

# **SEMINARIO DE ECONOMÍA**

**Xoves, 28 de abril**

Título:

**“Las crisis y los arreglos de la Deuda soberana  
en España, 1800-2012”**

Ponente:

**Francisco Comín**

*(Catedrático de Historia Económica, Universidad  
de Alcalá de Henares)*

***Lugar: Aula-Seminario 6***

***Hora: 15:00 h***

**Organiza:**

Departamentos de Economía Aplicada; Estadística e Investigación  
Operativa; Matemáticas.

Coa colaboración de:



<http://seminariodeeconomia.webs.uvigo.es/>

## Seminarios de Economía:

### FRANCISCO COMÍN

(Universidad de Alcalá de Henares)

Jueves 28 de abril de 2016

15.00h

Aula-seminario nº6

Francisco Comín Comín (Obón, Teruel, 1952). Catedrático de Historia Económica de la Universidad de Alcalá de Henares desde 1991. Previamente enseñó en la Universidad Complutense y en la de Valladolid.

Recibió el Premio Nacional de Historia de 1990 (por su libro *Hacienda y Economía en la España Contemporánea, 1808-1936*), el Premio de Investigación del Ministerio de Hacienda de 2002 (por el libro *Alejandro Mon y Menéndez, 1801-1882. Pensamiento y Reforma de la Hacienda*, escrito con Rafael Vallejo Pousada) y el Premio *Docentia* “Santiago Zapata” de la Asociación Española de Historia Económica en 2013 (por su libro *Historia Económica Mundial. De los orígenes a la actualidad*, 2011).

Otros libros suyos destacados son: *Historia de la Hacienda pública: Europa y España* (1996); *Historia de la cooperación entre las Cajas. La Confederación Española de Cajas de Ahorros (1928-2007)*; *INI. 50 años de industrialización en España* (con Pablo Martín-Aceña, 1991); *La empresa pública en Europa. Una perspectiva histórica* (con Daniel Díaz, 2004); *Economía y economistas españoles en la guerra civil* (coeditado con Enrique Fuentes Quintana, 2008); *The Rise of Fiscal States. A Global History, 1500-1914* (coeditado con Patrick O’Brien, 2012); *La Hacienda Pública en el franquismo. La guerra y la autarquía, 1936-1959* (escrito con Miguel Martorell, 2013); *Crisis económicas en España, 1300-2012. Lecciones de la Historia* (coeditado con Mauro Hernández, 2013); *Historia de la deuda pública en España (siglos XVI-XXI)* (coeditado con Carlos Álvarez-Nogal, 2015).

Es Académico Correspondiente de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Fue tesorero y secretario general de la Asociación Española de Historia Económica. Ha sido consejero de varias revistas científicas (como *Investigaciones de Historia Económica*) y secretario de la *Revista de Historia Económica*.

LAS CRISIS Y LOS ARREGLOS DE LA DEUDA SOBERANA EN LA ESPAÑA CONTEMPORÁNEA (1800-2012).

Francisco Comín (Universidad de Alcalá, Madrid).

Francisco Comín (2013), “Las crisis y los arreglos de la deuda soberana en la España contemporánea, 1800-2012”, *Revista de Historia de la Economía y de la Empresa*, 7, pp. 241-275.

Resumen

Este artículo estudia las crisis de la deuda pública en España entre 1808 y 2012, desde una doble perspectiva. Primera, se analizan los repudios y arreglos de la deuda (inicialmente obligatorios y luego voluntarios) declarados por los gobiernos españoles del siglo XIX, así como el impuesto inflacionista y la represión financiera, métodos más sutiles de impago, utilizados durante el franquismo. Segunda, las crisis de la deuda pública se estudian desde una perspectiva cuantitativa: surgían tras la acumulación de deuda para financiar los déficits presupuestarios, y estallaban cuando la ratio deuda/gasto público (y deuda/PIB) superaba un cierto nivel, convirtiéndose en insostenible, y cuando la deuda a corto plazo alcanzaba altos porcentajes. Finalmente, se explica la graduación del Estado español en la gestión responsable de la deuda pública, tras la entrada en la Unión Europea, que no evitó otra crisis de la deuda pública en 2010.

Palabras clave: deuda pública, bancarrota, impuesto inflacionista, represión financiera, reestructuración de la deuda.

*Crises and Restructurings of the Sovereign Debt in Modern Spain (1800-2012)*  
by Francisco Comín

Abstract

This article studies the public debt crisis in Spain between 1808 and 2012, from a dual perspective. First, we analyze the repudiation and debt restructurings (initially voluntary and then mandatory) declared by the Spanish governments of the 19<sup>th</sup> Century and the inflationary tax and financial repression, more subtle methods of default, used under Franco regime. Second, debt crisis are studied from a quantitative perspective: they arose after the accumulation of public debt to finance high budget deficits, and exploded when the debt / public spending (and debt / GDP) exceeded a certain level, becoming unsustainable, and when the short-term debt reached high percentages. Finally, we explain the graduation of the Spanish government in the responsible management of public debt, after joining the European Union, which did not prevent another public debt crisis in 2010.

Key words: default, financial repression, inflation tax, public debt, debt restructuring.

Claves JEL: E31, E4, E63, F36, F42, H6, N10, N23, N43, H63, F34.

## 1.- Introducción

Las crisis de la deuda pública (o deuda soberana) estallan cuando el gobierno no puede atender el pago de sus intereses o la devolución del capital, porque ni siquiera puede renovar la deuda a corto plazo. La señal más evidente de la existencia de una crisis de la deuda es la declaración formal por el gobierno de un impago, suspensión de pagos o bancarrota, junto con la publicación de las medidas previstas para solucionar la crisis, que son los arreglos de la deuda. Estas declaraciones de bancarrotas, totales o parciales, adquirieron diversas manifestaciones en la España contemporánea según pasaba el tiempo. Las secciones 2 a 4 de este artículo constituyen una primera parte en la que se estudian las declaraciones de impago y las reestructuraciones de la deuda pública y otros expedientes utilizados para resolver las crisis españolas entre 1808 y 1975. En la sección 2 veremos cómo, inicialmente, las soluciones a las crisis de la deuda soberana eran medidas unilaterales de los gobiernos españoles, absolutistas y liberales, impuestas a los tenedores. Primero recurrieron a los repudios, que implicaban el no reconocimiento por el monarca absoluto de la deuda emitida por otros gobiernos previos. Luego, los gobiernos liberales recurrieron a los repudios encubiertos, técnicamente conocidos como reestructuraciones o arreglos de la deuda pública, que eran modificaciones en los títulos decididas unilateralmente por los gobiernos e impuestas a los tenedores, que tenían que canjear obligatoriamente los títulos<sup>1</sup>. A ellos recurrieron algunos ministros de Hacienda españoles de los tres primeros cuartos del siglo XIX para solucionar las crisis de la deuda. Por si fuera poco, en algunas coyunturas apuradas, los gobiernos españoles dejaron de satisfacer íntegramente los intereses de la deuda soberana, en el ocaso del Antiguo Régimen y en los primeros tiempos del régimen liberal, incluidos los difíciles tiempos del Sexenio democrático. En la sección 3 analizaré cómo, entre 1882 y 1936, los arreglos de la deuda ya fueron pactados con los inversores extranjeros y, además, fueron voluntarios, pues los tenedores podían acudir al canje de títulos o conservar los antiguos. En la sección 4 analizaré las nuevas formas de resolver los problemas de la deuda, que fueron utilizadas intensamente durante el franquismo (1939-1975). Una de ellas fue el impuesto inflacionista que pudo aplicarse una vez que la deuda era interna, mantenida por residentes en el país y, además, cuando el dinero era fiduciario (billetes y moneda fraccionaria). El crecimiento de los precios rebajaba el valor real de la deuda y el tipo de interés real, sin que los tenedores se percataran, pues tenían ilusión financiera. Esta gestión irresponsable de la deuda durante el franquismo se vio acompañada por la utilización de la represión fiscal, como el mecanismo más sutil de impago de la deuda. Estas formas indoloras de reducir la deuda durante el franquismo hicieron innecesarios los arreglos formales de la misma, con lo que aparentemente durante la dictadura no hubo crisis de la deuda soberana.

Un segundo enfoque para analizar las crisis de la deuda es el cuantitativo, que desarrollaré en la sección 5. Las crisis de la deuda se originaban por la acumulación creciente de deuda pública emitida por los gobiernos para financiar los sucesivos y crecientes déficits presupuestarios. La crisis estallaba cuando el tamaño de la deuda era tal que el Estado no podía atender los servicios financieros de la misma, porque éstos alcanzan un alto porcentaje del gasto público (y de los recursos impositivos). En esta sección, por tanto, analizaremos la evolución del déficit presupuestario, el tamaño y la estructura de la deuda pública y las cargas que ésta suponía para el presupuesto, con el fin de identificar las crisis de la deuda. Ante la imposibilidad del Estado de seguir pagando los intereses de

---

<sup>1</sup> Concretamente, las reestructuraciones de Bravo Murillo y Salaverría se impusieron a los tenedores de la deuda; las restantes conversiones del siglo XIX fueron voluntarias y potestativas: aquellos tenedores que no accedían al arreglo, conservaban los títulos viejos. Ello explica la variedad de títulos de la deuda.

la deuda o de amortizarla, mediante la realización de activos, no quedaba otra solución a los gobiernos que declarar la bancarrota total (impago o default) o realizar alguna reestructuración de la deuda (arreglos).

Finalmente, como epílogo, en la sección 6, veremos una nueva fase en la gestión de la deuda pública, que se inició con la democracia, cuando se impuso la responsabilidad fiscal ante los compromisos financieros del Estado, y se consolidó con la integración de España en el Eurosistema. Ello hizo pensar que España ya se había graduado en la gestión responsable de la deuda. No obstante, aquella responsabilidad no libró a España de una nueva crisis fiscal iniciada en 2010 y agravada en los años posteriores. Dada la pérdida de autonomía monetaria de España y la liberalización financiera España no podía utilizar la inflación ni la represión financiera para solucionar esta nueva crisis de la deuda. La duda que persistía en mayo de 2012 era si la España del euro, incapaz de recurrir a los impagos encubiertos practicados en el siglo XX, se vería abocada a una nueva reestructuración de la deuda al estilo de los arreglos acometidos en el siglo XIX.

## **2.- Los arreglos de la deuda entre 1808 y 1880**

La enorme crisis de la deuda heredada del Antiguo Régimen fue agravada por una gestión irresponsable de la misma durante la primera mitad del siglo XIX. Los gobiernos repudiaron la deuda (no la reconocieron) o la reestructuraron mediante los arreglos de la misma, que implicaban alguna de las operaciones siguientes: a) la reducción del nominal de los títulos; b) la rebaja del tipo de interés nominal; c) el recorte del rendimiento neto por el aumento de su tributación; y d) el alargamiento del vencimiento de los títulos. En esta sección 2 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 2.1, 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 2.2, Toreno arregló la deuda en 1834. Posteriormente, Mon consolidó los contratos de anticipaciones de fondos y la deuda flotante en 1844. En el apartado 2.3, veremos cómo incluso después de quedar asentada la Hacienda liberal en 1845, la deuda pública fue arreglada forzosamente por Bravo Murillo, lo que provocó las protestas de los tenedores extranjeros y graves tensiones en los mercados internacionales. Estas 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. Finalmente en el apartado 2.4, estudiaremos el repudio de los intereses de la deuda en el Sexenio democrático y el arreglo de la deuda de Salaverría en 1876, para volver a pagarlos.

### **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 a su vencimiento. 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 en el mercado de títulos de la deuda de baja denominación a bajos tipos de interés y tuvo que seguir dependiendo de los grandes prestamistas, que cobraban altos tipos de interés por sus adelantos de fondos.

Todo el siglo XIX estuvo condicionado por el enorme volumen de deuda heredado del Antiguo Régimen y por las malas prácticas en 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 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, 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 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 que 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 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 realizó una conversión de la deuda, en 1825, y repudió los atrasos de tesorería en 1828, haciendo un corte de cuentas. Ni siquiera se pagaron los intereses de la deuda consolidada, por no haber

fondos en la Caja de Amortización. Otra práctica heterodoxa, para la ideología liberal, 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 Tesoro. 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<sup>2</sup>.

## 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 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 satisfacerse entre 1836 y 1845<sup>3</sup>. Ante este fracaso, la cotización de la deuda española cayó tanto que no pudo emitirse nueva 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, Inglaterra y Estados Unidos en virtud de tratados de 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”<sup>4</sup>, porque el empréstito de 400 millones realizado por Toreno hubo de hacerse al 50 %. 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 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 presupuestario, que fue financiado

---

<sup>2</sup> Fontana (1977), Comín (1990 y 1995) y Comín y Vallejo (2002), pp. 185-195.

<sup>3</sup> Artola (1986), pp. 165-170.

<sup>4</sup> En opinión de Piernas Hurtado (1901).

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 corrientes 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 de la deuda flotante, en 1844. Esta restructuración de la deuda de 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 aprobase 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 %<sup>5</sup>. 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 a corto plazo de la Hacienda. Estas medidas permitieron que el Estado pudiese atender 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 deuda<sup>6</sup>.

### 2.3.- Una restructuración de la deuda en dos tiempos: Bravo Murillo y García Barzanallana.

A Mon le preocupaba la reforma tributaria, y su conversión de la deuda era un requisito para realizarla. Pero el ministro no afrontó la resolución de la crisis de la deuda, que seguía siendo muy grave en 1850. Nadie mejor que Piernas Hurtado (1901) 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 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 restructuración de la deuda de Bravo Murillo. En realidad, el ministro no tenía otra alternativa, a no ser que hubiese optado por declarar una bancarrota, un repudio abierta de la deuda. Esto no entraba 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

---

<sup>5</sup> Lo que entonces quería decir es que por cada 35 reales de nominal de la vieja deuda el Tesoro entregaba 100 reales nominales de deuda nueva.

