

EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN PERSPECTIVA HISTORICA

Manuel Conthe Gutiérrez

A lo largo de la última década, el mercado español de la deuda pública ha estado en vanguardia del proceso de modernización y mejora experimentado por el sistema financiero. En ese proceso han tenido un papel destacado, además del Tesoro Público y el Banco de España, todas las instituciones y entidades financieras, privadas y públicas, nacionales y extranjeras, que en él participan. Las mejoras introducidas se refieren a un amplio elenco de materias, algunas de las cuales, abordadas con más profundidad y rigor en los artículos de este mismo número, se glosan parcialmente a continuación.

LA ADECUADA ORGANIZACION TECNICA E INSTITUCIONAL DEL MERCADO

El mercado de la deuda pública experimentó una mejora fundamental cuando, en abril de 1987, se creó la Central de Anotaciones del Banco de España. Ese cambio decisivo, refrendado en la Ley de Mercado de Valores de 1988, hizo del Banco de España una pieza clave en la organización del mercado. Otras piezas esenciales del mercado han sido las entidades gestoras y, dentro de ellas, las entidades «creadoras de mercado», cuya doble relación con el Banco de España, de una parte, y el Tesoro, de otra, fue objeto de regulación expresa en 1991. La aparición de los llamados *brokers* del mercado monetario y la organización del mercado «ciego» constituyeron, igualmente, importantes hitos. El inicio en 1989 de un mercado de derivados sobre deuda del Estado, asentado hoy en día en Barcelona, en el mercado de MEFF, Renta Fija, constituyó otro episodio esencial.

En el mercado primario, se estableció gradualmente para todos los instrumentos un sistema de emisión mediante subastas regulares, a las que se dio acceso a todos los participantes en el mercado (lo que llevó, lógicamente, a que en 1990 se suprimieran las comisiones de colocación). Desde 1988 se siguió una técnica de agregación de emisiones fungibles, de manera que acabe siendo cuantioso el importe de cada valor concreto en circulación. Se han celebrado periódicamente canjes de valores

antiguos por otros nuevos, permitiendo a los inversores sustituir valores poco líquidos de escasa vida residual. Se redujo el intervalo entre la presentación de peticiones en las subastas y la resolución de éstas, a fin de reducir el riesgo de interés para quienes concurrían a ellas. Se reguló el régimen de las «segundas vueltas» en las subastas, si bien se ha mantenido como cosa excepcional, limitada a las Letras del Tesoro a corto plazo, la fijación de objetivos de colocación vinculantes.

LA ADAPTACION Y AMPLIACION DE LA GAMA DE VALORES

La gama de valores emitidos por el Tesoro ha sufrido una notable evolución, que ha afectado tanto a la forma de representación de los valores como a su régimen fiscal, plazo de amortización y demás características financieras.

Así, en 1987 se inició la representación de los nuevos valores mediante anotaciones en cuenta, al tiempo que, en atención a los cambios experimentados en la legislación fiscal, se dejó de emitir la llamada «deuda desgravable». Los pagarés del Tesoro, a los que en 1985 la Ley de Activos Financieros reconoció, prácticamente en exclusiva, un singular régimen de opacidad fiscal, fueron perdiendo importancia hasta que fueron sustituidos, en 1991, por la deuda especial, prevista como forma de regularización tributaria por la nueva Ley del IRPF.

Nacerían, así, en 1987, las letras del Tesoro, concebidas desde 1985 como el instrumento de mercado monetario llamado a cubrir el hueco que dejaron los pagarés del Tesoro cuando se configuraron como instrumento especial para los defraudadores de impuestos y la cobertura del coeficiente obligatorio de inversión. Las letras, emitidas por el Tesoro a un año, fueron también suministradas al mercado a tres meses gracias a las subastas de cesiones temporales del Banco de España, sustituidas desde 1991 por la emisión, directamente por el propio Tesoro, de letras a tres y seis meses.

En los bonos y obligaciones del Estado, el Teso-

ro buscó un alargamiento gradual de los plazos de emisión, apoyado inicialmente en la emisión de valores a tipo de interés variable y en la concesión a los inversores de una opción de amortización anticipada. Las entidades financieras adquirentes de valores sufrieron un grave revés con ocasión del acusado aumento de rentabilidades de 1987, lo que privó al mercado de gran actividad hasta que, en septiembre de 1991, se estableció el régimen especial de devolución de retenciones a los no residentes. La llegada masiva de los inversores extranjeros al mercado español de bonos y obligaciones fue un factor esencial de su posterior desarrollo, al que acompañó un significativo descenso de rentabilidades y gran alargamiento de plazos, que culminó a finales de 1993 con la emisión de obligaciones a 15 años. Al mismo tiempo, esa creciente internacionalización del mercado español de deuda lo hizo más dependiente de la coyuntura financiera internacional y de los avatares del Sistema Monetario Europeo (SME), como quedó de manifiesto a partir de junio de 1992, tras el resultado negativo del referéndum danés sobre el Tratado de Maastricht.

