porque no despertaba el mínimo recelo entre los tenedores de la Deuda. Pero para ser eficaz tenía que pasar inadvertido. Ello explica que, desde principios de los años ochenta, ese procedimiento ya no sirviese para reducir el endeudamiento público, porque la intensa inflación de los años 1970 hizo que se esfumara definitivamente la ilusión financiera de los suscriptores españoles de la Deuda. Desde entonces, cuando se aceleraba la inflación el tipo de interés nominal al que se emitía la Deuda del Estado se incrementaba para mantener el tipo de interés real. La democratización y liberalización de la economía española obligó a los gobiernos a realizar una gestión responsable de la deuda desde el establecimiento de la democracia.

5.- La graduación en la gestión responsable de la deuda durante la democracia.

A finales del siglo XX era impensable un repudio, ni abierto ni disfrazado, de la Deuda pública española. La transición hacia la gestión responsable de la financiación pública se inició en 1978, pero no se impuso totalmente hasta 1990. De hecho, en el establecimiento de la gestión moderna de la Deuda cabe distinguir dos etapas. La primera fue la de la transición política (1978-1986). La segunda se inició con la entrada de España en la CEE (1986-2010). En la época de la transición se realizó una liberalización financiera destinada a acabar con la represión financiera, que había ayudado a la financiación del sector público durante el franquismo, en condiciones distintas del mercado. Ello exigió cambiar la política de deuda pública, que buscó tres objetivos: 1) acercar las emisiones públicas a las condiciones del mercado financiero; 2) colocar la Deuda entre el público e instituciones no financieras y 3) prescindir del recurso del Tesoro al Banco de España. Se trataba de evitar que el encubrimiento del coste financiero del déficit presupuestario, dejando de recurrir a la financiación cautiva. Para ello, el gobierno pretendió crear un "mercado de la deuda", para lo cual, desde 1978, se regularizaron las emisiones de la Deuda, adoptándose nuevas modalidades de colocación, como las subastas; asimismo, los títulos se formalizaron y se negociaron con nuevas tecnologías financieras, como las anotaciones en cuenta y el mercado telefónico. Otra novedad de la democracia fue la intención de los gobiernos de financiar los déficit presupuestarios sin recurrir al impuesto inflacionista; es decir, manteniendo la disciplina monetaria. Desde la década de 1980, la política monetaria en España intentaba independizarse de la política fiscal. Los resultados se hicieron esperar pues entre 1983 y 1987 siguieron los viejos hábitos en la financiación del Estado: primero, las instituciones financieras siguieron siendo los principales suscriptores de la Deuda pública; segundo, el Tesoro siguió recurriendo a financiamientos heterodoxos, ya que el Banco de España volvió a conceder créditos ser al Tesoro y a

umentando los coeficientes obligatorios a la banca; y, tercero, se emitieron las Deudas sin obligaciones fiscales, con los pagarés del Tesoro y la Deuda especial. En la realidad, por tanto, hubo que esperar hasta 1987, tras la entrada en la CEE, para que la gestión responsable de la Deuda se impusiese en España.

Los resultados de la política de la Deuda también fueron decepcionantes hasta 1986, porque la deuda a corto plazo colocada en la banca tendió a monetizarse. La emisión de Deuda pública a medio y largo fue débil desde 1977, y los elevados tipos de interés de mercado llevaron al Tesoro a recurrir al Banco de España, financiándose el déficit público a corto plazo. Hasta 1987, por tanto, predominó la financiación del déficit mediante la emisión de base monetaria. Para evitar el crecimiento excesivo de la oferta monetaria, sin embargo, se recurrió primero a los drenajes a corto plazo hasta 1982, y luego a los coeficientes obligatorios hasta 1987. En primer lugar, desde 1977 hasta 1982 el Banco de España emitió una deuda pública a muy corto plazo (Bonos del Tesoro, Certificados de depósito, Certificados de regulación monetaria), con el fin de neutralizar el efecto sobre la liquidez del sistema del fuerte recurso del Estado al Banco; esto deterioró la cuenta de resultados del Banco de España y cercenó la autonomía de la política monetaria. En la segunda fase entre 1983 y 1987, se recurrió de nuevo a los coeficientes obligatorios sobre los bancos privados, a la represión financiera, para ejercer un control monetario más eficaz y menos costoso; se recogieron los Certificados de regulación monetaria, y la financiación del déficit descansó en los Pagarés del Tesoro. Entre diciembre de 1982 y 1984 se elevaron los coeficientes de caja y de depósitos obligatorios en el Banco de España; en 1984 se estableció, asimismo, un nuevo coeficiente obligatorio sobre Pagarés del Tesoro.