<sup>6</sup> Comín y Vallejo (2002), pp. 229-265.



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 españoles<sup>7</sup>.

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 viejas por su valor 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 Bravo Murillo redujo el interés sólo representaban el 33 % de la deuda existente; la deuda consolidada a la que se le rebajó el nominal sólo 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 tres cuestiones diferentes: 1) la reducción a la mitad del montante de los cupones vencidos que se consolidaban; 2) la condición de diferida (no cobraría interés durante algún tiempo) que adquiriría una parte de la deuda, y 3) los escasos fondos presupuestarios que Bravo Murillo afectó a la amortización de la deuda. Como sucede en todas las reestructuraciones de la deuda, 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 al Estado español para que cumpliera completamente con sus obligaciones, y reconociera las deudas y sus intereses vencidos por el nominal. Los tenedores de la deuda no se dieron por vencidos: aunque los especuladores extranjeros perdieron la batalla 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 veremos, crisis de la deuda estallaban cuando las cargas financieras superaban el umbral del 30 % del gasto público, que hacía insostenible la situación de la Hacienda pública. Dedicar un tercio de los recursos de la Hacienda a atender la deuda pública era insoportable para los ministros de Hacienda que, para salvar la crisis, hacían conversiones de la deuda para rebajar sus cargas. Esto sucedió desde 1866, por lo que se sucedieron las conversiones. En julio 1867, García de Barzanallana ejecutó una reestructuración de la deuda que convirtió las deudas diferidas, las amortizables y los cupones rebajados en deuda consolidada al 3 %, 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

---

<sup>7</sup> Comín (1996), Comín y Vallejo (2002), pp. 507-515.

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 % consolidada, la deuda del Tesoro y la deuda 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<sup>8</sup>.

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

La deuda pública volvió a multiplicarse tras el arreglo de Barzanallana. El crecimiento de la deuda pública se había paralizado en la década de 1850. La razón fue que los mercados se habían cerrado a los valores españoles tras el arreglo de Bravo Murillo. Por ello, los déficits públicos se financiaron mediante préstamos de la Caja General de Depósitos, que no eran considerados deuda pública. Los altos déficits presupuestarios del Bienio Progresista y del Sexenio Democrático llevaron a los ministros de Hacienda progresistas a concertar grandes empréstitos en el exterior, lo que aumentó el endeudamiento. La deuda pública también creció por emisiones para financiar actividades extrapresupuestarias. 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 %. 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 1855<sup>9</sup>.

Este crecimiento de la deuda pública llevó 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 fue realizado por Salaverría en 1876, ya en la Restauración. 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, 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

---

<sup>8</sup> Comín (1996) y Comín, Martín-Aceña y Vallejo (eds.) (2006).

<sup>9</sup> Comín (1988) vol. I, pp. 384-397, y Comín (1996), pp. 158-165.

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 sus cargas financieras se situaron, como veremos, 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 pactadas de la deuda (1882-1942)**

El arreglo de Salaverría fue una solución de urgencia que no arregló los problemas de la deuda, porque ni había simplificado la variedad de títulos ni había rebajado sus cargas financieras. Como veremos, el endeudamiento público era insostenible en 1879. El arreglo de la deuda realizado por J. F. Camacho trató de solucionar aquella crisis de la deuda, buscando los siguientes objetivos: simplificar la variedad de títulos públicos, disminuir el endeudamiento del Estado y reducir sus cargas financieras en el presupuesto. Esta reestructuración de Camacho no sólo era necesaria técnicamente, para salvar la crisis de la deuda, sino que también fue oportuna porque la situación en el mercado financiero era propicia para una conversión. Tras el arreglo de Camacho, el volumen de deuda se estabilizó en 7.000 millones de pesetas. En 1895, se inició la guerra de Cuba, elevando el endeudamiento del Estado y creando otra crisis de la deuda pública, que hizo inevitable la nueva reestructuración de Fernández Villaverde.

#### **3.1.- La conversión pactada y voluntaria de Camacho**

La favorable situación del mercado financiero aconsejaba, en efecto, una conversión para aliviar los pagos del Tesoro, disminuyendo el interés y prolongando los plazos de amortización. Así lo había previsto Cos-Gayón, al presentar un proyecto de arreglo en febrero de 1881. 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". Una ley autorizó la emisión de 1.800 millones de pesetas nominales de deuda al 4 por 100, amortizable en 40 años, al tipo del 80 % (con lo que resultaba un interés efectivo del 5 %) 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 consolidada<sup>10</sup>.

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 %. La mayor parte de la deuda convertida tenía un interés del 2 ó 3 %, y la disminución

---

<sup>10</sup> 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.

del nominal de la deuda 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. El éxito se tradujo en que la conversión fue completa y rápida, lo que normalizó el crédito del Estado español. 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. En efecto, la deuda en circulación cayó de 13.500 millones de pesetas a principios de 1881 a 6.800 millones a principios de 1884. La conversión redujo las cargas financieras del 37,6 al 27,3 % en 1882, aunque volvieron al 32 % en 1884.

### 3.2.- La reforma de Fernández Villaverde

En 1898, las cargas de la deuda eran insostenibles, como veremos. Para solventar la crisis de la deuda, Fernández Villaverde 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 3) la 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 obligaban 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 incrementó inicialmente las cargas financieras entre 1898 y 1903, pero luego se redujeron<sup>11</sup>. 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 *affidavit*), para convertirla, de hecho, en deuda interior, con lo cual los tenedores españoles ya no recibirían los intereses en oro (sino en pesetas) y tendrían que pagar el nuevo impuesto. 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. La reestructuración de Fernández Villaverde solucionó temporalmente la crisis de la deuda, pues su volumen cayó de 13.280 a 10.325 millones entre 1901 y 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. 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 conservador<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> 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.

<sup>12</sup> Comín (1996), pp. 165-166, y Comín (2006)

### 3.3.- Las consolidaciones del período de entreguerras

En el siglo XX, los arreglos de la Deuda pública fueron menos frecuentes y más moderados. De un lado, fueron más respetuosos con los derechos de los suscriptores y ofrecieron canjes beneficiosos para ellos; de otro, se realizaron para aprovechar las coyunturas propicias del mercado financiero, más que por la amenaza de bancarrota estatal. Este fue el caso de las consolidaciones de Alba (1917), La Cierva (1919) y Calvo Sotelo (1927-1928), y las conversiones de este último y de Chapaprieta (1935). Las conversiones de la deuda del siglo XX no provocaron protestas de los tenedores de títulos públicos, al contrario, fueron aceptadas mayoritariamente. Estas conversiones del siglo XX fueron facultativas, pues cuando los tenedores no optaban por el canje, el Tesoro tenía la opción de amortizar la deuda vieja; esto contribuyó a reducir la variedad de títulos.

A comienzos de 1927, Calvo Sotelo decidió consolidar 5.225 millones de deuda del Tesoro 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; un mes después la consolidación se declaró facultativa. El alargamiento del plazo se compensó con un tipo de emisión inferior al 100 %, por lo que la consolidación aumentó el nominal de la deuda pública en circulación. 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 %. Los suscriptores se inclinaron en mayor medida por la deuda libre de impuestos, innovación introducida por J. Calvo Sotelo en la emisión de Deuda amortizable al 5 % de 1926. Calvo Sotelo decidió convertir la deuda perpetua en amortizable para modernizar la estructura de la deuda: autorizó la conversión de 1.000 millones de pesetas de la deuda perpetua interior al 4 % en deudas amortizables al 3 % (recibiendo un nominal equivalente) o al 4 % (recibiendo el 80 % del nominal de deuda perpetua convertida) exentas de impuestos. Esta conversión fue un éxito pues se canjearon 3.122 millones. La ganancia para los suscriptores era clara: no sólo la deuda se amortizaría, 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; quienes acudieron a la conversión optaron por renunciar al 25 % del interés.

Por su parte, la conversión de Chapaprieta 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 canjearon 300 millones de deuda del Tesoro al 5 % por una suma equivalente de esa deuda al 4 %. En agosto y septiembre de 1935 se convirtieron: a) a la par, los títulos del Tesoro al 5 % y a dos años por obligaciones del Tesoro al 3,5 %; y, b) los bonos oro de tesorería al 6 % en otros similares al 4 %. En esas fechas también se canjeó la deuda amortizable al 5 %, de 1900 y 1917 por otra deuda amortizable (a cincuenta años a partir de 1945) al 4 %. El arreglo de Chapaprieta redujo los intereses y alargó los plazos de amortización<sup>13</sup>.

## 4.- El recurso a la inflación y la represión financiera de Franco (1939-1975)

---

<sup>13</sup> Comín (1996), pp. 166-167, y Comín, Martín Aceña y Martorell (eds.) (2000).

Una vez ganada la guerra civil, el gobierno de Franco realizó un arreglo de la deuda y luego recurrió al impuesto inflacionista y a la represión financiera, para evitar las crisis fiscales.

### 3.1.- El arreglo de la deuda de la posguerra

En 1939, Larraz realizó una reestructuración 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 aquella emisión se amplió para convertir voluntariamente las antiguas deudas del Tesoro, que rendía unos intereses entre el 3,5 y el 4,5 %. La conversión alcanzó a la práctica totalidad de los títulos viejos. En ese mes, también se acometió la conversión de las deudas amortizables con tipo de interés igual o superior al 4,5 % por una nueva deuda amortizable al 4 % libre de impuestos. Larraz también suspendió las amortizaciones de la deuda hasta 1946. Las nuevas deudas de Larraz (tesoros al 3 % y amortizable al 4 %, ambas sin impuestos) constituyeron la mayoría de la deuda pública, junto a la deuda perpetua interior al 4%. El arreglo de Larraz disminuyó las cargas de la deuda en el gasto presupuestario, por la caída de los intereses y la suspensión de las amortizaciones hasta 1946. El éxito del arreglo de Larraz se explica por los bajos tipos de interés de mercado, originados por el gran aumento de oferta monetaria. Aunque formalmente el arreglo fue voluntario, la conversión de Larraz fue favorecida por algunas decisiones del gobierno en 1939: se rebajaron los tipos de interés legales del dinero y el de 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 impuesto del timbre<sup>14</sup>.

### 4.2.- Los arreglos indolores de la deuda durante el franquismo

El régimen de Franco recurrió a unos repudios encubiertos de la deuda pública interna consistentes en la inflación y en la represión financiera, fenómenos asociados entre sí. 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, desde finales del siglo XIX, como medio principal de instrumentar los intercambios. 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<sup>15</sup>. 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 no había tenedores extranjeros de la deuda española (los últimos títulos en poder de extranjeros 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 concedió el monopolio de emisión de billetes al Banco de España, a cambio de conceder préstamos 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 moneta-

---

<sup>14</sup> Comín (1996), pp. 168-169, y Comín, Martín-Aceña y J. M. Serrano Sanz (eds.) (1997).

<sup>15</sup> Según Reinhart y Rogoff (2009), el repudio de la deuda interna mediante el impuesto inflacionista fue el factor explicativo de la decisión de los gobiernos para promover la inflación. También señalan que 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.

rio 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. La financiación de la guerra de Cuba 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. 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. Desde la Primera Guerra Mundial se recurrió en España a la monetización indirecta del déficit, a través de la deuda pignorable, que suscribían los bancos para luego descontarla en el Banco de España. Junto a los billetes del Banco de España, las cuentas corrientes de los bancos privados comenzaron a predominar sobre la moneda metálica en la composición de la oferta monetaria. Con la monetización indirecta, desde 1915, 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 utilizado intensamente por los gobiernos de Franco y también durante la transición a la democracia, como veremos en la sección siguiente. Este procedimiento tenía inestimables ventajas para la Hacienda porque no despertaba el mínimo recelo entre los tenedores de la Deuda. La entrada en la Unión obligó a los gobiernos a realizar una gestión responsable de la deuda pública, como veremos en la sección 6.1.

La utilización del impuesto inflacionista produjo el "efecto liquidación" de la deuda pública, al reducir el valor real de la deuda y de los tipos reales de interés. Este fenómeno fue general en los países desarrollados entre 1945 y 1980. Los tipos reales de interés se mantuvieron negativos y el valor real de la deuda pública cayó porque el crecimiento de la oferta monetaria fue acompañado por la represión financiera, consistente en el control de capitales que evitaba la exportación del capital al exterior y por imposición al sistema bancario de una regulación que obligaba a mantener unas inversiones en títulos públicos y fijaba un tipo de interés máximo para los depósitos bancarios<sup>16</sup>.

