

El gobierno español confía cada vez más en que la deuda soberana ha quedado bajo control, gracias a una reducción en la solicitud de nuevos créditos, un descenso en los rendimientos de los bonos y el final de la recesión. Los inversionistas parecen compartir esta opinión; los réditos de los bonos gubernamentales a 10 años en el mercado secundario cayeron a sólo 3.7 por ciento a principios de enero. Luego de seis años de severa consolidación fiscal, el déficit general del gobierno sigue siendo alto y la deuda pública aún crece y se acerca al 100 por ciento del PIB, lo cual sugiere que las políticas de austeridad se derrotan a sí mismas, al menos en parte. Sin embargo, esas políticas han reducido los costos laborales y elevado la productividad, lo cual ayuda a corregir los desequilibrios externos y crear las condiciones para el comienzo de la recuperación económica. Lo que se mantiene en la incertidumbre es si la tendencia positiva de los meses recientes puede sostenerse, en especial dada la alta tasa de desempleo y la pesada carga de la deuda pública y privada, que aun en el mejor escenario llevará años disminuir.

En meses recientes ha habido signos de que puede estar instalándose una dinámica virtuosa que reduzca los costos del servicio de la deuda y el déficit presupuestal, lo que a su vez elevará más la confianza y acelerará la recuperación económica y la consolidación fiscal. Si esto se sostiene, la economía española podría dar una sorpresa positiva en los próximos dos años, aunque mucho dependerá de que continúen las condiciones monetarias relajadas y el fortalecimiento de la demanda neta de exportaciones.

Las tendencias del mercado sugieren que los inversionistas anticipan un escenario así; el índice de referencia Ibex-35 se ha elevado 32.5 por ciento desde mediados de 2013 —y más de 10 por ciento desde mediados de diciembre—, conforme la caída en la prima de la deuda soberana se extiende a los costos del crédito al sector privado. El relajamiento de las condiciones financieras es mejor ilustrado por el exitoso retorno al mercado de valores de Bankia, el banco rescatado por el gobierno que casi derrumbó el sistema financiero español a mediados de 2012. Bankia recabó mil millones de euros en una emisión de bonos sin garantía a principios de enero, que tuvo más de tres veces el número previsto de suscriptores; 85 por ciento fueron inversionistas extranjeros.

El peligro de colapso de Bankia en 2012 desencadenó una fuga en masa de capitales y una crisis en la balanza de pagos que casi provocó la ruptura de la zona euro. Ahora la crisis ha pasado; el país registró un superávit en cuenta corriente en los primeros 10 meses de 2013, lo cual significa que la economía genera ahorros netos como el resto del mundo. De hecho, aunque el tamaño

# ESPAÑA, ¿CAMINO A LA ESTABILIDAD?



En Madrid, policías antidisturbios pasan delante de un banco donde se anuncia el otorgamiento de créditos hipotecarios. España registró un superávit en cuenta corriente durante los primeros 10 meses de 2013, lo cual significa que la economía genera ahorros netos como el resto del mundo ■ Foto Ap

del déficit aún causa preocupación, ya no parece imposible de reducir, en un contexto de superávit de ahorro interno y renovado crecimiento.

## Proporción deuda pública/PIB siguen en alza

Pese a los drásticos recortes al gasto, las reformas estructurales y el alza de tasas impositivas, el déficit del gobierno general como proporción del PIB sólo se ha reducido gradualmente, sobre todo ante el deprimido ingreso fiscal y de seguridad social (que refleja el impacto negativo de la prolongada recesión en el mercado laboral y la rentabilidad de las empresas), así como los pesados desembolsos en beneficios de desempleo y los altos costos del servicio de la deuda. Como porcentaje del PIB, el déficit cayó de un máximo de 11.1 por ciento en 2009 a 9.6 en 2010 y 2011, y luego volvió a subir a 10.6 en 2012, en parte por el costo de las inyecciones de capital en el sistema bancario (sin estos préstamos de UE/FMI, el déficit se mantenía a 7.1 por ciento del PIB en 2012). En 2013 parece haberse logrado un mayor avance: en los primeros nueve meses el déficit se mantuvo en 4.4 por ciento del PIB (sin contar otros 0.5 puntos porcentuales en préstamos correspondientes al programa de rescate de la UE), lo cual sugiere que la cifra del año no estará lejos de la meta oficial de 6.5 por ciento del PIB en 2013. En contraste, la

deuda del gobierno siguió creciendo, hasta un estimado de 94 por ciento del PIB en 2013.