La modernización en la gestión de la Deuda se practicó, por tanto, desde 1987. Los objetivos del Tesoro para la financiación del Estado fueron: a) adaptarse a la prohibición de financiación del Banco de España, establecida por el Tratado de la Unión Europea; b) alargar los plazos de vencimiento de la Deuda; c) evitar una consolidación excesiva de los plazos, para no impedir al Tesoro beneficiarse de los descensos de los tipos de interés (como los producidos en 1993). Los cambios en la gestión de la Deuda pública fueron los siguientes: a) la financiación sin privilegios del Estado, con la culminación de una política ortodoxa y disciplinada de la Deuda; b) una mejor organización institucional y técnica del mercado, iniciada, en 1987, con la creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta así como el fomento del mercado secundario; y c) los cambios en la estructura de la Deuda viva, por tenedores y por plazos.

En marzo de 1989, el coeficiente obligatorio de Pagarés del Tesoro se situaba en el 11 % de los pasivos bancarios; entonces se inició su reducción gradual. Con la entrada de España en el Sistema Monetario Europeo en 1989 comenzó a apuntalarse la inmunidad de la política monetaria frente a la financiación inflacionista del déficit público. En España la gestión responsable de la deuda pública vino determinada por la entrada en la CEE, que obligó a la libertad de movimiento de capitales y a la pertenencia a las instituciones monetarias europeas. Desde la década de 1990, un repudio de la Deuda reduciendo su valor real a través de la monetización de los déficit era imposible, por la pertenencia al Sistema Monetario Europeo y luego al Eurosistema, pero también por la inexistencia de ilusión monetaria en los inversores españoles y extranjeros. La entrada en el Sistema Monetario Europeo rompió la tradición de que el déficit público se financiase con la ampliación de la base monetaria ni con la colocación a los bancos de deuda a bajos tipos de interés, por la desaparición de los coeficientes de inversión obligatorios. La necesidad de reducir el déficit frente a la renta nacional y de contener la relación de la Deuda / renta nacional impuesta por los criterios de convergencia monetaria de Maastricht quitaron autonomía a la política fiscal y a la política de la deuda. Desde 1994 las autoridades fiscales españolas recortaron el déficit para evitar el crecimiento de la deuda. La política de la deuda trató de alargar el plazo medio de la deuda viva y de favorecer la

adquisición por residentes de la deuda a medio y largo plazo, primando fiscalmente los fondos de pensiones y los seguros a largo plazos.

6.- El espejismo del euro y la crisis actual de la deuda pública española.

La pertenencia de España a la Unión Europea y la entrada en el euro permitió que los tipos de interés cayeran en España en la primera década del siglo XXI, reduciéndose prácticamente a cero el diferencial de interés de la deuda pública española con respecto a la alemana. Esto significó también la igualación de los tipos de interés de mercado en ambos países. La superabundancia de crédito barato llevó a un enorme endeudamiento del sector privado español que se destinó, fundamentalmente, a alentar el consumo de las economías domésticas y a la inversión inmobiliaria. Los mercados sufrieron el espejismo de que en España (como en Grecia, Irlanda, Portugal) ya no había riesgo país (o de que éste era igual al de Alemania). El espejismo duró hasta que estalló la crisis de la deuda griega en 2010. En aquel momento volvió a aflorar a la superficie la existencia de dos Europas, desde el punto de vista económico y financiero: la Europa rica e industrializada del Centro, y la Europa pobre y en vías de desarrollo de la periferia. Como los inversores en los mercados financieros diferencian por grandes regiones, clasificadas por acrónimos, España quedó asimilada inmediatamente a los países con crisis de la deuda en la periferia europea, como eran Portugal, Irlanda, Grecia y España; los inversores angloparlantes crearon el acrónimo de los PIGS (que en inglés significa cerdos) para referirse a los países con crisis de la deuda, aunque en España no había técnicamente tal crisis, como acabamos de ver. Pero como los mercados asociaron a España a estos países, desde entonces aumentó la prima de riesgo en España, aunque menos que en los otros tres países mencionados, y volvieron a aumentar los diferenciales de los tipos de interés españoles con respecto a los alemanes. En los mercados financieros gran parte de las profecías se autocumplen, porque si los grandes inversores piensan que un país va a la bancarrota, le aumentan inmediatamente los tipos de interés de los créditos y, además, los especuladores apuestan a favor de la bancarrota (mediante las ventas a corto y los seguros de riesgo de impago desnudos), lo que deprecia la deuda pública del país en cuestión y le crea dificultades de financiación. La torpe e interesada reacción de Alemania y Francia no afrontó el problema de la deuda pública periférica adecuadamente, y eso dejó que los mercados siguieran haciendo apuestas en contra de la deuda española. No obstante, en esta recuperación de la prima de riesgo país también pesó, sin duda, la historia de la disoluta gestión de la deuda de los países periféricos particularmente en España, que había sido patética hasta la década de 1990. Según Reinhart y Rogoff, el país con más bancarrotas de la historia.