## **5.- Los indicadores cuantitativos de las crisis de la deuda (siglos XIX y XX).**

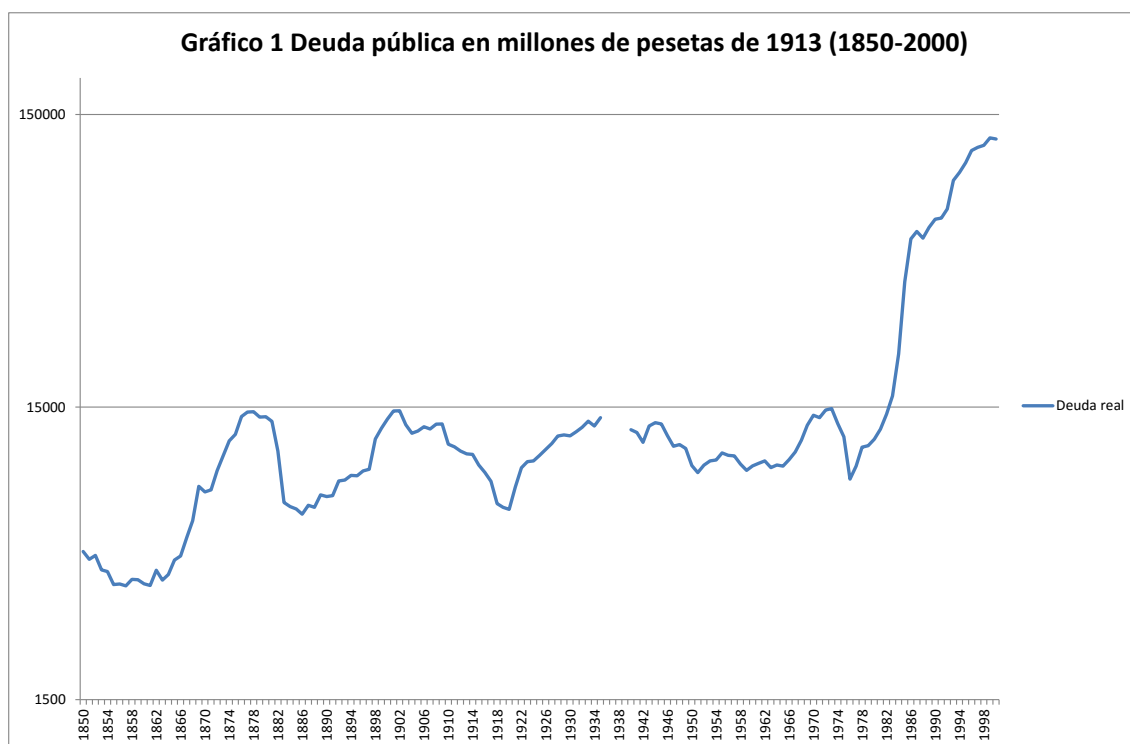
---

<sup>16</sup> Sbrancia (2011).

Para singularizar las crisis de la deuda pública en la España contemporánea y analizar sus causas, los resultados de los arreglos estudiados en las secciones anteriores y sus consecuencias sobre los mercados financieros, analizaré las series históricas siguientes. En el primer apartado, se estudiará el volumen de deuda pública en términos reales, en pesetas de 1913, que dejará en evidencia el repudio encubierto que supuso la inflación. En el segundo apartado, analizaré la evolución de los déficits presupuestarios, del Estado y de las Administraciones Públicas, que estaban en el origen de las crisis de la deuda pública. El apartado tercero tratará sobre la capacidad de pago de la economía española para mantener el nivel de deuda existente (la sostenibilidad de la deuda), que se mide con la relación de la deuda pública en circulación frente al PIB. En el apartado cuarto se examina el nivel de tolerancia (o asequibilidad) de la deuda, medida como el porcentaje que sus cargas financieras suponían dentro del gasto presupuestario del Estado. Finalmente, en el apartado quinto, me centraré en los cambios en la cotización de la deuda pública en los mercados de valores (bolsas), como un reflejo de las crisis y los arreglos de la deuda pública.

### 5.1.- 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 pesetas de 1913, representados en un eje logarítmico. En el mismo se advierte que hasta 1982, la deuda pública en circulación, en pesetas de 1913, siempre estuvo por debajo de los 15.000 millones de pesetas. En términos absolutos, ahí estuvo el máximo de pesetas que los ministros de Hacienda podían asumir como endeudamiento público. Desde 1982, la deuda pública se disparó hasta alcanzar un máximo de 124.626 millones de pesetas en 1999.



Fuentes: Comín y Díaz (2005), Prados de la Escosura (2003).

En este gráfico se advierten, hasta 1982, unos máximos en la deuda pública en términos reales que se situaron en los siguientes años: 1878 (14.449 millones), 1902 (14.568

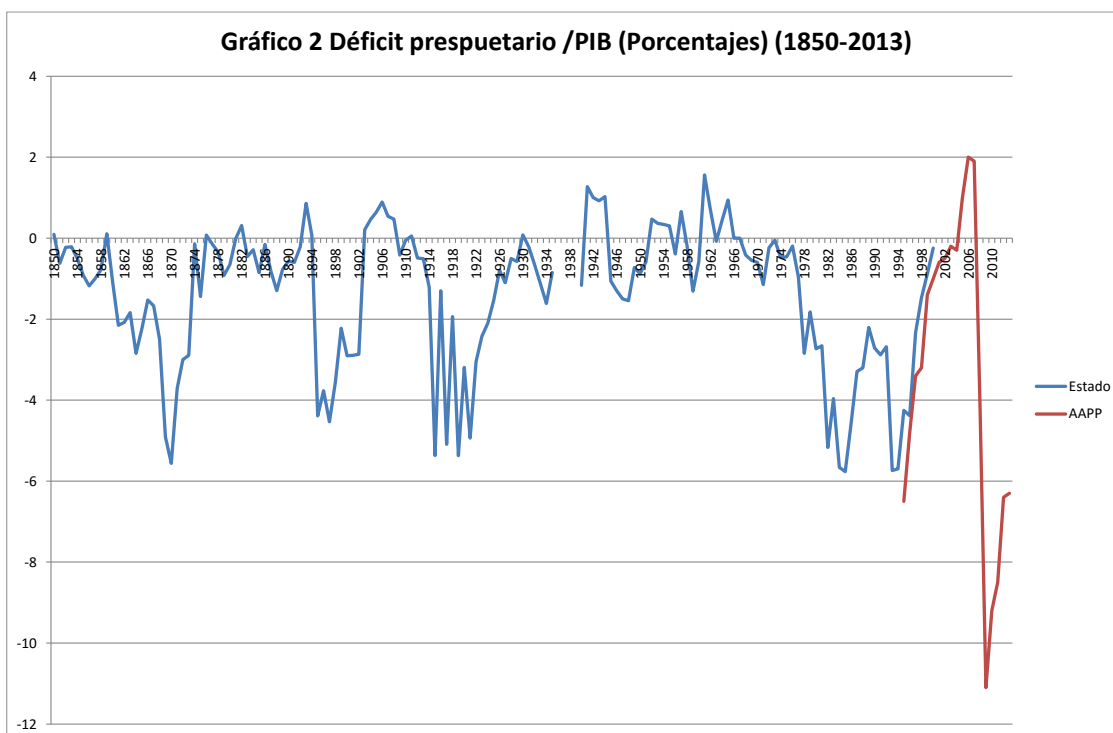


millones), 1935 (13.796 millones), 1973 (14.825 millones). Estos máximos marcan las crisis de la deuda en la España contemporánea. Como hemos visto, estas crisis de la deuda pública se afrontaban de distintas maneras, para reducir su volumen. Veamos los ciclos del volumen de la deuda pública en términos reales marcados por las crisis y los arreglos de la deuda. El primer ciclo se inicia 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 4.018 a 14.409 millones de pesetas. Este volumen marcaba, sin duda, una crisis de la deuda pública. Pues bien, desde el máximo de 1878, 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 J. F. Camacho. El segundo ciclo abarcó de 1886 a 1901, cuando la deuda pública en circulación aumentó hasta los 14.545 millones, destacando el crecimiento entre 1898 y 1901, debido a la financiación de la guerra de Cuba. Esto nos revela la aparición de otra crisis de la deuda, que se solucionó por el plan de estabilización de Fernández Villaverde que, como hemos visto, arregló la deuda y liquidó una serie de superávits presupuestarios que permitieron amortizar una parte de la deuda. Como consecuencia, entre 1902 y 1904, la deuda pública cayó hasta los 12.212 millones de pesetas. Luego la deuda pública creció ligeramente hasta el máximo local de 1909, tras el cual su volumen disminuyó de 13.121 a 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 déficits presupuestarios, que se monetizó directa e indirectamente. Esta fue la innovación del siglo XX en España para arruinar a los tenedores de la deuda interna: reducir su valor real mediante la inflación, sin que mediase, reestructuración, arreglo o declaración legal del gobierno.

El tercer ciclo fue de 1920 a 1935, durante el cual la deuda pública volvió a crecer rápidamente hasta los 13.796 millones de pesetas. Aunque durante la guerra civil, el endeudamiento público 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. El cuarto ciclo tuvo lugar entre 1952 y 1973; en el mismo, el volumen de deuda pública permaneció prácticamente estancado hasta 1965, pero desde este año hasta 1973, la deuda pública en términos reales aumentó de 9.421 a 14.825 millones de pesetas de 1913. La fuerte inflación que se desencadenó posteriormente redujo aquel volumen 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 déficits presupuestarios, en otro impago encubierto de la deuda, por la inflación. El quinto ciclo se inició con la transición a la democracia cuando los déficits públicos aumentaron el volumen real de deuda pública, hasta llegar a la crisis de la deuda actual, que analizaremos en la sección 6.

5.2.- El origen de las crisis de la deuda soberana: los déficits presupuestarios y el abuso de la deuda a corto plazo.

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 (o avales del Estado) para financiar presupuestos extraordinarios de obras públicas, organismos autónomos o 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<sup>17</sup>.



Fuentes: Martin-Aceña y Pons (2005), Prados de la Escosura (2003), Instituto Nacional de Estadística, Banco de España.

Las crisis fiscales en España surgieron cuando el déficit del presupuesto del Estado sobrepasaba el 4% del PIB. En el gráfico 2, se recoge el porcentaje que el saldo del presupuesto del Estado y de las Administraciones Públicas (AAPP) suponía con respecto al PIB. Nos muestra las crisis fiscales reflejadas en los amplios déficits públicos que alcanzaron sus mayores cotas en los siguientes años. Primero, en los años del Bienio Progresista el déficit público alcanzó un máximo de 1,2% del PIB en 1856. Este 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. Esta crisis fiscal del Sexenio Democrático sí que marcó una crisis importante de la deuda pública, derivada de la alta magnitud de los déficits presupuestarios. Además, la reducción posterior del déficit fue debida a que se dejaron de pagar, precisamente, los intereses de la deuda, como veremos. Tercero, aunque hasta 1892 predominaron los déficits en el presupuesto del Estado, éstos no fueron muy grandes, destacando el 0,9% del PIB en 1879 y el 1,3% en 1888. Estos déficits eran muy pequeños para ocasionar una crisis de la deuda. Por el contrario, los amplios déficits públicos de los años 1895 a 1902, sobrepasaron el 2% del PIB, rondando el 4% entre

<sup>17</sup> Las cifras de gasto público de este artículo incorporan ya los gastos de los presupuestos extraordinarios.

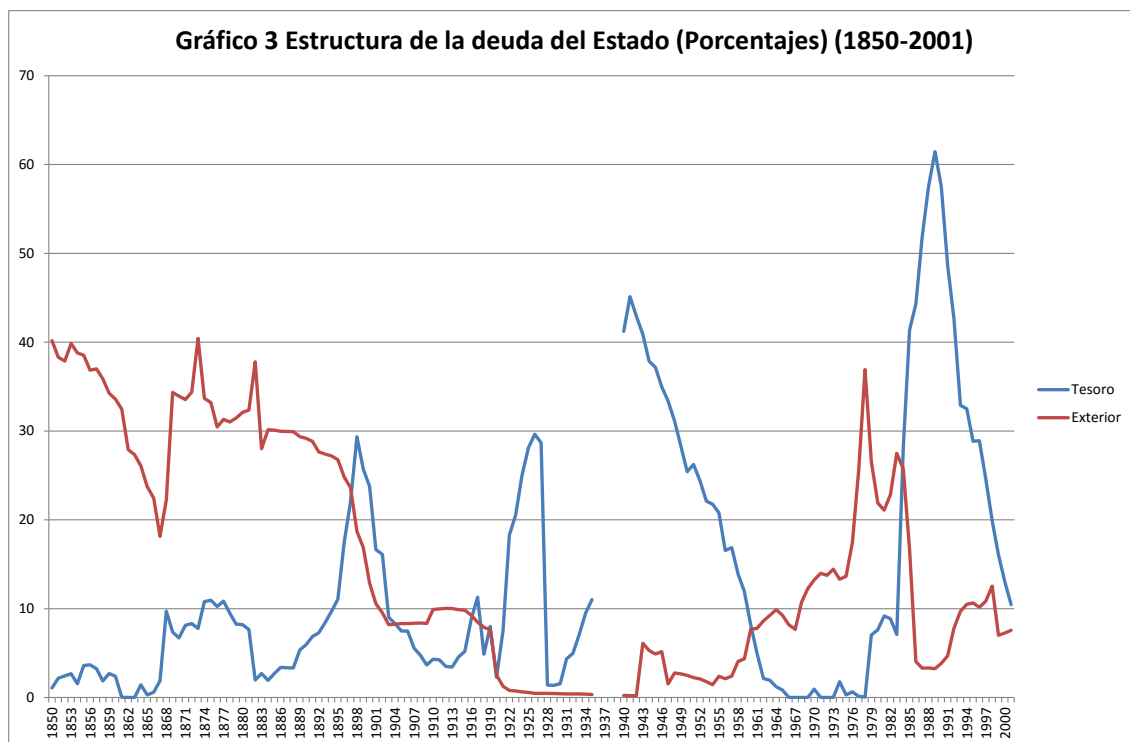
1895 y 1898. Estas magnitudes del desajuste fiscal volvieron a marcar una nueva crisis de la deuda pública en España.