La austeridad no logró causar mayor impacto en la proporción déficit/PIB ni estabilizar la proporción deuda gubernamental/PIB, lo cual sugiere que estas políticas en parte se derrotaron a sí mismas. La austeridad ha tenido un impacto más o menos similar tanto en el denominador como en el numerador de la proporción de deuda; el PIB nominal de 2013 aún se estima por debajo del de 2007. Lo que sí logró, en cambio, fue contribuir a una depresión de la demanda interna que finalmente redujo los salarios y elevó la productividad por la vía de los despidos en masa. Luego de seis años de dolor, esta devaluación interna ha ayudado a llevar el déficit en cuenta corriente a un superávit y parece haber sembrado las semillas de la recuperación económica. Si ésta se produce, la proporción déficit/PIB debe comenzar a caer con mayor rapidez, aun si se relajan las políticas de austeridad.

## Más emisión de deuda

El Tesoro alcanzó sus objetivos de financiamiento en 2013, año en que la deuda total del gobierno central se estabilizó en 760 mil 300 millones de euros. Las emisiones brutas de deuda llegaron a 236 mil 700 millones en 2013 (130 mil 300 en deuda a mediano y largo plazos, y 108 mil 300 en bonos del Tesoro), en

tanto la emisión neta (después de redenciones) alcanzó 71 mil 900 millones (7 por ciento del PIB), apenas 900 millones más de lo previsto. Además, los rendimientos fueron menores de lo esperado, lo cual significa que los costos del servicio de la deuda estuvieron 8 mil 700 millones por debajo del presupuesto en 2013. De hecho, la tasa de interés promedio de las nuevas emisiones cayó a 2.45 por ciento el año pasado, en comparación con la de 3.73 de toda la deuda en circulación: sólo en otro año el costo promedio de emisión ha sido menor (2.15 por ciento en 2009). Dicho esto, la vida promedio de la cartera de deuda gubernamental continuó reduciéndose en 2013, hasta quedar en 6.2 años, aún bastante alta. A finales de octubre de 2013 los bancos domésticos tenían 36.8 por ciento de todos los bonos gubernamentales españoles, 36.5 por ciento estaban en manos de no residentes, y otros inversionistas domésticos poseían el resto.

Para su estrategia financiera de 2013, el Tesoro prevé que la emisión gruesa se eleve en 5 mil 700 millones de euros y quede en 242 mil 400 millones (133 mil 300 en bonos y 109 mil 100 en billetes del Tesoro). Esto refleja sobre todo mayores redenciones, que llegarán al máximo en octubre. En términos netos, se espera que la emisión caiga en 6 mil 900 millones de euros en 2014, a 65 mil millones (6.1 por ciento del PIB proyectado). De esta emisión

neta, 23 mil millones (35.4 por ciento) se destinarán al Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), que cubre los requerimientos de crédito de las administraciones regionales, la mayoría de las cuales han quedado fuera de los mercados de capital.

El 9 de enero, en su primera subasta del año, el Tesoro captó 3 mil 500 millones de euros en bonos a cinco años a un rendimiento promedio de 2.38 por ciento y mil 800 millones a una tasa de interés promedio de 4.19 por ciento. En el mercado secundario, el rendimiento del bono gubernamental de referencia a 10 años cayó a apenas 3.77 por ciento, en comparación con el 7.5 por ciento del punto máximo de la crisis, en julio de 2012, en tanto la prima de riesgo relativa a bonos alemanes comparables ha bajado de 638 puntos base en julio de 2012 a apenas 188. De hecho, los réditos están ahora apenas 80 puntos base arriba de su punto más bajo de 2.99 por ciento registrado en septiembre de 2005. Sin embargo, dado el tamaño de la carga de la deuda del gobierno y los vientos en contra que enfrenta la economía doméstica, no es probable que los rendimientos caigan mucho más, y seguirán vulnerables a un brusco vuelco hacia arriba si las condiciones económicas y financieras domésticas o internacionales se deterioran de forma inesperada a corto o mediano plazos.

Economist Intelligence Unit