Cuando empezó la crisis de 2008, España no tenía ningún problema de deuda pública. Al contrario, era un país modélico en cuanto al cumplimiento del Pacto de estabilidad y crecimiento, teniendo las cuentas equilibradas y un tamaño reducido de DP /PIB, como hemos visto. La crisis económica desencadenada en 2008, empero, creó rápidamente un fuerte déficit público que, unido al contagio de la crisis griega, puso a España en el punto de mira de los mercados. En 2010, el problema de España no era tanto de deuda pública, como de gran endeudamiento exterior del sector privado. Y también pesaban en el ánimo los inversores los problemas de la dudosa solvencia del sistema bancario, que podrían exigir grandes desembolsos del Presupuesto, aumentando la deuda. Como hemos visto, en el caso español, a fines de 2010 la relación deuda pública/PIB estaba en torno al 62%. Las proyecciones hacia el futuro estimaban que aquel porcentaje crecería al 72% en 2015. El endeudamiento público español, por lo tanto, no era alarmante a comienzos de la segunda década del siglo XXI. No obstante, lo que preocupaba a los mercados era el ratio deuda externa privada/PIB que, en 2010, ascendía al 170%. En conjunto, la posición de endeudamiento externo de España era casi el 90% del PIB en 2010, según el Banco de España. Este alto endeudamiento exterior junto a la fragilidad del

sistema financiero español y a la esperada caída de los precios de los activos inmobiliarios podría crear una congestión financiera (fundind squeeze) que lastraría aún más el crecimiento económico. Este era el temor de los mercados.

En el fondo el problema de España no era de deuda, sino de mejora de la competitividad. Los problemas más serios procedían de que, entre 1999 y 2007, los costes laborales unitarios de España en relación a los alemanes habían crecido sustancialmente. De ahí el desequilibrio exterior de España y el endeudamiento de su sector privado, muy superior al público. La incertidumbre era grande por cuanto la crisis económica, en la que seguía encallada España, en la primavera de 2011, empeoraría las cuentas públicas. Si no conseguía España salir de la recesión pronto tendría serias dificultades para evitar la explosión de su deuda. La salida de la crisis pronto parecía poco probable dados los duros ajustes fiscales que tendría que seguir realizando España hasta 2016. La austeridad fiscal mantendría paralizada la economía, durante varios años, lo que no ayudaría a resolver el problema del desempleo, por la insuficiente demanda agregada. La cuestión clave, por lo demás, radicaría en si la población y los políticos aguantarían los efectos negativos de unos ajustes fiscales muy prolongados.