Cuarto, tras mantenerse el equilibrio presupuestario entre 1903 y 1911, los déficits 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 porcentajes inician otra crisis de la deuda pública, que seguiría empeorando por los déficits presupuestarios de la dictadura de Primo de Rivera hasta 1925. Los déficits presupuestarios de 1926-1929 y de la Segunda República no fueron suficientes para desencadenar otra crisis de la deuda. Al contrario, fue la financiación de la Guerra Civil, la que aumentó el endeudamiento público, que desembocaría en la crisis de la deuda pública de la posguerra civil. Quinto, exceptuando los déficits presupuestarios de la segunda mitad de los años 1940 (que fueron mayores por los atrasos de la guerra), durante el franquismo no predominaron los déficit presupuestarios. 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 y formales 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 déficits públicos<sup>18</sup>. Pero lo relevante fue que el franquismo recurrió al impuesto inflacionista y a la represión financiera para liquidar sus deudas. Los titulares de los depósitos bancarios y de la deuda pública fueron, junto a los tenedores de la deuda pública, los perdedores de aquella política financiera del franquismo.

Sexto, los déficits públicos volvieron crecer durante la transición a la democracia, sobrepasando el 2,0% del PIB entre 1978 y 1997. Esta variable alcanzó un máximo en 1985 (del 5,8% del PIB); tras disminuir hasta 1989, el déficit del Estado volvió aumentar hasta el 5,7% del PIB en 1993. Estos altos déficits presupuestarios marcaron dos crisis de la deuda: la primera durante la transición a la democracia hasta 1985, y la segunda en 1993 y 1994. Séptimo, el déficit del conjunto de las administraciones públicas (gráfico 2) se redujo del 6,5% del PIB hasta alcanzar un superávit presupuestario del 1,9% en 2007. Pues bien, al año siguiente, la crisis fiscal desencadenada por la gran recesión creó un déficit público del 4,2% en 2008 y del 11,1% en 2009. Desde el punto de vista del déficit presupuestario, esta reciente es la crisis fiscal más grave en la historia contemporánea de España, si se exceptúa la causada por la guerra civil. 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 y al 8,5 en 2011. Esta crisis fiscal creó una nueva crisis de la deuda pública, como veremos. 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 económicos y políticos: la crisis económica y la transición de la década de 1970. La crisis fiscal de 2009 fue planteada por la recesión económica iniciada en el año 2008, y la consiguiente crisis de la deuda pública fue agudizada por el contagio de la crisis de la deuda griega.

---

<sup>18</sup> Para la represión financiera durante el franquismo, véase Comín (2008a)



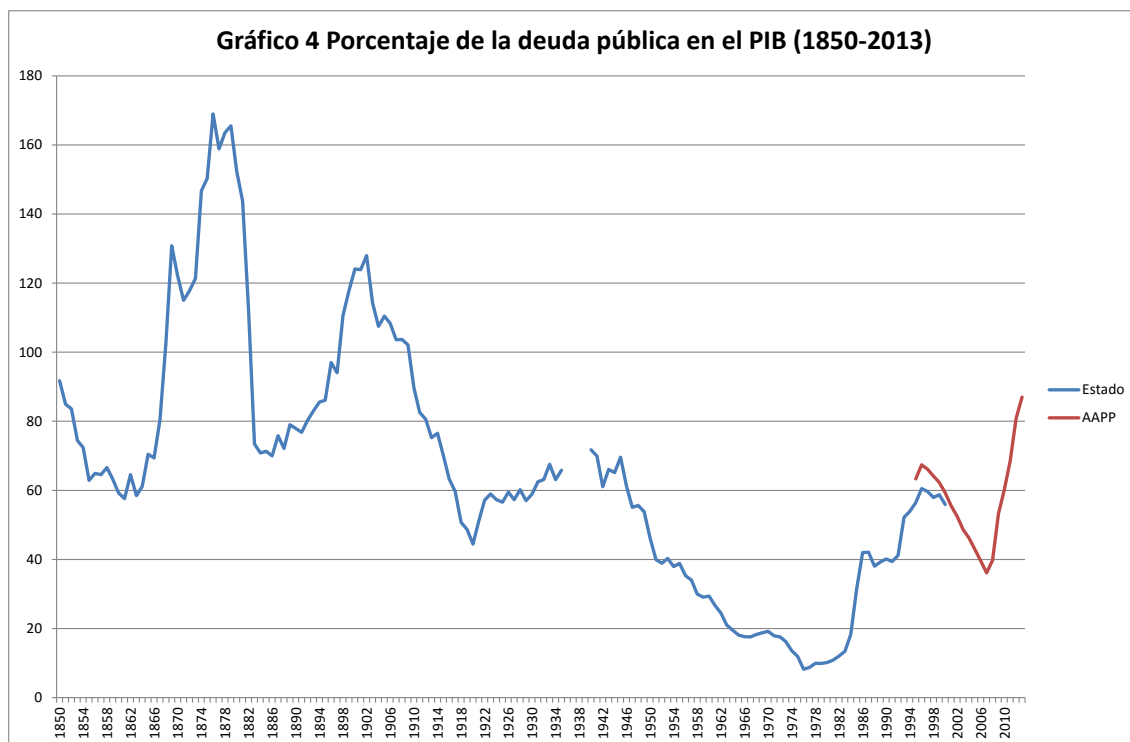
Fuentes: Comín y Díaz (2005), Prados de la Escosura (2003), Ministerio de Hacienda, Instituto Nacional de Estadística.

Otro indicador de las crisis de la deuda soberana 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 de impago. El excesivo recurso a la deuda flotante implicaba un abuso legal de este tipo de deuda, que sólo podía emitirse para cubrir los descubiertos que se producían a la largo de un ejercicio presupuestario. A esta deuda recurrían las haciendas desesperadas. En el gráfico 3 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 confirma la 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.

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

La relación entre la deuda pública y el PIB (gráfico 4) también es un buen indicador de 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 1864 el crecimiento de la deuda pública llegó al máximo de 169,0% en 1876. Desde la revolución gloriosa de 1868 hasta el arreglo 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 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 y el 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.



Fuentes: Comín y Díaz (2005), Prados de la Escosura (2003), Ministerio de Hacienda, Instituto Nacional de Estadística.

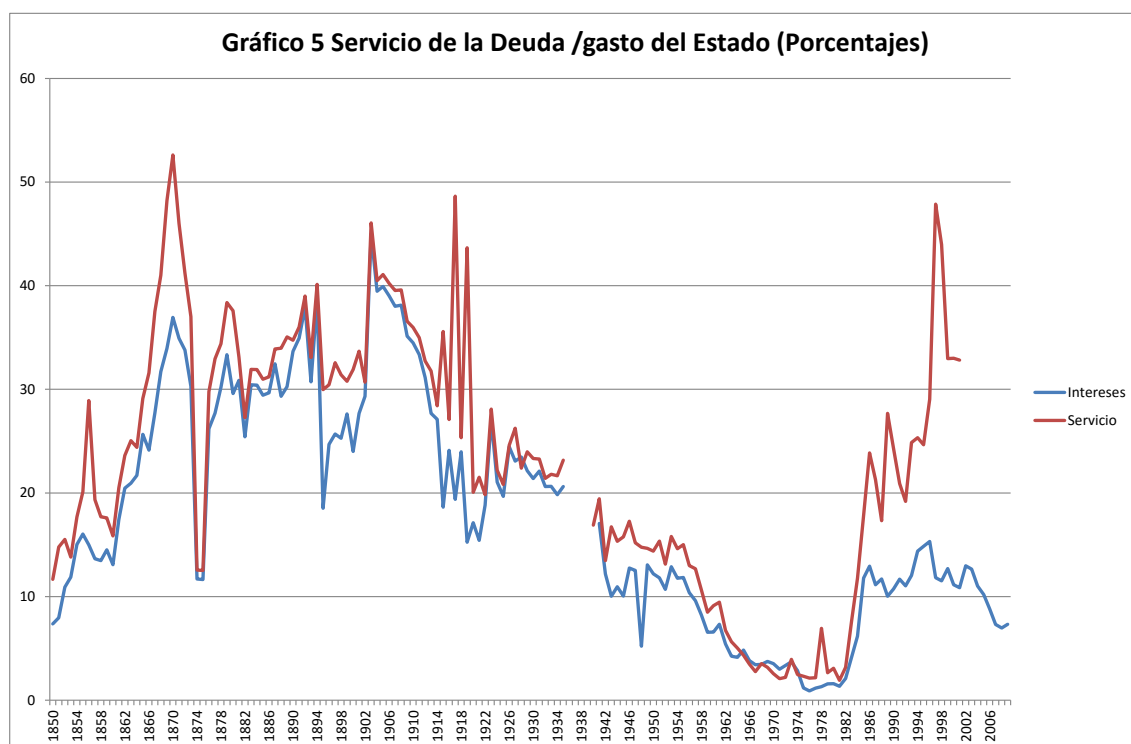
Tercero, a pesar de los continuos déficits públicos del periodo entreguerras, la deuda pública se mantuvo por debajo del 67,6% del PIB (nivel alcanzado en 1933). No puede hablarse, por tanto, de que existiera una crisis de la deuda durante la gran depresión en España. Hubo que esperar al final de la 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 la guerra no se financió con la emisión de deuda pública. Por el contrario, la financiación recayó sobre los préstamos del 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<sup>19</sup>. La ausencia de emisiones de deuda del Estado durante el franquismo y el 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

<sup>19</sup> Comín y López (2008) y Martorell y Comín (2008).

fuerte crecimiento de esa relación deuda /PIB en 1993, que pasó del 41 al 52 % en un 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 80,9 % en 2012<sup>20</sup>. Lo inquietante fue el rápido crecimiento de esta variable, debido al crecimiento del déficit público y también de los tipos de interés, por aumento de la prima de riesgo, agravado por el efecto contagio de las crisis de la deuda pública en otros países de la periferia europea.

#### 5.4.- La asequibilidad de la deuda.

Otra variable que confirma las crisis de la deuda pública es el porcentaje que sus cargas financieras suponen dentro del gasto total presupuestario del Estado. A ese porcentaje se le denomina asequibilidad de la deuda, pues indica si el Estado tiene capacidad financiera para atender el servicio de los intereses y la amortización de la misma. El porcentaje que los intereses y el servicio de la deuda (intereses más amortizaciones) suponían dentro del gasto del Estado se reproduce en el gráfico 5. Por encima de un cierto umbral, el servicio de la deuda no era asequible a los recursos del Estado, lo que mostraba que aquel nivel de deuda pública era insostenible, desencadenando una crisis de la deuda. Esto ocurrió en las siguientes situaciones.



Fuentes: Comín y Díaz (2005), Ministerio de Hacienda, Instituto Nacional de Estadística.

Primera, 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. Entre esas fechas, lógicamente, el servicio de la deuda fue superior, au-

<sup>20</sup> Para la crisis actual de la deuda pública, véanse Malo de Molina (2012), pp. 206-210, y Bergés y Manzano (2012).

mentando del 11,6% al 28,9 %. Tras un descenso hasta 1860, la relación entre los intereses de la deuda con el gasto público creció hasta el 36,9% en 1870, siendo el 52,6 % para el servicio de la deuda. Estos porcentajes eran insostenibles, lo que desencadenó una crisis de la deuda pública tal que se suspendió el pago de sus intereses; de hecho, en 1874 y 1875 éstos sólo supusieron el 11,7% del gasto del Estado. Con la restauración de los Borbones, en 1876, volvieron a pagarse parcialmente los intereses de la deuda, que crecieron del 26,2 al 33,3% entre aquel año y 1879 (38,4 % si se añaden los gastos por amortización de deuda). El Estado no podía permitirse pagar aquel volumen de intereses. Ante ello, el arreglo de Camacho redujo los intereses de la deuda al 25,4% del gasto presupuestario en 1882. Segunda, 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 de 1895 se debió al aumento del gasto público debido al inicio de la guerra de Cuba. La asunción por el Estado español 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 hasta un mínimo del 15,2% del PIB en 1919.

Tercera, en las décadas de 1920 y 1930, los intereses de la deuda estuvieron entre el 20 y el 25% del gasto del Estado. Dados los porcentajes previos, estos niveles parecían asequibles para el presupuesto, no planteándose una crisis explícita de la deuda pública. No obstante, durante el franquismo, la situación fue más holgada y el presupuesto del Estado pudo atender sin ningún problema el pago de los intereses de la deuda, puesto que su porcentaje cayó del 17,1 al 1,2% del gasto del Estado entre 1941 y 1975. Esta serie nos indica que no hubo problemas ni crisis de la deuda pública durante el franquismo. Cuarta, por el contrario, durante la democracia los servicios de la deuda en el presupuesto del Estado crecieron del 1,9 al 47,9% entre 1981 y 1997; los pagos por intereses eran muy inferiores (12,7 %), siendo la diferencia los pagos por amortización, al ser la deuda a corto plazo muy importante. Si sólo se consideran los pagos por intereses, desde 1985 hasta 2005, superaron el 10% de los gastos totales del Estado, siendo una cifra asequible. El problema radicaba en que la deuda a corto plazo tenía que renovarse sin problemas, para que no surgiese una crisis de la deuda. Y esto es lo que sucedió tras la entrada de España en la Unión Europea, cuando la Hacienda española pudo financiarse con bajos tipos de interés. Lo cual dejó de suceder cuando estalló la crisis reciente de la deuda española. Entre los años 2007 y 2009, los intereses de la deuda solamente suponían el 7,3% de los gastos totales del Estado. La crisis de la deuda se planteó cuando los mercados comenzaron a aumentar la prima de riesgo del Reino de España, tras el estallido de la crisis griega, a comienzos de 2010, momento en que fue un problema la renovación de las letras del Tesoro, porque los capitales extranjeros comenzaron a abandonar la zona euro y los costes financieros aumentaron en consecuencia.

