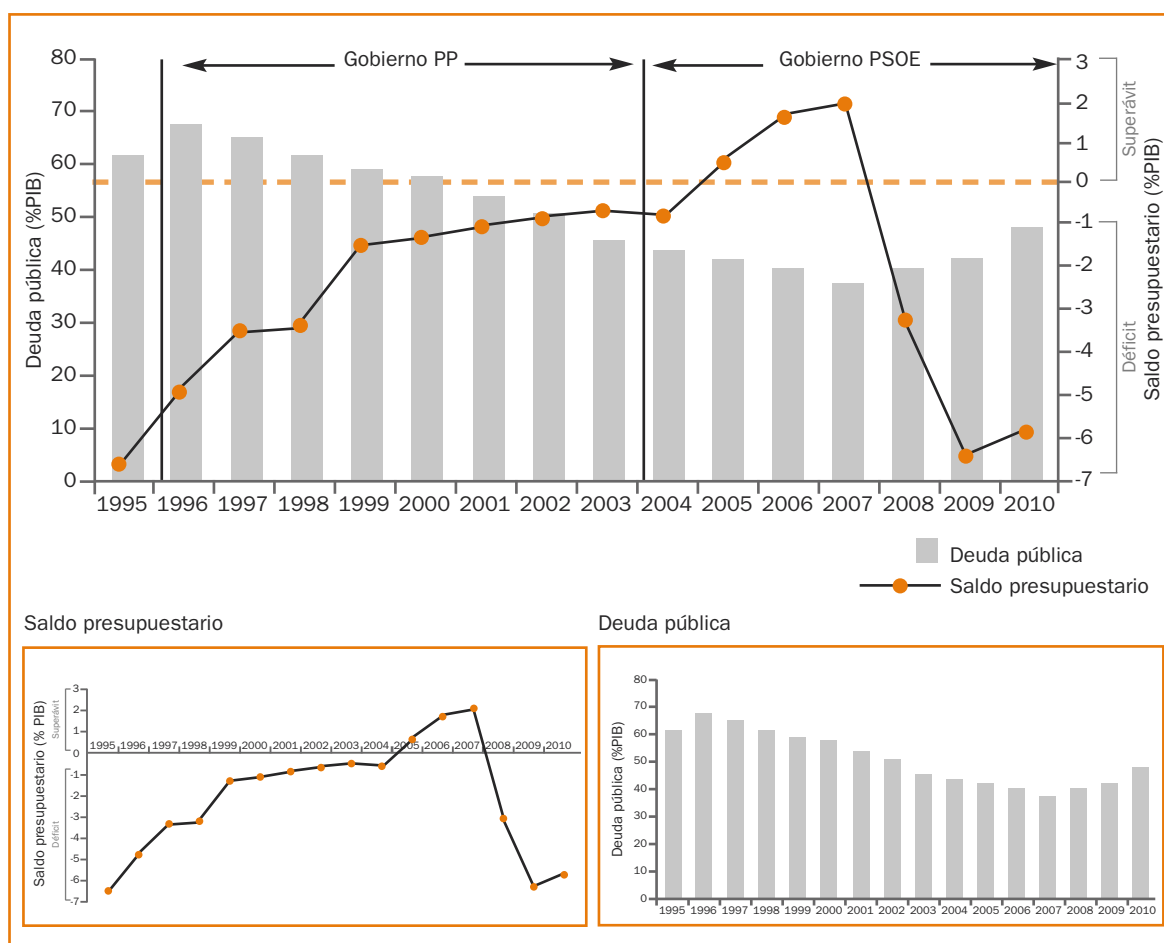




# 2.031€ MÁS POR HOGAR, EL COSTE DE LA PÉRDIDA DE CREDIBILIDAD POR LA POLÍTICA ECONÓMICA DE ZAPATERO

Jorge Sainz e Ismael Sanz, profesores en el departamento de Economía Aplicada I, Universidad Rey Juan Carlos