Los problemas de España en 2011 derivaban, en parte de su pertenencia al euro. Aunque en el Pacto por el Euro de marzo de 2011 se habían acordado cuestiones importantes para la coordinación macroeconómica, los países centrales de la Unión Europea no habían reconocido que el principal problema de la eurozona era la relación existente entre los superávits comerciales del centro (Alemania) y la fragilidad financiera de los países de la periferia (España), con amplios déficit exteriores. El Pacto por el Euro se centró en tratar de solucionar parcialmente los desequilibrios fiscales de los países periféricos. Cuando era evidente que, salgo en el caso de Grecia, esta no había sido la causa que había desencadenado la crisis de las deudas periféricas ni del euro. De hecho, la situación fiscal de Irlanda y España en 2008 era modélica. Por lo tanto, los gobiernos de la eurozona no habían tratado solucionar la relación que existía entre la crisis fiscal y la crisis financiera en la Unión Europea. Liderados por Alemania, los países del centro impusieron sus intereses consistentes en proteger a sus bancos, que querían recuperar completamente todos los créditos que habían concedido a los países de la periferia europea, impidiendo que éstos pudieran reestructurar sus deudas. Esta estrategia implicaba cargar todos los costes de las malas prácticas bancarias de los países del centro de Europa sobre los contribuyentes de los países periféricos. Los países del centro de la Unión Europea no querían reconocer que el problema del euro provenía de las malas prácticas de sus bancos, que habían dado créditos alegremente, para ganar más intereses, sin respetar la ortodoxia bancaria, a los países de la periferia europea que, lógicamente, tenían un mayor riesgo.

En mayo de 2011, el tipo de interés de la deuda pública a 10 años era del 5,3% en España, mientras que en el Reino Unido sólo era el 3,5%. Descontando la tasa de inflación prevista (2,0 % en ambos países), resultaba que el tipo de interés en términos reales era el doble en España que en el Reino Unido. Esta era una diferencia básica tanto para asegurar la sostenibilidad de la deuda, como para favorecer el crecimiento económico. El caso era que las variables fiscales no explicaban esa diferente prima de riesgo país en España. Las estimaciones señalaban que hasta el año 2016, el tamaño de la deuda pública en relación al PIB sería inferior en España, que también tendría un menor ratio déficit/PIB que el Reino Unido hasta 2014. Un factor explicativo del mayor tipo de interés de la deuda pública en España radicaba en que este país pertenecía a la unión monetaria, lo que tenía unos costes en cuanto a falta de autonomía en la política económica, sin tener las ventajas que supondría la existencia de una unión fiscal, que permitiría, por ejemplo, la emisión de deuda pública europea o los salvamentos de los países con crisis de la deuda pública por transferencias de los países más ricos. Por el contrario, el Reino Unido tenía autonomía para realizar una política económica autónoma apoyada en los bajos tipos de interés que mantenía Banco de Inglaterra y en la

devaluación de la libra. Estas políticas económicas permitirían al Reino Unido crecer ante y en mayor medida que España y, por lo tanto, reducir más rápidamente el déficit fiscal, por el mayor aumento de la recaudación.

Por el contrario, España no podía devaluar al pertenecer al eurosistema. Además, la pertenencia al euro le exponía al efecto contagio de la crisis de la deuda pública de los países periféricos del euro, que tenían unos problemas estructurales similares España, aunque en este país eran menor graves. Y finalmente, por la pertenencia al eurosistema, España se enfrentaba con una política monetaria restrictiva dictada por el Banco Central Europeo, que en abril de 2011 elevó los tipos de interés, porque era lo que convenía a Alemania y otros países centrales de la Unión Europea. Esta política monetaria restrictiva retrasaría, sin duda, la salida de la crisis económica en España. Esto retardaría la reducción del déficit público porque la recaudación impositiva no aumentaría tanto como se había previsto en las previsiones oficiales.

Por otro lado, el Reino Unido contaba con la autonomía del Banco de Inglaterra que podía realizar préstamos a sus bancos en condiciones favorables, porque la operación quedaba dentro del país. Por el contrario, los préstamos del Banco Central Europeo a los bancos españoles serían exigidos a su vencimiento, porque había implicados otros países que tenían prohibidas las transferencias fiscales a terceros. Los préstamos del BCE eran como los que recibían del Fondo Monetario internacional, que habían de ser devueltos. Estas diferencias en la autonomía de la política económica hacían que el problema con la crisis de la deuda pública española en mayo de 2011 radicaba no tanto en el valor de las variables fiscales del momento, sino en las malas expectativas futuras que presentaba la evolución de las magnitudes físcas. Las expectativas de la hacienda pública española no eran buenas por la crisis económica en la que se encontraba el país y de la que se tardaría en salir por la política restrictiva obligada por el eurosistema.