Esto lleva a plantear que las crisis de la deuda pública pueden estallar porque la Hacienda pública tenga una excesiva deuda exterior, cuando carezca de divisas suficientes para satisfacer sus intereses y amortizaciones o el capital extranjero se retire del país y exija mayores rendimientos a sus inversiones. En el gráfico 3 se advierte que el tamaño de la deuda exterior fue alto hasta 1895, situándose por encima del 26 % del total. Aunque la deuda externa había caído entre el arreglo de Bravo Murillo y 1867, durante el Sexenio democrático volvió a recurrirse a la deuda exterior fuertemente, aumentando su peso al 40,4 % del total en 1873. Para mantener las inversiones extranjeras en deuda exterior, el arreglo de Camacho aseguró su pago en oro. Las salidas de oro por

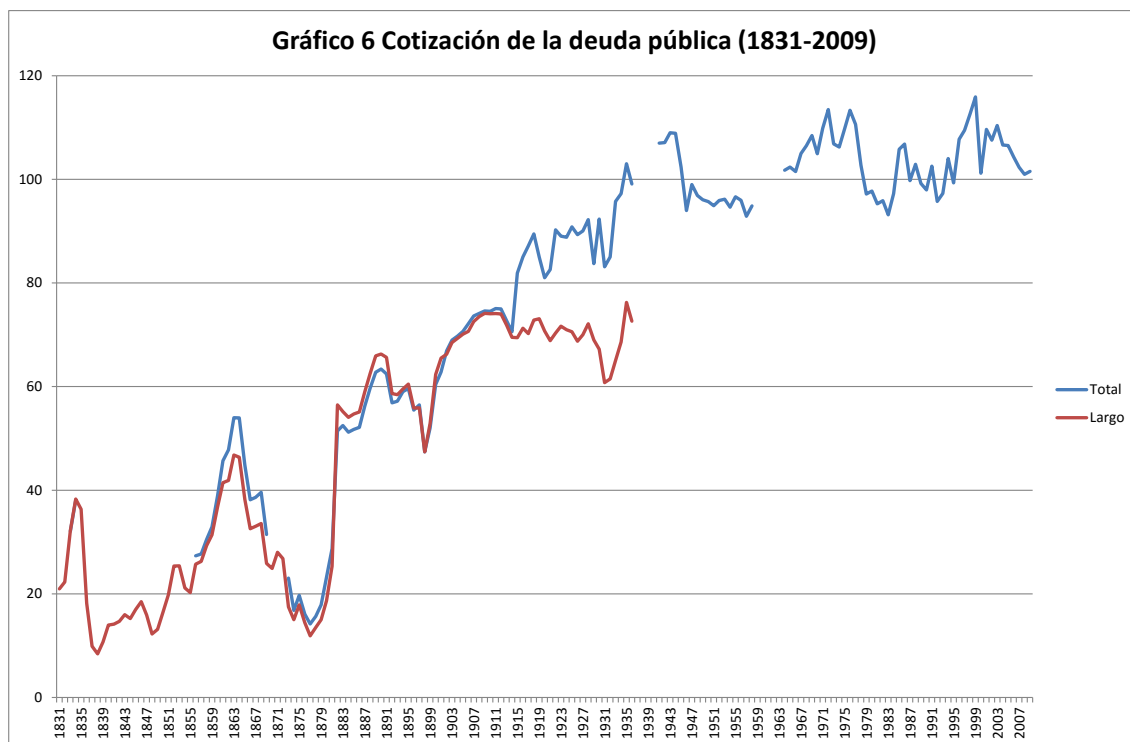
este concepto llevaron a declarar la inconvertibilidad de la peseta en 1883. El descenso de la deuda externa fue drástico tras el arreglo de la deuda de Fernández Villaverde, porque se exigió el *affidavit* a sus tenedores españoles, cuyos títulos se convirtieron en deuda interior. Entre 1916 y 1922, se nacionalizaron muchos títulos de la deuda externa, tras lo cual 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. No obstante, desde la entrada en la Unión Europea aumentó la deuda española mantenida por inversores exteriores, pero desde 2010, comenzó a reducirse.

#### 5.5.- La manifestación de las crisis de la deuda pública en los mercados de valores.

El gráfico 6 muestra que durante el siglo XIX la cotización de la deuda pública en las bolsas españolas no superó el 80% del nominal. También muestra que las oscilaciones de la cotización fueron amplias debido a la difícil historia de la deuda pública. La guerra carlista hundió la cotización de la deuda pública por debajo del 20%. Las reformas de la deuda de Mon, Bravo Murillo y García Barzanallana recuperaron la cotización de la deuda por encima del 55%. Pero la crisis económica iniciada en 1964 y los impagos del Sexenio Democrático volvieron hundir la cotización de la deuda por debajo del 20%. Posteriormente, el arreglo de Salaverría y, sobre todo, el de Camacho elevaron la cotización de la deuda pública española por encima del 60% de su valor nominal. Posteriormente, la guerra de Cuba volvió a reducir la cotización. Tras ella, el arreglo de la deuda Fernández Villaverde aumentó el precio de mercado de los títulos de la deuda. Durante la Primera Guerra Mundial, la cotización de la deuda superó, por primera vez, el 80%. Tras las caídas de las crisis de la posguerra y de 1929, la cotización de la deuda pública sobrepasó la cotización del 100 %, en 1935. En el periodo de la autarquía, la cotización de la deuda pública se situó en torno al 90% y después del Plan de Estabilización su cotización osciló en torno al 100%. En el periodo de crecimiento económico, la cotización de la deuda aumentó pero se desplomó en los tiempos finales del franquismo, coincidiendo con la crisis de la década de 1970. Tras la crisis, la cotización de la deuda pública española mejoró en la primera mitad de la década de 1990. Luego descendió hasta niveles próximos al 100%.

Las causas que explican que la deuda pública cotizase por encima de su valor nominal fueron: la ausencia de impagos explícitos, el impuesto inflacionista, la represión financiera y la ausencia de déficits presupuestarios. La excepción fue en el ocaso del franquismo. Entonces, la incertidumbre política y el aumento de los déficits presupuestarios redujeron la cotización de la deuda pública. Posteriormente, el intento de implementar una gestión responsable de la deuda desde 1985 explica la mejora de su cotización.

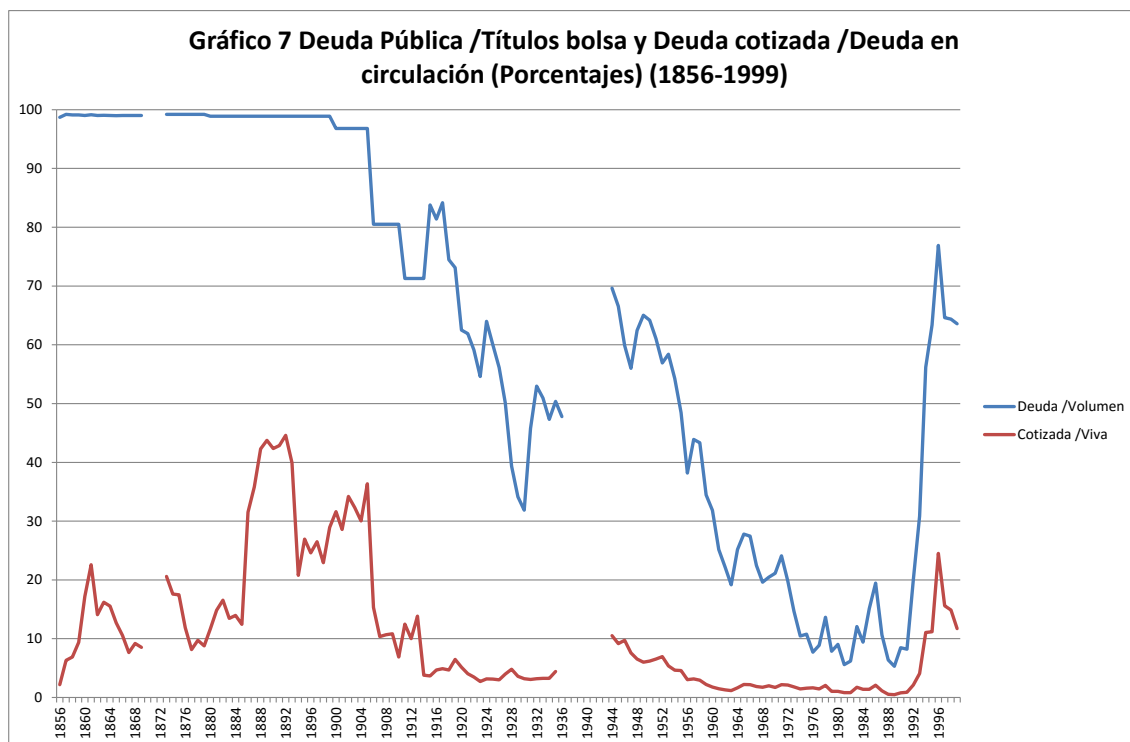




Fuentes: Hoyo (2007), Instituto Nacional de Estadística.

Los cambios en la cotización de la deuda dependían del volumen de títulos comercializados en la bolsa. El gráfico 7 muestra que sólo se comercializaba en la bolsa un pequeño porcentaje de la deuda en circulación. La deuda comercializada en bolsa sólo superó el 10% de la deuda en circulación en los tres períodos siguientes: 1860 -1868, 1881-1907 y 1994 -1997. Comparando los gráficos 5 y 7, se advierte que el porcentaje de la deuda comercializada en bolsa aumentó cuando crecía su cotización: después de la restructuración de la deuda de García de Barzanallana; tras la restructuración de Salaberria y tras la de Camacho. Un siglo después, en la década de 1990, el aumento de la comercialización de la deuda en bolsa derivó de la creación de nuevos mercados de la misma. Únicamente entre las restructuraciones de la deuda de Camacho y Fernández Villaverde, la deuda comercializada en bolsa fue relevante, situándose entre el 20 y el 30% de la deuda viva. Por el lado contrario, destaca el bajo porcentaje de la deuda comercializada en bolsa durante los periodos de entreguerras y del franquismo. Generalmente, los suscriptores de la deuda no la vendían en los mercados secundarios, salvo en situaciones excepcionales.

A pesar de que sólo un pequeño porcentaje se comercializaba, la deuda pública fue el principal título comercializado en las bolsas españolas hasta 1935, cuando suponía más del 50% del valor de todas las operaciones bursátiles. En el siglo XIX, las transacciones de la deuda eran prácticamente el 100 % de las operaciones en bolsa, como se ve en el gráfico 7. Desde la década de 1960, las transacciones de la deuda perdieron importancia en la bolsa, por la disminución de la deuda viva y por la emisión de bonos corporativos y la expansión de las sociedades anónimas. La importancia de la deuda pública en las bolsas españolas se reactivó a finales de la década de 1980, tras la puesta en marcha de la nueva política de la deuda. Por tanto, el gráfico 7 muestra que hasta 1936 las crisis bursátiles fueron generadas por las crisis de la deuda. Esto revela que los problemas de la deuda pública fueron un condicionante fundamental de la evolución de la economía española durante el siglo XIX y la primera mitad del siglo XX.



Fuentes: Hoyo (2007), Instituto Nacional de Estadística.

## 6.- La graduación en la gestión responsable de la deuda durante la democracia (1978-2012)

### 6.1.- La modernización de la gestión de la deuda

A finales del siglo XX parecía 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 coincidió con la transición política (1978-1986). La segunda se inició con la entrada de España en la CEE (1986-2010). Durante la transición, la liberalización financiera intentó 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 hacia una nueva política de deuda pública, que persiguió tres objetivos: 1) acercar las emisiones públicas a las condiciones del mercado financiero; 2) colocar la deuda entre el público y las instituciones no financieras y 3) prescindir del recurso del Tesoro al Banco de España. Se trataba de prescindir de la financiación obligatoria del déficit público hasta entonces posible por la represión financiera. Para ello, el gobierno empezó la creación de un auténtico mercado de la deuda. Desde 1978, se regularizaron las emisiones de la deuda, adoptándose nuevas modalidades de colocación mediante subastas; asimismo, los títulos se formalizaron y se negociaron con nuevas tecnologías financieras, basadas en las anotaciones en cuenta y el mercado telefónico. Los gobiernos de la democracia también trataron de financiar los déficits presupuestarios sin recurrir al impuesto inflacionista; para ello, trataron de mantener la disciplina monetaria. Desde la década de 1980, la política monetaria en España intentó independizarse de la política fiscal. No obstante, los resultados tardaron en llegar pues, entre 1983 y 1987, siguieron vigentes 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: el Banco de España concedió créditos al Tesoro y aumentó los coeficientes obligatorios a la banca; y, tercero, se emitieron algunas deudas públicas sin obligaciones fiscales (los pagarés del Tesoro y la Deuda especial). 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 nueva política DE gestión de la deuda pública 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 seguir recurriendo al Banco de España, financiándose el déficit público a corto plazo. Hasta 1987, por tanto, predominó la financiación del déficit mediante el aumento de la base monetaria. Para evitar el crecimiento excesivo de la oferta monetaria, sin embargo, se recurrió a los drenajes a corto plazo hasta 1982, y después 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 expansivo sobre la liquidez del fuerte recurso del Estado al Banco de España. Ello 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 controlar la oferta monetaria de manera segura y barata; asimismo, 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. Entonces, 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; y, 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 de la deuda, 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. Cuando el coeficiente obligatorio de Pagarés del Tesoro se situaba en el 11 % de los pasivos bancarios, en marzo de 1989, 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 por el gobierno de España de los déficits era imposible, por la pertenencia al Sistema Monetario Europeo y luego al Eurosistema. La entrada en el Sistema Monetario Europeo rompió la tradición de que el déficit público se financiase con la ampliación de la base monetaria y con la colocación a los bancos de deuda pública a bajos tipos de interés, por la desaparición de los coeficientes de inversión obligatorios. La necesidad de reducir el déficit público y de la deuda pública frente al PIB, impuesta por los criterios de convergencia monetaria de Maastricht,

quitaron autonomía a la política fiscal del gobierno de España y a su política de deuda pública. 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.