Gráfico 1. Evolución del déficit y la deuda pública



*En lo que resta de legislatura, los españoles tendrán que pagar, en la forma de mayores intereses por la deuda, al menos 2.031 euros más por hogar debido a la máxima calificación crediticia. Aunque el Gobierno de Rodríguez Zapatero se empece en atribuir exclusivamente la crisis económica a la situación internacional, la verdad es que el PIB español continuará decreciendo en 2010, un año en el que se espera que los países más dinámicos comiencen a recuperarse.*

La rebaja del *rating* de la deuda pública española refleja que la economía de nuestro país ha perdido credibilidad internacional. Los mercados financieros no confían en la capacidad de manejo de la crisis del Gobierno socialista. De hecho, los análisis del FMI apuntan a que el estímulo fiscal en España ha sido de los menos eficaces debido a la obsesión de nuestro Gobierno por el gasto público, sin atender a su composición y calidad. La consecuencia es la rápida pérdida de credibilidad de nuestra economía, que da al traste con uno de los grandes logros de la acertada política macroeconómica en el periodo 1996-2004.

### **La rebaja del *rating* crediticio en la deuda española**

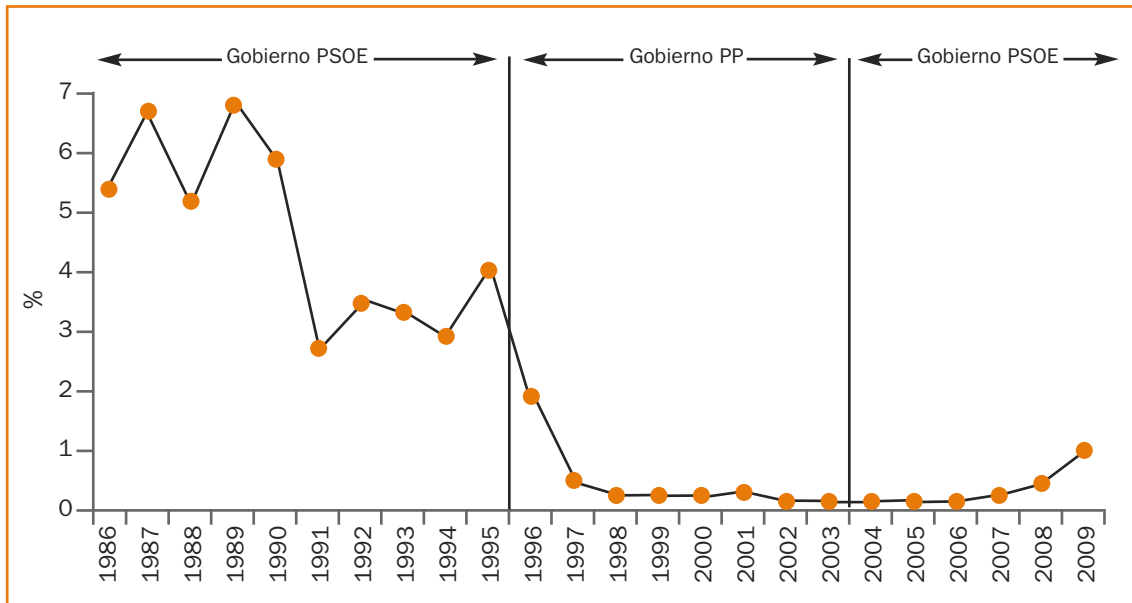
El pasado 19 de enero Standard & Poor's (S&P) rebajaba la calidad crediticia de la deuda pública de España desde la triple A, el máximo *rating* que se puede alcanzar, hasta el siguiente nivel: AA+. España regresaba, así, a la segunda división financiera internacio-

nal. El Gobierno de Aznar había conseguido en 2000 el ascenso a la primera división, al lograr la triple A por primera vez en la historia de España. Nuestro país se convertía el pasado mes de enero en el primero en perder la triple A después de Japón, que la perdió en 2001. Simultáneamente, Moody's ponía bajo vigilancia la calificación de la deuda pública de España. Las causas de estas decisiones las explicaba claramente S&P: "las finanzas públicas sufrirán de acuerdo con el esperado declive de las perspectivas de crecimiento de España, y la respuesta política puede ser insuficiente para contrarrestar efectivamente los retos económicos y fiscales". Los mercados financieros no creen que el Gobierno español sea capaz de afrontar la crisis económica en nuestro país ni tampoco de reconducir el significativo incremento del déficit público.

