

Entrevista con Soledad Núñez, Directora General del Tesoro y Política Financiera

Carlos Humanes

A) ¿Cómo valora la marcha de las emisiones de deuda durante lo que va de 2011?

Las emisiones de Deuda del Estado progresan según lo previsto. A fecha de 24 de mayo, tras la última subasta del mes, la emisión bruta asciende a unos 82.490 millones de euros, 41.780 de los cuales han sido en Bonos y Obligaciones del Estado, lo que supone el 44,5% de la previsión actual de emisión para todo el año. Por supuesto, la volatilidad que hemos estado viviendo debido a los problemas en la Zona Euro implica que hay altibajos, pero los inversores de Deuda Pública española agradecen que sigamos en el mercado y que emitamos de forma predecible.

B) Las turbulencias en el mercado secundario de deuda, con la prima de riesgo española oscilando con fuerza ¿han alterado las previsiones del Tesoro en relación al coste de las emisiones?

Es cierto que el diferencial de la Deuda española ha oscilado mucho con respecto al de la Deuda alemana. En 2011 ha llegado al máximo de 267,5 puntos básicos el 10 de enero y al mínimo de 175 puntos básicos el 11 de abril.

Indudablemente, fluctuaciones tan pronunciadas implican cambios en el coste de financiación, y resulta difícil prever totalmente cuál va a ser dicho coste en cada momento.

Así, si bien el coste medio de emisión se ha incrementado con respecto al año anterior, siendo a 31 de marzo de 2011 del 3,67%, es cierto también que, el coste medio de la Deuda del Estado en circulación se

mantiene en el 3,81%, muy cerca del mínimo histórico anual que se situó en 2009 en el 3,53%.

Además, la ratio Deuda/PIB del Estado es actualmente un 24% inferior a la media europea, con lo que, aunque aumenta el coste de emisión, los pagos a los que tiene que hacer frente el Estado son aún bajos en relación al resto de la Zona Euro. Según lo publicado en Eurostat, España pagará en 2011 un 2,2% de su PIB en materia de intereses de Deuda del Estado, mientras que, Alemania, por nombrar un ejemplo de un país cuyo coste de emisión es inferior pero cuya deuda es superior, pagará según las mismas fuentes un 2,4% de su PIB.

C) El Banco Central Europeo lleva sin adquirir deuda de los "países periféricos" desde marzo y el grifo podría seguir cerrado próximamente, ¿le preocupa esta actitud del BCE?

El programa de compras de bonos soberanos en el mercado secundario (SMP, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo tiene como objetivo estabilizar el mercado cuando se producen serias distorsiones. No se trata de un "comprador de última instancia". El BCE compró bonos de Irlanda y Portugal antes de que éstos pidieran ayuda a la Unión Europea y al FMI. Ahora que estos países están negociando sus programas de ajuste y han cesado la mayor parte de sus emisiones, emitiendo principalmente instrumentos a corto plazo y encontrando demanda de los inversores, las compras del BCE no tienen mucho sentido.

España nunca ha estado entre los emisores soberanos incluidos en el SMP, y esto se manifiesta por los hechos. Si bien es cierto que la actual situación de volatilidad no

ayuda a las decisiones de inversión, el comportamiento de las subastas en 2011 está siendo mejor que en 2010, con mejores ratios de cobertura, por lo que desde la perspectiva de la demanda ésta parece más sólida. Es cierto que existen dudas de los inversores sobre la situación española, pero éstas se están disipando y lo que se está observando es que están acudiendo más activamente a las subastas del Tesoro. Incluso en el peor momento de la crisis de deuda europea, las tenencias de deuda española en manos de no residentes aumentó hasta el 54% en 2010, lo que prueba la confianza de los inversores en nuestros instrumentos.

Como decía antes, la volatilidad de los precios de la deuda no es un fenómeno exclusivo de España, sino que afecta a gran número de emisores comunitarios y está mucho más relacionada con aspectos europeos que domésticos.

D) Algunos medios comentan que los bancos y cajas de ahorros están tomando el testigo al BCE y acumulan en sus carteras un 12% más en Bonos del Estado y Letras del Tesoro (160.000 millones de euros) que en 2010. ¿Este comportamiento no drena recursos de la actividad típicamente bancaria de conceder créditos?

Los inversores internacionales, sean fondos soberanos, aseguradoras, fondos de pensiones, bancos o cajas no invierten, como llegó a hacer el BCE, para estabilizar el mercado. Compran activos por sus características de riesgo, rentabilidad y duración, que utilizan para optimizar la composición de sus carteras de inversión en función de las perspectivas que tengan.

En mi opinión, un banco no deja de conceder crédito para invertir en deuda pública. Hay algunos que invierten en deuda pública porque consideran que el riesgo (y por tanto el coste) de conceder crédito es muy elevado. Otros invierten en deuda pública porque les aporta una rentabilidad (y un riesgo relativamente bajo) que les libera recursos para poder conceder créditos.