## 6.2.- 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 norte, 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 pública 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, cuando, a comienzos de 2010, en España todavía no había técnicamente tal crisis. Pero como los mercados asociaron a España a estos países, desde entonces aumentó la prima de riesgo, aunque menos que en los otros tres países mencionados. Lógicamente, 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, acertada o erróneamente, que un país va hacia la bancarrota, le aumentan inmediatamente los tipos de interés de los créditos y, además, los especuladores apuestan a favor de esa bancarrota (mediante las ventas en corto y los seguros de riesgo de impago virtuales), lo que deprecia la deuda pública del país en cuestión (y aumenta el rendimiento efectivo) y le crea dificultades de financiación, para renovar la deuda a corto plazo, que tiene que hacerse a tipos de interés crecientes. La interesada reacción de Alemania y Francia no afrontó adecuadamente el problema de la deuda pública periférica, lo que dejó que los mercados siguieran haciendo apuestas en contra de la deuda española, sin apenas riesgo porque el gobierno español carecía de soberanía monetaria para defenderse. 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<sup>21</sup>.

Cuando empezó la crisis de 2008, España no tenía ningún problema de déficit fiscal ni de deuda pública excesiva, como hemos visto. Al contrario, era un país modélico en cuanto al cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, teniendo las cuentas más equilibradas y un tamaño más reducido de la deuda pública frente al PIB que Alemania, Francia o Italia. La crisis económica desencadenada en 2008, empero, creó rápidamente un fuerte déficit público que, unido al contagio de la crisis griega,

---

<sup>21</sup> Según Reinhart y Rogoff (2009), España era el país con más bancarrotas de la historia.

puso a España en el punto de mira de los mercados internacionales. 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, para su saneamiento y recapitalización, grandes desembolsos del Presupuesto, lo que aumentaría su deuda pública exponencialmente, como sucedió cuando Irlanda tuvo que nacionalizar sus bancos en quiebra. 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 que lastraría aún más el crecimiento económico. Este era el temor de los mercados. Como hemos visto, la relación deuda pública/PIB no era alarmante ni siquiera en sus proyecciones para 2013. No obstante, España había llegado a su nivel de tolerancia de la deuda pública, porque los mercados desconfiaban de que el déficit pudiera reducirse con una política de austeridad fiscal, como la practicada por la Unión Europea y, lógicamente, España. Otro problema que pesaba en la mente de los inversores contra España era su menor competitividad que se reflejaba en el déficit exterior y en una alta tasa de desempleo. 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. Como se preveía que España tardaría en salir de la recesión, la explosión de su deuda pública parecía inevitable, dado que los duros ajustes fiscales empeorarían todavía más el déficit público y el desempleo, lo cual agravaría más la situación de los bancos, por la depreciación de sus activos (hipotecas y deuda pública). Los mercados entendían que España tenía las manos atadas por su pertenencia al euro, que le impedía devaluar, defender su deuda pública comprándola en el mercado, y realizar una política monetaria expansiva.

Esto queda confirmado por la comparación con el Reino Unido, cuyo tipo de interés de la deuda pública era inferior al de España a pesar de tener unas magnitudes fiscales (y de la deuda pública) similares o peores que España. Esta mejor cotización de la deuda pública inglesa se explicaba porque este país no pertenecía a la Unión Monetaria. Al contrario, la mayor primar de riesgo de España tenía su origen en que carecía de autonomía en la política económica, sin tener las ventajas que supondría la existencia de una unión fiscal (que permitiría 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, a lo que se negaba Alemania). Al contrario que el Reino Unido, por tanto, España no podía devaluar y, además, la pertenencia al euro le exponía al contagio de la crisis de la deuda pública. Además, España se enfrentaba a una política monetaria restrictiva dictada por el Banco Central Europeo, que retrasaría 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.

Finalmente, los préstamos del Banco Central Europeo a los bancos españoles eran insuficientes serían exigidos a su vencimiento. Esta comparación con el Reino Unido muestra que la crisis de la deuda pública española, hasta 2012, radicaba en las malas expectativas futuras que presentaba la evolución de las magnitudes fiscales, por la política restrictiva obligada por el eurosistema<sup>22</sup>.

En definitiva, las crisis de las deudas públicas de la periferia europea, desde 2010, recordaban a las crisis de las deudas de los países en vías de desarrollo durante las décadas previas. Es difícil conocer el “umbral de seguridad” (relación deuda / PIB

---

<sup>22</sup> Wolf (2010).

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 altas primas de riesgo 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 pública son precisamente los que más se endeudan en los mercados internacionales en relación a su PIB. 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. La intolerancia ante la deuda viene determinada por factores institucionales internos, como es la corrupción política, pero también factores internacionales. Uno de ellos es que los flujos de capital hacia los países emergentes dejan de fluir en las crisis económicas. Ello obliga a sus gobiernos a realizar políticas fiscales y monetarias contractivas, exacerbando aún más la depresión económica interna. La razón es que no podían seguir endeudándose para financiar las políticas de estímulo fiscal, porque los financieros internacionales saben que tendrán dificultades para devolverla y podrían incurrir en una bancarrota o restructuración de la deuda. Por eso, las economías atrasadas suelen ver cómo los mercados financieros internacionales cuestionan su solidez económica y su capacidad para devolver la deuda pública. Es decir, les atribuyen un mayor riesgo de impago y, por tanto, exigen mayores tipos de interés a unos niveles deuda pública /PIB inferiores a los que tienen las economías avanzadas<sup>23</sup>. Esto se aplica también a las crisis de la deuda pública de los países periféricos, incluida España, desde 2010.

**Comín, F. (2016), Las crisis de la deuda soberana en España (1504-2015), Madrid, Catarata.**

### **Epílogo.- La crisis de la deuda del siglo XXI en perspectiva histórica.**

#### *1.- Una situación preocupante por las diferentes circunstancias históricas.*

En 2014, la deuda pública española suponía el 99,4% del PIB, lo que era preocupante para un país con el historial de deuda pública que atesora España. Ese endeudamiento relativo al PIB era el más alto desde el ejercicio de 1910 (gráfico 18), con la relevante diferencia de que ahora esa relación es creciente, lo que indica que estamos asistiendo al desarrollo de una crisis de la deuda, mientras que a principios del siglo XX se estaba saliendo. Por tanto, la referencia para la situación presente son los años 1868 y 1897, cuando había un nivel de endeudamiento similar al actual y la ratio deuda/PIB estaba creciendo aceleradamente. En aquellas situaciones históricas, el endeudamiento siguió creciendo hasta hacerse insostenible para las finanzas públicas, lo que obligó a los ministros de Hacienda a practicar arreglos de la deuda: Camacho en 1881 y Raimundo Fernández Villaverde en 1900. En todo caso, la insostenibilidad de la deuda se alcanzó con relaciones deuda/PIB muy superiores a la actual: el 165% en 1879 y el 124% en 1900. En cualquier caso, la verticalidad de la ratio deuda/PIB desde 2007 indica que el gobierno español tendrá problemas para detener la escalada de la deuda, puesto que en 2020 deberá reducir la ratio al 60%. La evidencia actual es ambivalente, porque Grecia, con una deuda similar a la de España en 1879, ha cometido un impago al FMI en 2015 y

---

<sup>23</sup> Según Reinhart y Rogoff (2009).

ya lleva tres rescates, mientras que Italia, al nivel de España en 1900, mantiene la sostenibilidad de la deuda. Es decir, el umbral de insostenibilidad es muy distinto según los países y los períodos. La evidencia histórica de España tampoco es concluyente, porque las circunstancias históricas actuales son muy distintas a las del siglo XIX, en cuanto a los orígenes del déficit y la posibilidad de reducirlo y en cuanto a los instrumentos de política económica disponibles por el gobierno.

En primer lugar, en las crisis de la deuda de 1879 y 1900, los ministros tuvieron la suerte de controlar súbitamente el déficit público. Cuando el régimen de la Restauración se estabilizó desde 1875, el déficit público cayó por el fin de las guerras y por la estabilidad del sistema de turnos de los partidos. En la crisis de la deuda de 1900, el final de la guerra de Cuba redujo los gastos bélicos y el arreglo de Fernández Villaverde rebajó los pagos netos por intereses de la deuda, que eran la otra gran partida del gasto público, con un impuesto y, además, aplicó un plan de austeridad que consiguió el superávit a principios del siglo XX. No sólo se pudo prescindir de las emisiones de deuda sino que el superávit permitió amortizar cantidades relevantes de deuda, en la cartera del Banco de España.

Por el contrario, en la crisis actual la reducción del déficit se está mostrando más difícil por los siguientes motivos. Primero, porque el déficit público ha sido muy superior: la relación déficit público/PIB nunca fue tan profunda como la de 2009-2014, salvo en la guerra civil (gráfico 15). El déficit presupuestario de España era, en 2104, el más amplio de la eurozona, después de Chipre.

Segundo, porque los orígenes son distintos ya que la crisis actual ha sido causada por la profunda depresión económica y la acción estabilizadora del Estado del Bienestar y las crisis no acaban súbitamente, como las guerras, sino que se alargan y luego dejan la resaca de la deuda pública. Es cierto que la economía española volvió en 2014 a experimentar crecimiento económico que se aceleró en 2015, lo que suponía una excelente oportunidad para reducir el déficit. Pero, siendo 2015 un año electoral, el gobierno decidió utilizar el presupuesto como un arma electoral de su partido, retrasando la reducción del déficit público y emitiendo grandes cantidades de deuda pública para financiarlo.

El tercer motivo es que, en el siglo XXI, España carece de autonomía monetaria y fiscal, pues forma parte de la Unión Europea y, dentro de ella, del Eurogrupo. Ambas políticas económicas están, por tanto, dictadas legalmente desde Frankfurt y Bruselas pero, realmente, desde Berlín. La soberanía monetaria se cedió al entrar en el euro y, paralelamente, también un cierto control sobre la política fiscal. Hasta que llegó la crisis de 2008, España fue uno de los países que mejor cumplió con el Pacto de Estabilidad. Pero la gran recesión aumentó el déficit presupuestario español y los países acreedores de la eurozona pasaron a controlar más firmemente la política fiscal y la política de reformas, sobre todo tras el rescate de los bancos españoles por el Mecanismo Europeo de Estabilidad, como hemos visto. Como en la España de los Austrias, el endeudamiento público ha quitado a España la soberanía de la política económica. Lo cual no tiene por qué ser ahora tan nefasto como entonces. Ante la crisis de la deuda, la Unión Europea (a través de la *troika*: Bruselas, BCE y FMI) impuso a España una política de consolidación fiscal para asegurar la solvencia de la Hacienda española. Pero España incumplió los objetivos de reducción del déficit público y, desde 2012, Bruselas los relajó alargando el tiempo de cumplimiento de los criterios del Pacto de Estabilidad. Tras la pérdida de la soberanía monetaria, el gobierno español tampoco podía recurrir a la inflación para ani-

quilar el valor real de la deuda pública. Por el contrario, en la crisis actual el BCE mantuvo una política monetaria restrictiva hasta noviembre de 2013 y sólo en abril de 2015, empezó una política monetaria expansiva comprando deuda pública (también española) a los bancos, lo que suponía una vuelta a la monetización indirecta del déficit, sin resultados inflacionistas en el índice de los precios al consumo pero sí en las cotizaciones de las bolsas y de la deuda pública. Este es un problema para solucionar la crisis de la deuda española, porque está ligada a la suerte de los socios de la unión monetaria, incluida Grecia.

El cuarto motivo es que, en la crisis actual también estaba descartada la vía de las privatizaciones para conseguir fondos con los que amortizar la deuda, como hicieron los gobiernos españoles con las desamortizaciones de 1836 y 1855, y los gobiernos socialistas y populares del período 1995-2000, cuando se vendieron las empresas públicas rentables. Ya no quedan empresas públicas vendibles. Los intentos de privatización de 2103 de LAE y AENA se pararon para evitar malvenderlas. Probablemente esto es lo que hizo el gobierno en febrero de 2015, cuando privatizó el 49% del capital de AENA por 4.300 millones de euros, participación que seis meses después ya valía en bolsa un 84% más.