La diferencia entre los intereses que deben pagar el Gobierno español y alemán por colocar su deuda a diez años ha alcanzado los 120 puntos básicos, un registro que no se veía desde

**“La economía española ha dilapidado la credibilidad internacional de la que gozaba en 2004 y que tanto esfuerzo y disciplina fiscal costaron”**

## Gráfico 2. Diferencial de los tipos de interés a largo plazo entre España y Alemania



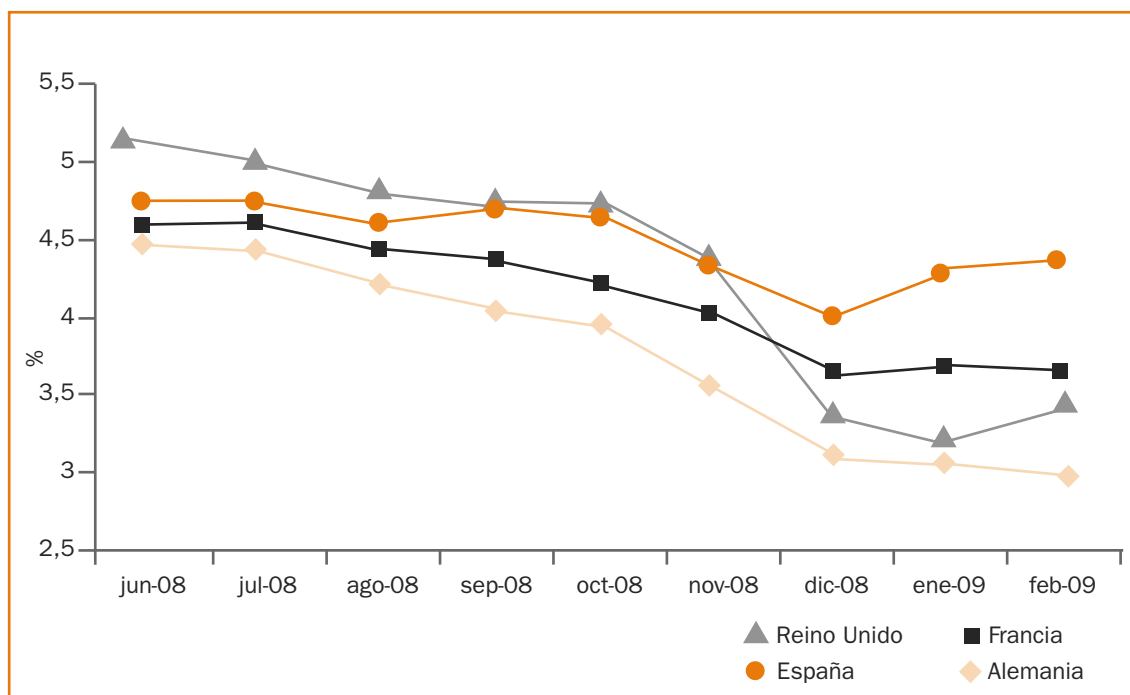
FUENTE: Banco Central Europeo y Financial Times para 2009

1997, lo que indica que los inversores internacionales han concluido que los activos financieros españoles son ahora de mucho mayor riesgo (ver gráfico 2). La economía española ha dilapidado la credibilidad internacional de la que gozaba en 2004 y que tanto esfuerzo y disciplina fiscal costaron. La reputación y prestigio de España, contruidos a partir de una acertada política macroeconómica durante el periodo 1996-2004, se han evaporado. Se ha vuelto a la situación de 1997, desandando todo el camino de una década en la que el Gobierno español logró alcanzar la misma credibilidad que el de Alemania. Los más de 400 puntos básicos de diferencia de los tipos de interés de los bonos del Gobierno entre ambos países que se registraron en 1995 se rebajaron hasta 6 en 2004, lo que indica que la deuda soberana de España y Alemania generaban la misma confianza en los mercados financieros.