También había en España problemas estructurales. Uno era que, dado el enorme endeudamiento privado, fundamentalmente bancario, con el exterior España se podía encontrar en el futuro con un serio problema de liquidez. Esta perspectiva podría ahuyentar todavía más el capital exterior, y nacional, que escaparía de España, dificultando la renovación de la deuda pública española en los vencimientos futuros de la misma. Además, en mayo de 2011, seguía pesando también la incertidumbre sobre la situación real de los bancos y las cajas de ahorros, cuyo saneamiento podría exigir grandes ayudas públicas, lo que aumentaría todavía más el déficit público y, por lo tanto, el tamaño de la deuda pública, como había sucedido en Irlanda. También existía la duda de si el gobierno central español conseguiría controlar los déficit públicos y el crecimiento de la deuda pública de las comunidades autónomas y de los ayuntamientos. Finalmente, seguía habiendo dudas también sobre la capacidad española para aumentar su competitividad internacional, con el fin de aumentar las exportaciones y reducir el desempleo, cuya enorme magnitud y persistencia en el tiempo empeorarían el futuro las cuentas del Estado si la crisis se alarga. Por otro lado, Italia y Bélgica tenían unos ratios deuda pública/PIB mayores que España en 2011, pero pagaban menores primas de riesgo. Una razón fundamental es que tenían unos déficit exteriores menores, que no aumentaban el endeudamiento exterior. Éste indicaba que un objetivo básico de los países con problemas de la deuda, indicados por las altas primas de riesgo) era reducir sus amplios déficit exteriores por cuenta corriente, tanto aumentando las exportaciones como reduciendo el consumo y las importaciones.

En el fondo, la crisis de la deuda de la periferia europea desde 2010 recuerda a las crisis de las deudas de los países en vías de desarrollo de las décadas previas. Es difícil conocer el “umbral de seguridad” (relación deuda / PIB que implica un alto riesgo de impago de la deuda externa) de los países, pero depende mucho de su “historial” en cuanto a los repudios de la deuda y a los procesos inflacionistas. Cuanto peor es ese historial de “mal pagador” menor es la capacidad de los gobiernos de “tolerar” la deuda; es decir, de seguir financiándose en los

mercados internacionales sin grandes diferenciales de tipo de interés y sin levantar crisis de confianza entre los inversores internacionales. Se da la circunstancia de que, aunque parezca una paradoja, los países que presentan un mayor “riesgo de impago” de la deuda son precisamente los que más se endeudan en los mercados internacionales, en términos absolutos y, sobre todo, en relación a los ingresos en divisas que obtienen por exportaciones (que son los que permitirán devolver la deuda exterior). Los países que incurrieron en repudios e impagos recurrentes de la deuda exterior adquirieron una mayor “intolerancia ante la deuda”; lo que quiere decir que llegaron a situaciones de bancarrota con unos bajos coeficientes deuda pública /PIB. Bastantes de las bancarrotas del período 1970-2008 ocurrieron en países con un nivel de deuda externa inferior al 60% del PIB. La intolerancia ante la deuda externa viene determinada por factores institucionales internos, como es la corrupción política, pero también factores internacionales, como es el hecho de que los flujos de capital hacia los países emergentes tienen un comportamiento paralelo a la coyuntura (procíclico). Por ello cuando, en las crisis económicas, las importaciones de capital dejaban de afluir a los países emergentes, sus gobiernos se veían forzados a realizar políticas fiscales y monetarias contractivas, exacerbando aún más la depresión económica interna. La razón era que no podían seguir endeudándose para financiar las políticas de estímulo fiscal, porque los grandes financieros internacionales saben que los países emergentes tienen el riesgo de que los crecientes déficit les lleven al umbral de intolerancia ante la deuda pública, que les impedirá atender al servicio de la misma y les conducirá a una nueva bancarrota. Por eso, las economías atrasadas suelen ver cómo los mercados financieros internacionales y las agencias de rating (las tres agencias americanas que evalúan el riesgo de las obligaciones y bonos emitidos por distintas instituciones) ponen en cuestión su solidez económica y su capacidad para pagar la deuda (es decir, les atribuyen un mayor riesgo de impago y, por tanto, exigen mayores tipos de interés) a unos niveles deuda /PIB muy inferiores a los de las economías avanzadas, según Reinhart y Rogoff. Esto se aplica a la crisis de la deuda de los países periféricos, incluida España desde 2010.