## *2.- La reducción de los tipos de interés y los presupuestos electoralistas: una oportunidad perdida de reducir el déficit.*

En cualquier caso en 2015 las perspectivas se veían con mayor optimismo, por dos razones. Primera, el crecimiento alcanzaría un buen ritmo, del 3,3%. Segunda, a comienzos del 2015, el BCE inició una política monetaria de flexibilización cuantitativa, con la compra de deuda pública, para hacer frente a la deflación en Europa. En el nuevo contexto, el Consejo de Ministros, reunido el 30 de abril de 2015, aprobó el Programa de Estabilidad Actualizado para 2015-2018, con el fin de asegurar la sostenibilidad de la deuda. En el mismo se preveía que las Administraciones Públicas reducirían la relación déficit público/PIB del 5,7% al 0,3% entre los ejercicios de 2014 y 2018. La reducción del déficit público saldría del aumento de la recaudación derivada del crecimiento económico, a pesar de las rebajas de algunos tipos impositivos para 2016. En el lado de los gastos presupuestarios, el plan de estabilidad no preveía ninguna reducción, sino un crecimiento inferior al del PIB, por lo que la relación entre ambas variables caería del 43,6% al 38,4% entre 2014 y 2018. La relación gasto público/PIB en España era inferior a la media europea (48% en 2014) por la baja recaudación del sistema fiscal, debido a la amplitud de los gastos fiscales, por las numerosas deducciones y bonificaciones fiscales, y al voluminoso fraude fiscal, por el incumplimiento de los contribuyentes españoles y la extendida economía sumergida. El ajuste fiscal previsto en el Programa de Estabilidad 2015-2018 y el crecimiento económico permitirían, según el gobierno, disminuir la relación deuda pública/PIB del 98,9% al 93,2% entre 2015 y 2018. Estas previsiones del gobierno en el Programa de Estabilidad 2015-2018 fueron realizadas en plena campaña electoral. El mismo gobierno reconocía que eran optimistas, indicando que el crecimiento podría ser menor si no se cumplían los supuestos adoptados: mantenimiento de los bajos precios del petróleo, depreciación del euro y bajos tipos de interés. Con previsiones menos optimistas, el propio gobierno reconocía que el déficit público subiría al 1,3% del PIB en 2018, y que la deuda pública/PIB aumentaría al 97,2% en este año (Sérvulo González).



Gracias a las masivas compras de deuda pública por el Banco Central europeo, la depreciación del euro y la caída del precio del petróleo los tipos de interés descendieron. En abril de 2015, a pesar de que había alcanzado un récord absoluto de 1,047 billones de euros (y el 98,9% del PIB), la deuda española se financiaba a los costes más bajos de la historia (un 3,37%), mínimo histórico, en condiciones normales, cuando no se practicaba represión financiera. El coste medio de emisión había caído por debajo del 1% en abril de 2015 desde de 1,52% en diciembre de 2014; de hecho, los tipos marginales en las subastas de Letras a seis meses eran negativos. Siguiendo la estrategia adecuada, el Tesoro aprovechó para seguir subastando deuda a corto y largo plazo, colocando los bonos a 10 años a mínimos históricos. Estos bajos tipos de interés habían permitido que las Administraciones Públicas ahorrasen más de 13.000 millones de euros en los ejercicios de 2013 y 2014 (Jiménez).

El problema fue que estos descensos de los intereses no se aprovecharon para reducir el déficit porque el Ministerio de Hacienda destinó el ahorro en intereses a incrementar otros gastos, destinados a preparar las elecciones municipales y autonómicas, en contra de las recomendaciones de Bruselas que, en mayo de 2015, aconsejaba al gobierno español que aprovechara aquellas “condiciones imprevistas” para reducir el déficit primario del Estado español antes de 2016, cuando acabaría la bonanza de la compra masiva de deuda por el Banco Central Europeo. Pero el gobierno español tenía otros planes, pues anunció bajadas de impuestos y aumentos del gasto público ya durante 2015 y para 2016. Precisamente el mismo día que el gobierno anunció el ahorro en los intereses de la deuda, también hizo público el reparto de 20.000 millones de euros, con créditos extraordinarios y suplementos de créditos del presupuesto, aprobados en el Consejo de Ministros del 14 de mayo, para subvenciones a la industria cinematográfica, las pequeñas y medianas empresas, la compra de coches, y créditos a las autonomías, así como un aumento de la pensión a las mujeres con más de un hijo (Díez, 2015). Mayor fue el alarde de dispendio con motivo de la preparación de las elecciones generales. En esta línea electoralista, el Consejo de Ministros adelantó a julio de 2015 la presentación del proyecto de presupuestos para 2016, para aprobarlo antes de convocar elecciones en el otoño del 2015. Por su contenido, la intención del proyecto también era ganar votantes: la rebaja del IRPF se adelantó al segundo semestre de 2015 (con un coste recaudatorio de 1.500 millones de euros), se aumentó el sueldo de los funcionarios, se rebajó la tarifa de la luz con cargo al superávit de la tarifa eléctrica de 2015, se aprobaron medidas en favor de colectivos conflictivos con la administración (autoconsumo eléctrico, ganaderos lácteos, mineros del carbón) y se repartieron 60 millones entre las comunidades autónomas. Para 2016 se preveía una reducción del gasto de los intereses de la deuda y de las prestaciones por desempleo y un aumento de la recaudación por el crecimiento económico, y se reduciría el déficit del 4,2% en 2015 al 2,8% del PIB en 2016. No es que los analistas tengan dudas de que se cumplan estos objetivos, sino que coinciden en que este presupuesto, que se aprobará pues el gobierno tiene mayoría en las Cortes, será de incierta aplicación por la incertidumbre de los resultados electorales.

### *3.- Las sostenibilidad de la deuda: una decisión política bajo unas restricciones económicas.*

Que el ministro de Hacienda sea capaz de honrar los compromisos de la deuda pública, o su sostenibilidad como se dice ahora, exige que el saldo presupuestario supere a la diferencia existente entre los pagos por intereses de la deuda y los incrementos en la recaudación, posibilitados por el crecimiento económico y las privatizaciones netas de las

subrogaciones de deuda por el gobierno. Esto es, la sostenibilidad de la deuda estima la capacidad del Estado para atender el servicio de la deuda y depende de las siguientes variables, todas ellas importantes. La primera, y fundamental, es el volumen de deuda en circulación, que es una herencia recibida del pasado. La segunda es el tipo de interés medio de la deuda, pues multiplicado por la deuda viva marca los gastos por intereses del presupuesto. La tercera es la tasa de crecimiento del PIB pues marca la evolución de las bases tributarias y, por lo tanto, la recaudación fiscal disponible para financiar el gasto. La cuarta es el saldo del presupuesto público: si hay superávit es más fácil que la deuda sea sostenible pues permitirá amortizarla; si hay déficit, la sostenibilidad ya es más arriesgada, pues hay que seguir emitiendo deuda. La insostenibilidad de la deuda que, en definitiva, mide aritméticamente la incapacidad de un gobierno de pagar los intereses y la amortización de la deuda refleja una situación complicada para la Hacienda, pero no implica necesariamente que el gobierno tenga que declarar una suspensión de pagos, pues ésta es una decisión política que el gobierno puede postergar con acciones políticas menos dramáticas: una reestructuración de la deuda (impago parcial), la represión financiera o la inflación (impago encubierto), medidas que tienen unos costes implícitos para el Estado y la economía, pero que pueden ser inferiores a una bancarrota o impago total. Finalmente, la sostenibilidad también depende de otros factores que no entran dentro de la ecuación de sostenibilidad como la estructura de los tenedores de la deuda. A igual volumen, la deuda es más sostenible cuando los tenedores son bancos nacionales que cuando son inversores extranjeros y también es menos sostenible cuanto mayor es la deuda a corto plazo, por el riesgo de refinanciación, ya que los vencimientos de la deuda pública son como mucho anuales y tienen que ser amortizados o refinanciados. La política de la deuda implica, por tanto, variables de mercado y variables políticas porque, por ejemplo, los gobiernos pueden forzar a los bancos (o a la seguridad social) a suscribir deuda pública nacional, aunque sea en perjuicio de los depositantes y de los pensionistas.

Desde esta perspectiva, la política de estabilidad de la deuda del ministro de Hacienda Cristóbal Montoro descansaba en los objetivos fijados a las variables sobre las que puede tener alguna influencia: 1) la reducción del déficit público; 2) la consolidación de la deuda flotante en deuda a medio y largo plazo que, aunque sea más cara por el riesgo de plazo, reduce las cargas financieras (por amortización) y evita el riesgo de refinanciación de la deuda a corto plazo, y 3) el fomento del crecimiento económico con reformas estructurales, reducción de los tipos impositivos y gastos en infraestructuras y subvenciones generalizadas a las empresas. Sobre la base de las previsiones y supuestos del gobierno en el Plan de Estabilidad, Cuerpo ha calculado que, en 2020, habrá ya superávit presupuestario, por lo que hasta entonces habrá que seguir emitiendo más deuda pública, y que la relación deuda pública/PIB alcanzará un máximo del 101,7% en 2015, se estabilizará en 2016, y descenderá desde el año siguiente al 74,2%, para 2024 (gráfico 15). Esta ratio deuda/PIB seguirá superando, empero, el valor que tenía en 2009, antes de que empezase la crisis de la deuda, y sobre todo seguirá superando el tope del 60% marcado por Maastricht y por el Plan de Estabilidad, que es el 60%. Por lo tanto, el plan del gobierno evitará la explosión de la deuda, lo cual ya es algo, pero no generará descensos apreciables de la relación deuda/PIB, como los conseguidos por los arreglos y la inflación en los siglos XIX y XX. De manera que, en el mejor de los casos, España, como el resto de las economías avanzadas, tendrá que acostumbrarse a convivir con altos niveles de deuda pública durante largo tiempo. Será una herencia de pasivos a la

cual los jóvenes no podrán renunciar y que tendrán que acabar amortizando, con impuestos o con inflación.

Con todo, hay otros escenarios futuros que, por descabellados que parezcan, sería insensato no tomar en consideración.

En primer lugar, con respecto al saldo presupuestario, es probable que el gobierno de España, que salga de las elecciones de 2015, tenga serias dificultades para liquidar superávits presupuestarios, en el caso de que siga aceptando la política responsable de la deuda, lo cual podría ser cuestionable si accedieran al poder los partidos extremistas. Un primer escollo, en cuanto al déficit, es que el nivel de partida todavía es alto, para los niveles históricos españoles. Su ulterior reducción se enfrentará a la resistencia de la población, particularmente en los gastos sociales (pensiones, sanidad), por lo que los gobiernos seguirán con el error estratégico de reducir aún más los gastos de inversión, sobre todo en educación, ciencia y tecnología, que abocará a España a seguir con el modelo de crecimiento basado en el ladrillo y el turismo. El segundo problema es que, como hemos visto, el gobierno no ha podido resistir, en un año con múltiples elecciones, la tentación de aumentar los gastos en sueldos y subvenciones y de reducir los tipos impositivos. No hay que descartar, como prevé el gobierno, que el crecimiento económico incremente la recaudación pero, desde luego, lo hará en menor medida que si no se hubiesen rebajado los tipos del IRPF. Es más, el gobierno promete aumentar aún más el gasto en sueldos para 2016, para atraer el voto de los funcionarios. Esta desidia en el recorte del déficit, tradicional en los gobiernos españoles, puede tener efectos favorables para salir de la crisis, al contrario de lo que sostienen los economistas ordoliberales alemanes. De hecho, la menor reducción del déficit hasta 2014 y la creación de empleo público y el aumento de las obras públicas en 2015 explican el mayor crecimiento económico de España, pero hacen peligrar el cumplimiento de los objetivos de déficit. El tercer escollo es que, a pesar de haberse evitado la catástrofe financiera, la crisis bancaria todavía no está resuelta, como muestran algunos indicios como la dudosa legalidad de considerar los créditos fiscales como capital, los altos volúmenes de créditos morosos y los montones de deuda pública española en la cartera de los bancos. Cuarto, el cumplimiento del programa de reducción del déficit dependerá del gobierno que se forme tras las elecciones generales de otoño; de mantenerse las preferencias de los votantes reveladas en las elecciones locales, la gobernabilidad del país podría quebrarse, desterrando la política de control del déficit presupuestario. Históricamente, los períodos de inestabilidad social y política coinciden con aumentos en el déficit presupuestario y la deuda.

En segundo lugar, aunque haya analistas que hablen de la “nueva normalidad”, la situación es bastante extraña y el mantenimiento de los bajísimos tipos de interés actuales, incluso negativos, tampoco está garantizado a medio plazo; en España, ni siquiera a corto plazo. El peligro de un aumento de los tipos de interés para la Hacienda española es evidente porque aumentará las cargas financieras, al aplicarse inmediatamente sobre deuda pública a corto plazo, que tiene un volumen relativamente alto, y con un cierto retardo sobre la deuda a medio plazo. Como hemos visto, los tipos de interés de la deuda española, y su prima de riesgo, cayeron fuertemente desde que el gobernador del BCE prometió “hacer lo que hiciera falta” para salvar el euro, en julio de 2012. Desde marzo de 2015, además, el BCE comenzó a practicar una política monetaria extrema de “flexibilidad cuantitativa” (mediante la compra directa en el mercado secundario de bonos públicos y privados), que redujo los tipos de interés prácticamente a cero, e inclu-

so negativos, para la deuda flotante. Esta política del BCE se mantendrá, según su gobernador, hasta septiembre de 2016; lo cual, junto al exceso de ahorro mundial, mantendrá los tipos reducidos durante este tiempo, de no ocurrir otro terremoto financiero como el de 2008 o, incluso, peor. En cualquier caso, los riesgos inherentes para la Hacienda española de un mundo, nuevo o no, con tipos de interés subnormales se relacionan, en primer lugar, con la acumulación de altos volúmenes de deuda. Desde luego, con unos tipos de interés despreciables, en agosto de 2015, cualquier tamaño de la deuda pública en relación al PIB parece sostenible. Que lo siga siendo en el futuro dependerá de que los políticos aprovechen esta oportunidad para realizar reformas estructurales e inversiones en infraestructuras que fomenten el crecimiento económico, sin el cual las deudas no pueden ser atendidas a la larga. Esto está ya sucediendo en España, aunque parcialmente. Pero la mayor pega es que el crecimiento económico, además de ser moderado, retraerá la voluntad de los políticos para proseguir las reformas y para reducir rápidamente el déficit presupuestario. En un mundo con un lento crecimiento económico y sin inflación, la reversión de los tipos de interés hacia la media histórica parece lejana. De manera que, en agosto de 2015, dados los casi nulos costes financieros, los gobiernos no mostraban urgencia para reducir el déficit, particularmente los gobiernos del mundo desarrollado que tienen una Hacienda altamente endeudada en la actualidad, entre ellos el español. Sin embargo, en algunos países individuales, no puede descartarse una reversión inesperada hacia el aumento de los tipos de interés que puede descabalar la política económica imprevisora de sus gobiernos, como sería el caso de los países del sur de Europa y de Japón (Plender). En todo caso, además, sobre la evolución futura de los tipos de interés surgen, al menos, dos incertidumbres. Una es la respuesta del mercado al aumento de los tipos de referencia de la Reserva Federal americana, inminente desde hace un año, según las propias declaraciones de sus responsables. Sin duda, la experiencia histórica de los aumentos de los tipos por la Reserva Federal es preocupante (desencadenó la crisis de 1929), lo que explica el temor de sus gobernadores a aumentar los tipos, aunque sea muy gradualmente. La otra incertidumbre radica en que cualquier “evento de la deuda”, como pudiera ser un empeoramiento de la crisis griega que, a pesar del tercer rescate, está lejos de haber sido resuelta por los problemas políticos en Europa y en Grecia, aumentará los rendimientos de las deudas de los países débiles del euro, causando además otro efecto contagio sobre la deuda española.