Para afrontar la actual situación económica sin perder credibilidad habría que convencer a los ciudadanos, instituciones y mercados financieros de que la explosión del déficit público es temporal y que se está invirtiendo bien en la recuperación económica española y en políticas de crecimiento económico a largo plazo. Algo que el actual Gobierno no ha logrado, a pesar de los niveles históricamente bajos de déficit y deuda pública que se encontró cuando accedió al poder en 2004.

El gráfico 3 muestra la evolución de los tipos de interés de los bonos de varios Gobiernos europeos a diez años. Los intereses de los bonos de los Gobiernos han disminuido desde junio de 2008, en algunos casos en más de 100 puntos básicos (un punto porcentual). La actual crisis financiera y la incertidumbre que conlleva han provocado una huida hacia estos activos percibidos como seguros, por lo

**Gráfico 3. Tipos de interés a largo plazo en los países europeos**



FUENTE: Banco Central Europeo y Financial Times para 2009

que ha aumentado su precio y se ha reducido su rentabilidad. Asimismo influye la drástica caída de la inflación, que lleva a los inversores a prever tasas de inflación futuras muy bajas o incluso negativas y a exigir, en consecuencia, menores tipos de interés. En los últimos dos meses, sin embargo, los inversores están comenzando a diferenciar cada vez más entre los diferentes Gobiernos. Así, los intereses de los bonos de Francia, Reino Unido y sobre todo Alemania, se mantienen constantes y en niveles bajos. Por el contrario, los tipos de la deuda soberana española han comenzado a aumentar en 2009, reflejando

la preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas en nuestro país y la poca confianza que genera el Gobierno en el manejo de la crisis. Al bajar el *rating* crediticio del Gobierno español, S&P no ha hecho otra cosa que plasmar esa disminución de la credibilidad internacional de nuestra economía.

### Los costes de la pérdida de credibilidad de la economía española

El efecto más inmediato del aumento del diferencial con respecto a Alemania será un incremento en los costes

**“El aumento de los costes financieros del Gobierno español añadirá aún más presión al déficit público de nuestro país”**

## “La respuesta del Gobierno socialista a la grave crisis económica que sufre España refleja su teoría de que todos los problemas se resuelven con más gasto público”

financieros del Gobierno español y, por ende, del conjunto de la economía española. Para 2009, el Tesoro español ha anunciado que las emisiones de deuda alcanzarán los 85.600 millones de euros. Asumiendo que las emisiones en 2010 y en 2011 serán por el mismo valor que las de 2009 y con una estructura de plazos similar a la de las emisiones en 2008, nos encontramos con el Tesoro español emitiendo al menos 259.500 millones de euros antes del final de la legislatura. Se trata de una estimación conservadora, ya que sólo en los dos primeros meses de 2009 el Tesoro ha emitido Letras y Bonos por importe de 42.343 millones de euros, equivalentes a más de 900 euros por español. Considerando los diferenciales de la deuda española con respecto a la alemana para cada plazo de emisión, la pérdida de credibilidad de la política económica del Gobierno tiene para los contribuyentes un coste estimado, en términos de los mayores intereses que debemos afrontar para el pago de la deuda pública estatal, de 13.210 millones de euros, equivalentes a 937 euros para cada hogar español.