Dicho esto, los elevados déficit públicos tienden a aumentar los tipos de interés y encarecer el crédito —éste, y no otro, es el mecanismo tradicional de “crowding out”. Por eso es tan importante reducir, como se está reduciendo, el déficit de las Administraciones Públicas.

E) El servicio de la deuda pública (el pago de los intereses de la misma) le costará al Estado español este año casi 24.000 millones de euros, cifra que, en relación al PIB, se mantiene por debajo del promedio de la UE. ¿Qué previsiones maneja el Tesoro a este respecto para los próximos años?

El Tesoro maneja las previsiones publicadas en el Programa de Estabilidad 2011-2014, un documento público y disponible para su lectura en la página *web* del Ministerio de Economía y Hacienda. Los intereses pagados en relación al PIB aumentarán al 2,5% en 2012, al 2,7% en 2013 y al 2,9% en 2014. Esta última cifra, el 2,9% del PIB, equivale a la media de la Unión Europea en 2011.

F) ¿Cree que es posible que, con la debilidad con la que evolucionan los ingresos públicos, las CCAA sean capaces de reducir su déficit público conjunto del 3,39% del PIB del año pasado al 1,3% que exige el compromiso de déficit público de España (6%) con Bruselas?

Creo que es posible. Recordemos que las Comunidades se autoimpusieron el régimen actual de consolidación presupuestaria, a través del Consejo de Política Económica y Fiscal, a partir del segundo semestre de 2010. Las Comunidades Autónomas no han tenido aún un año completo para ponerse este objetivo y cumplirlo; algunas comunidades no lograron cumplir el objetivo, pero todas ellas mejoraron.

Además, quiero resaltar dos cuestiones:

En **primer** lugar, dada la estructura de ingresos y gastos a todos los niveles de la Administración, el déficit público muestra un comportamiento estacional, acumulándose sobre todo en el último trimestre del año. Pues bien, el déficit en la mayoría de las Comunidades Autónomas en el cuarto trimestre de 2010 fue muy similar al del tercer trimestre, lo que nos permite concluir que ya a finales del año pasado se empezó a ver el efecto de la consolidación presupuestaria. Algunas Comunidades incumplieron, está claro, pero incumplieron por mucho menos que en ausencia del mecanismo de disciplina fiscal impuesto por el Estado.

En **segundo** lugar, la disciplina no sólo viene del Estado, sino del mercado, que es a fin de cuentas el que acaba prestando dinero. Cualquier Administración con déficit debe acudir al mercado (a través de bonos o préstamos bancarios), y si no le convence, esa Administración no podrá gastar mucho más de lo que ingresa. Desde el final de 2010, cada Comunidad Autónoma debe publicar, de forma homogénea, su ejecución presupuestaria.

G) La denominada reestructuración de la deuda griega y las previsibles dificultades de cumplimiento de los planes de ajuste en Irlanda y Portugal ¿Qué efectos puede acarrear a la deuda española?

Gran parte de la volatilidad que hemos observamos en los mercados de deuda en los últimos meses, más

que a la propia situación económica del país, se debe a la situación en la Zona Euro y a los programas de ajuste en estos tres países. No nos engañemos: una de las razones por las que los inversores internacionales acuden a las emisiones de Deuda Pública española es que estamos en la Zona Euro, con todos los vínculos comerciales, financieros y políticos que eso implica.

Los inversores pueden percibir que las autoridades europeas afrontan muchas dificultades a la hora de resolver problemas como el de la Deuda griega, y esto afecta negativamente a los *Spreads* de deuda. Pero creo que entre todos los países encontraremos una solución que devuelva a Grecia a la senda de estabilidad, permitiéndole reestructurar su economía y crecer de nuevo. Creo que el Euro es demasiado importante para todos sus miembros como para no encontrar y aplicar la mejor solución.

H) La zona del euro, y la Unión Europea en general, ¿será capaz de sacudirse las intensas dudas que la comunidad financiera internacional tiene sobre el Viejo Continente (que entre otras consecuencias se traducen en incrementar el coste de la financiación pública) para que la crisis dé paso a una mayor integración europea

y a una creciente armonización de las políticas fiscales entre sus miembros?

Sí, creo que sí lo hará. No es la primera crisis económica que ha ocurrido durante el proceso de construcción europea, y dudo que sea la última. Lo que sí podemos decir es que, desde el Tratado de Roma hace ya más de cincuenta años, cada crisis europea se ha visto solucionada con más y mejor integración. Por muy profunda que sea la actual crisis, no creo que el paradigma se rompa en esta ocasión, de hecho hemos pasado en poco menos de un año a incrementar la supervisión y control de las cuentas públicas y de la aplicación de medidas estructurales en todos los países de la zona Euro, reforzando el Pacto de Estabilidad con el llamado mecanismo de supervisión reforzada, hemos creado una nueva institución europea que facilite financiación a países con tensiones, la Facilidad Europea de Estabilización y a partir de 2013 entrará en vigor el Mecanismo Permanente de Estabilización para los países de la zona Euro. Todas estas medidas, junto con otras en el ámbito de la supervisión integral de los mercados e instituciones a nivel comunitario van, inequívocamente, en la dirección de mayor integración en Europa.