En tercer lugar, el crecimiento económico español parecía no ser el problema en 2015, pues, en julio, el FMI preveía que sería de un 3,3%. Pero este organismo añadía que la recuperación de la economía española era frágil, porque seguía con altas tasas de desempleo. Habría que añadir que también lo era porque el modelo de crecimiento (ladrillo, turismo, empleo público y automóvil) sigue siendo el que había antes de la crisis de 2008 y, además, seguían vigentes los viejos problemas de España: baja productividad, amplio desempleo, economía sumergida, fraude fiscal y corrupción política, circunstancias todas ellas que frenan el crecimiento y, sobre todo, pueden hundir a la economía española cuando llegue la siguiente depresión económica. La experiencia histórica muestra que en las fases de recuperación, la economía española converge hacia las naciones avanzadas creciendo más que ellas (como está sucediendo en 2015), pero en las crisis, el PIB español, y sobre todo el empleo, se hunde mucho más, provocando la divergencia de la economía española, lo que explica que la renta per cápita española de 2014 siga suponiendo el mismo porcentaje frente a la media europea que en 1870. El mantenimiento durante largo tiempo de la alta tasa de crecimiento del PIB de 2005 es la panacea en la que confía el gobierno español para solucionar los problemas de la deuda. Pero sus previsiones para el futuro han sido rebajadas por el FMI pues, a mediados de

agosto, preveía una tasa de crecimiento del PIB del 2% para 2018 (cuando el gobierno estimaba el 3%), una ratio déficit/PIB del 2% (el gobierno preveía un 0,3%) y una ratio deuda/PIB del 97% (cuando el gobierno estimaba un 93,2%). Pero podría suceder que esta recuperación fuera todavía más efímera de lo que prevé el FMI y, en realidad, el crecimiento de 2015 no indicara una salida de la crisis imposible sin la recuperación de la economía europea y mundial, que es más que dudosa. De una parte, la Unión Europea sigue colgada de su política de austeridad que impide a Europa salir de la depresión. Algunos economistas hablan incluso de estancamiento secular para Europa, con un lento crecimiento económico. De otra, la depreciación del euro tampoco será eterna, pues la guerra de divisas creada por la flexibilización cuantitativa del BCE tendrá repuesta en otros países (el 11 de agosto de 2015, por ejemplo, el gobierno chino realizó la mayor devaluación del *renmenbi* en dos décadas), sin olvidar que la mayor parte de las exportaciones españolas van a la propia eurozona. Además, los países emergentes están entrando en una grave crisis, debido a los problemas de China para mantener su tasa de crecimiento del 7% y a sus tremendos desequilibrios en la bolsa, los entes locales, la construcción y el sector financiero. Finalmente, los precios del petróleo y de otras materias primas siguen cayendo, pero esta ventaja se ve parcialmente anulada para España por la depreciación del euro (Legrain, Díez). En fin, esta caída de precios, sobre todo del petróleo, puede reforzar otro riesgo para la sostenibilidad que es el comportamiento de los precios, pues no cabe descartar un escenario deflacionista en la eurozona, que sería un factor de desestabilización de la ratio de deuda sobre PIB en España (AFI).

En cualquier caso, el espejismo creado por el crecimiento de la economía española en 2015 y por los procesos electorales puede llevar a pensar que la deuda pública ya no es un problema. Lo que puede estar sucediendo es que el experimento monetario de la flexibilización cuantitativa (de nuevo, la monetización indirecta del déficit que ahora no produce inflación por la crisis de sobreproducción que asola a la economía mundial) esté postergando y encubriendo la insostenibilidad estructural de la deuda en los países del sur de la eurozona, entre ellos España. Los bajos tipos de interés reducen temporalmente las cargas de la deuda en el presupuesto, pero tienen efectos perniciosos. Primero, refuerzan la adicción a la deuda del gobierno español: con letras del Tesoro a tipos negativos y con bonos a tipos de interés en mínimos históricos (considerando los períodos en que se ha financiado en los mercados), el gobierno pospondrá la reducción del déficit, sin considerar que esa deuda a largo plazo habrá que devolverla en algún momento, puesto que los bonos se emiten con un vencimiento máximo de 30 años; todavía no son deuda perpetua, como lo eran los juros. La “consolidación” de la deuda flotante en deuda a largo plazo, en el momento de los vencimientos de las letras, permite al gobierno quitarse el problema de su amortización el año en curso, pero traspasando la carga a gobiernos y generaciones futuras. El factor principal de las crisis de la deuda es el volumen de la misma. Por lo tanto, el problema estructural que implica mantener una deuda pública viva de un tamaño próximo al PIB resurgirá en cuanto los tipos de interés aumenten, pues las cargas financieras crecerán rápidamente en el presupuesto de gastos del Estado, como sucedió previamente y, por última vez, en la transición a la democracia (gráfico 10). En tal caso, resurgiría la crisis de la deuda. Y, entonces, quizá no habría que descartar una reestructuración moderna de la deuda, como la que se propone para Grecia, por economistas de todas las tendencias (del FMI, del Financial Times y de otros ámbitos): una reestructuración de la deuda con una quita para el país (que no supondría una pérdida para los inversores porque podría ser asumida y financiada por el BCE con emisión de deuda europea, de la que sería responsable sólo el país rescatado) y convirtiendo la deuda restante en deuda perpetua y, además, ligada al PIB, de manera

que no habría amortizaciones y los réditos dependerían del crecimiento económico; por lo que en las depresiones económicas, el país deudor no pagaría cargas de la deuda (Varoufakis). Este título hubiera sido la panacea para los Austrias del siglo XVII: un juro que no hubiera pagado intereses durante la larga depresión económica que se inició en 1580, que rebajó la recaudación y fue una de las causas de la crisis fiscal y de la deuda que empezó a incubarse precisamente entonces. La cuestión es si los ahorradores castellanos hubieran comprado un título que prometía no pagar nada en las crisis económicas, tan frecuentes entonces.

### **Bibliografía.**

- ARTOLA, Miguel (1986): *La Hacienda del siglo XIX. Progresistas y moderados*, Alianza Ed., Madrid.

BERGÉS, A., y D. MANZANO (2012): “Deuda soberana y bancaria: peligrosa circularidad”, *Economistas*, 131, pp. 120-129.

- COMÍN, Francisco (1988): *Hacienda y Economía en la España Contemporánea, 1800-1936* (vol. II), *La Hacienda Transicional (1875-1935)*, Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda, Madrid.

- (1990): *Las Cuentas de la Hacienda Preliberal en España (1800-1855)*, Banco de España, Madrid.

- (1995): “La Deuda pública y la formación del Sistema Bancario en España durante los siglos XIX y XX”, en TEDDE P. y MARICHAL C. (eds.), *La formación de los bancos centrales en España y América Latina (siglos XIX y XX)* (vol. I), *España y México*, Banco de España, Madrid, pp. 49-79.

- (1996): *Historia de la Hacienda pública*, vol. II, *España (1808-1995)*, Ed. Crítica, Barcelona.

- (1999): “La reforma en la Hacienda de Fernández Villaverde”, en TEDDE, P. (ed.): *Economía y Colonias en la España del 98*, Ed. Síntesis, Madrid, pp. 235-260.

- (2004): “La metamorfosis de la Hacienda (1808-1874)”, en TORRAS J. (ed.): *Josep Fontana. Historia y proyecto social*, Ed. Crítica, Barcelona, pp. 31-101.

- (2008a): *Historia de la cooperación entre las Cajas. La Confederación Española de Cajas de Ahorros (1928-2007)*, Alianza Ed., Madrid.

- (2008b): “Las economías y los economistas españoles durante la guerra civil española y la posguerra: una introducción”, en FUENTES QUINTANA, E. (director) y COMÍN, F. (coordinador): *Economía y economistas españoles en la guerra civil*, Galaxia Gutenberg/Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Barcelona, vol. I, pp. 7-189.

- (2010): “Public Finance and the Rise of the Liberal State in Spain, 1808-1914”, en CARDOSO, J. L. y LAINS, P. (eds.): *Paying for the Liberal State. The Rise of the*

*Public Finance in Nineteenth-Century Europe*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 214-250.

- (2011): “Política y Economía: los factores determinantes de la crisis económica durante la Segunda República (1931-1936)”, *Historia y Política*, 26, pp. 47-79.

- y DÍAZ, Daniel (2005): “Sector público administrativo y estado del bienestar”, en CARRERAS, A. y TAFUNELL, X. (coordinadores): *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX-X*, Vol. II. Fundación BBVA, Bilbao, pp. 873-964.

- y LÓPEZ, Santiago (2008): “La Hacienda del Gobierno de la República Española (1936-1939)”, en FUENTES QUINTANA, E. (director) y COMÍN, F. (coordinador): *Economía y economistas españoles en la guerra civil*, vol. I, Galaxia Gutenberg/Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Barcelona, pp. 851-899.

- ; MARTÍN-ACEÑA, Pablo y SERRANO SANZ, José María (eds.) (1997): *La Hacienda en sus ministros. Franquismo y democracia*, Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.

- ; MARTÍN-ACEÑA, Pablo y MARTORELL, Miguel (eds.) (2000): *La Hacienda desde sus ministros. Del 98 a la guerra civil*, Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.

- ; MARTÍN-ACEÑA, Pablo y VALLEJO, Rafael (eds.) (2006): *La Hacienda por sus ministros. La etapa liberal de 1845 a 1899*, Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.

- y VALLEJO, Rafael (2002): *Alejandro Mon y Menéndez (1801-1882). Pensamiento y Reforma de la Hacienda*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

- CUEVAS, Joaquim (2012): “Patterns in Spanish Stock Market Crises, 1850-1936” en *Financial Crises in a Historical and Comparative Perspective. Spain and the International Economy*, Fundación Ramón Areces, Madrid, 23-24 de Febrero.

- FONTANA, Josep (1977): *La Revolución Liberal (Política y Hacienda, 1833-1845)*, Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

- HOYO, Andrés (2007): *Economía y mercado de valores en la España contemporánea: la evolución de la Bolsa antes del big bang español, 1831-1988*, Universidad de Cantabria, Santander.

MALO DE MOLINA, J. L. (2012): “The macroeconomic basis of the recent development of the Spanish financial system”, en P. MARTÍN-ACEÑA y J. L. MALO DE MOLINA (eds.): *The Spanish Financial System. Growth and Development sin 1900*, Palgrave, New York, pp. 183-218.

- MARTÍN-ACEÑA, Pablo (2004): “La economía española de los años 1930”, en JULIÁ, S. (coordinador): *La República y la guerra civil*, Ed. Espasa Calpe, Madrid, pp. 456-445.

- y COMÍN, Francisco (1991): *INI. 50 años de industrialización en España*, Ed. Espasa Calpe, Madrid.
- MARTORELL, Miguel. y COMÍN Francisco (2008): “La Hacienda de guerra franquista”, en FUENTES QUINTANA E. (director) y COMÍN F. (coordinador): *Economía y economistas españoles en la guerra civil*. Galaxia Gutenberg /Círculo de Lectores y Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Barcelona, pp. 901-937.
- PIERNAS HURTADO, José. (1901): *Tratado de Hacienda Pública y examen de la española*. 5ª ed., Victoriano Suárez, Madrid.
- PRADOS DE LA ESCOSURA, Leandro (2003): *El progreso económico de España (1850-2000)*. Fundación BBVA, Bilbao.
- REINHART, Carmen M., y ROGOFF, Kenneth S. (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton.
- y SBRANCIA, Belen (2011): *The Liquidation of Government Debt*, NBER Working Paper, n ° 16893, Marzo.
- ROUBINI, Nouriel y GREENE, Megan (2012): “Desperately seeking a bailout for Spain and its banks”, *Financial Times*, 10 de mayo.
- SBRANCIA, Belen (2011): *Debt, Inflation, and the Liquidation Effect*, Department of Economics, University of Maryland College Park, [Preliminary Draft, august 6, 2011].
- WOLF, Martin (2010): “The Eurozone needs more than discipline from Germany”, *Financial Times*, 22 de diciembre.