Esta estimación es, con todo, conservadora por varias razones. La primera, porque la caída en la actividad será mayor que las previsiones del Gobierno y obligará a recurrir a la emisión

de nueva deuda por encima de lo estimado, tal y como reflejan ya las cifras de los dos primeros meses de 2009, lo que puede saturar el mercado y producir una huida hacia la confianza que genera la deuda alemana, incrementando así el diferencial de la española. Además, a medida que otros países también incrementen sus emisiones, los inversores acudirán cada vez más a los Estados con una mejor gestión de sus políticas económicas, lo que de nuevo ampliará el diferencial de nuestra deuda. La ampliación del déficit público estadounidense es, de hecho, una mala noticia para el Tesoro español que va a ver más complicado colocar sus emisiones. Adicionalmente, aunque de momento sólo Standard & Poors ha realizado la rebaja en su calificación de España, la mayor parte de los analistas cree que en el medio plazo otras agencias podrían reducir el *rating* de nuestro país, Moody's ya ha anunciado que lo está revisando, lo que de nuevo afectará al coste que tendrán que soportar las familias por las emisiones de deuda pública.

El aumento de los costes financieros del Gobierno español añadirá aún más presión al déficit público de nuestro país. Así, el gráfico 1 revela que el déficit público de 2009 y 2010 de España rondará el 6% del PIB, una cifra que la propia S&P eleva hasta el 6,5%.

Según las últimas previsiones de la Comisión Europea, la deuda pública de nuestro país ascenderá hasta el 53% del PIB en 2010, un registro que nuestras estimaciones elevan hasta un rango del 60-65%, lo que supone volver a las cifras del año 1996. En cualquier caso, se trata de un significativo acelerón desde los mínimos del 36,2% registrados tan sólo hace dos años, en 2007. Cuando era oposición, el Partido Socialista se cansó de criticar la Ley General de Estabilidad Presupuestaria (18/2001, de 12 de diciembre) aprobada por el Gobierno del Partido Popular en 2001. Esta Ley fijaba un techo para el gasto público, limitaba estrictamente las modificaciones presupuestarias y, sobre todo, introducía el llamado “déficit cero”. Si con las cuentas tan saneadas que encontró el actual Gobierno en 2004 ha perdido credibilidad a las primeras de cambio, cabría preguntarse qué hubiera ocurrido si no se hubiera llevado a cabo ese equilibrio presupuestario en el periodo 1996-2004.

Pero los costes para la economía española de la pérdida del *rating* AAA no son sólo los mayores costes de financiación del Gobierno central. Desgraciadamente, la prima de riesgo país se traslada al conjunto de la economía y en particular a los costes de financiación de las Comunidades Autónomas (CC.AA.) y de las empresas privadas. En el caso de las CC.AA.

está previsto que éstas tengan que acudir a los mercados para la obtención de al menos 24.000 millones de euros en cada uno de los tres próximos ejercicios, lo que implica que el aumento de los diferenciales de la deuda autonómica, consecuencia de la degradación del *rating* soberano de España, supondrá un coste adicional en intereses de 2.058 millones de euros (146 euros por hogar) a lo largo de la legislatura. Mayores incluso son los costes en el sector privado ya que sólo en el año 2008 las emisiones privadas de nuestro país alcanzaron los 155.900 millones de euros y sólo en el mes de enero de 2009, 34 empresas españolas ya habían sacado papel al mercado por una cuantía de 47.250 millones de euros. Así, asumiendo de forma prudente que en los próximos tres años se mantenga el ritmo de emisiones privadas de 2008 con una duración promedio de tres años, la rebaja del *rating* supondrá unos costes financieros adicionales para las empresas españolas, a lo largo del resto de la legislatura, de más de 13.370 millones de euros.

Así, para el conjunto de la economía, incluyendo el Gobierno central, las CC.AA. y el sector privado empresarial, la pérdida de credibilidad de la política del Gobierno va a suponer 28.368,5 millones de euros sólo en mayores intereses de la deuda, equivalentes a 2.031 euros por hogar.