La diferencia de régimen fiscal entre inversores residentes y no residentes propició, por otro lado, una amplia actividad de «lavado de cupón», que ya desde 1991 la legislación procuró atajar mediante reglas especiales. Por otro lado, la inadecuación para los valores al descuento a largo plazo del régimen tributario establecido en 1985 desaconsejó al Tesoro la introducción de la técnica de la «separación» de cupones y principal de las obligaciones (*stripping*), estudiada, sin embargo, intensamente durante los últimos años.

LA MEJORA DE LOS CANALES DE DISTRIBUCION

Con ánimo de acercar los rendimientos satisfichos por el Tesoro a los percibidos por los inversores, se pusieron en marcha en los últimos años tres medidas: en 1990, se crearon las «cuentas directas» de deuda en el Banco de España; en ese mismo año se crearon también los «Fondtesoro», fondos de inversión especializados en deuda del Estado; finalmente, en 1992 se puso en marcha en la Bolsa un mercado electrónico que, limitado inicialmente a los bonos y obligaciones, se amplió más tarde a las letras del Tesoro.

En lo relativo a la colocación de deuda a través de entidades gestoras, se estimuló la competencia a través de la publicidad de las comisiones y de las rentabilidades aplicadas por algunas entidades en operaciones al por menor. Se amplió, asimismo, el número de entidades gestoras mediante la figura de las entidades de capacidad restringida. Finalmente, en fecha reciente, se han introducido medidas para evitar que la eventual situación concursal de una

entidad financiera pueda perturbar su actuación como entidad gestora.

LA ESTABILIDAD EN LOS OBJETIVOS DE FINANCIACION DEL TESORO

Durante los últimos años el Tesoro ha procurado orientar su política de financiación de acuerdo con ciertos objetivos básicos, que cabe resumir así:

1) Adaptarse a la prohibición absoluta de financiación del Banco de España, consagrada en el artículo 104 del Tratado de la Unión Europea.

2) Mejorar la estructura de vencimientos de la deuda, alargando gradualmente su vida media y, por consiguiente, evitando su excesiva concentración en el corto plazo.

3) Evitar, no obstante, una consolidación excesiva y prematura de los plazos de emisión, que hubiera impedido al Estado beneficiarse de los descensos en los tipos de interés producidos con posterioridad (por ejemplo, a lo largo de 1993).

4) Favorecer, en la medida de sus posibilidades, una reducción gradual y monótona de los tipos de interés a largo plazo, sin «dientes de sierra», de manera que no se produzcan inesperadas minusvalías para los inversores en deuda a largo plazo (por ejemplo, fondos de inversión) y exista siempre suficiente demanda para las emisiones del Tesoro a largo plazo.

Los objetivos enunciados han resultado, a veces, difíciles de conciliar entre sí (ejemplo recurrente de conflicto ha sido el existente entre el objetivo de alargar la vida media de la deuda y el de evitar una consolidación de tipos de interés a largo plazo excesivamente elevados); en ocasiones, debido en gran medida a la creciente internacionalización de los mercados y al consiguiente influjo de las tendencias en los mercados financieros internacionales y en el mercado de divisas, algunos objetivos han quedado reducidos a piadosos deseos del Tesoro, incompatibles con el derrotero que tomaban los mercados financieros.

De esta exposición telegráfica e incompleta de cambios puede, sin embargo, deducirse que en los últimos años el mercado de la deuda pública ha experimentado profundas mejoras organizativas, al tiempo que reflejaba los avatares de la economía española y de los mercados financieros internacionales.

El mercado español de la deuda pública ha sido, pues, rememorando al filósofo griego, una especie de río cuyas aguas estaban en permanente cambio: poco tiene que ver su situación actual con la de hace una década. Pero, por muchos esfuerzos que todos hagamos por mejorar las aguas del río, resulta también preciso que el Estado, acometiendo un riguroso programa plurianual de reducción del déficit presupuestario, evite al Tesoro tener que bajar a bañarse tan a menudo.