**“La rebaja del *rating* supondrá unos costes financieros adicionales para las empresas españolas a lo largo del resto de la legislatura de más de 13.370 millones de euros”**

**“La pérdida de credibilidad de la política del Gobierno va a suponer 28.368,5 millones de euros sólo en mayores intereses de la deuda, equivalentes a 2.031 euros por hogar”**

### **¿Por qué otros países aumentan sus déficit sin perder tanta credibilidad internacional?**

La respuesta del Gobierno socialista a la grave crisis económica que sufre España refleja su teoría de que todos los problemas se resuelven con más gasto público. Es quizá el momento de que este Gobierno asuma los resultados de los trabajos de investigación económica más recientes: no se trata del nivel de gasto, sino de su composición y de su calidad. En su nota preparatoria de la Cumbre del G-20 de abril, el Fondo Monetario Internacional (2009) concluye que los estímulos fiscales son necesarios en la presente situación económica, pero que deben cumplir una serie de condicionantes para suavizar o evitar sus efectos secundarios negativos. Así, el aumento del gasto público debe venir acompañado de un compromiso creíble de volver a la disciplina fiscal a medida que las condiciones económicas mejoren, identificando concretamente las iniciativas que se llevarán a cabo para disminuir el déficit y ofreciendo información transparente y periódica de la situación fiscal del Gobierno central y regional y otros entes públicos.

Además, los Gobiernos deben llevar a cabo actuaciones fiscales efectivas, con objetivos claros y concretos y dirigi-

das a los agentes que afrontan restricciones financieras, en contraposición a un aumento del gasto indiscriminado. Pues bien, España no ha logrado transmitir a los ciudadanos y a los mercados financieros el firme propósito de disminuir el gasto público y reconducir las finanzas públicas cuando la situación lo permita. Quizá porque saben que el presidente español no cree en las bondades de la disciplina fiscal y que existe la posibilidad de que utilice la actual coyuntura económica para dar rienda suelta a sus cuantiosos programas públicos.

El aumento del gasto tampoco ha sido muy efectivo en España, como muestra el análisis del FMI en la misma nota preparatoria para el Encuentro del G-20. Los resultados de este estudio del FMI revelan que, con un menor estímulo fiscal, Alemania ha logrado un mayor efecto en la actividad económica que España. También Francia ha conseguido la mitad del impacto que España con un gasto cinco veces inferior.

La escasa efectividad del aumento del gasto discrecional en España se debe a la errónea composición del mismo. En el Informe del FMI de diciembre de 2008 se citaba como un ejemplo de medida indiscriminada y de escasa eficiencia el aumento de los sa-

## “El estímulo fiscal también debe venir por una disminución de los impuestos de los agentes que afrontan restricciones financieras”

larios de los empleados públicos. El Banco Central Europeo afirma también que una política valiente de contención de los salarios públicos facilita un menor aumento del desempleo. Pues bien, ajeno a las recomendaciones internacionales y a las actuaciones de otros Gobiernos, España ha aumentado el sueldo de los funcionarios, una medida que nos costará 2.915 millones de euros. El Gobierno de Zapatero ha preferido ajustar el gasto, y por una cuantía de sólo 1.500 millones, precisamente en capítulos como las infraestructuras, que son los que más impacto tienen sobre el crecimiento económico a largo plazo y que más podrían contribuir a la recuperación.

El estímulo fiscal también debe venir por una disminución de los impuestos de los agentes que afrontan restricciones financieras. Las dificultades de acceso al crédito que están soportando las empresas se podrían aligerar con una disminución del Im-

puesto de Sociedades. Recientes trabajos de la OCDE señalan que este gravamen reduce muy significativamente las inversiones de las empresas, con el adicional efecto negativo sobre la productividad. Además, la evidencia apunta inequívocamente a que el impuesto de sociedades desalienta las actividades de innovación y las iniciativas emprendedoras tan importantes en el cambio de modelo de crecimiento que necesita nuestro país. La disminución de los tipos y retenciones del Impuesto de la Renta también pueden contribuir al aumento del consumo si se dirigen a los individuos con más restricciones financieras. Pues bien, España no ha rebajado ningún gravamen como parte de su estímulo fiscal. La reducción del impuesto de Sociedades de nuestro país fue previa al surgimiento de la crisis económica y aún continúa siendo uno de los más elevados de la UE. La gravedad de la crisis en España tiene una explicación: las malas políticas económicas.