LA POLITICA DE DEUDA EN 1994

Ignacio Ezquiaga Inmaculada Gómez

INTRODUCCION

La inestabilidad que ha dominado los mercados internacionales de deuda durante el presente año -y con especial virulencia a los «periféricos», como el español—, y la convivencia de este panorama, por primera vez en 1994, con un nuevo marco de relaciones del Tesoro con el banco central, en lo que a prohibición de financiación monetaria y/o privilegiada del déficit público se refiere, hace relevante efectuar un breve análisis de las alternativas a que está recurriendo el Tesoro para cubrir la financiación de su necesidad de endeudamiento en el presente ejercicio. Hasta el pasado año, la única limitación legal a la financiación del Tesoro a través del recurso al Banco de España venía establecida en la Ley 4/1990, de Presupuestos Generales del Estado para dicho año, que estableció la prohibición de que el recurso del Tesoro al Banco de España a 31 de diciembre superara el registrado a final de 1989, es decir, 1.156 m.m. de pesetas.

Dicha limitación sólo se hacía específicamente efectiva a final de cada año, lo que permitía acceder a recursos del Banco de España a lo largo del año. Ello permitía al Tesoro disponer de un cómodo y privilegiado colchón para sobrevolar situaciones delicadas en los mercados financieros, que pudieran hacer peligrar la cobertura de sus vencimientos de deuda o de sus necesidades de endeudamiento. Esta situación era incompatible con la necesaria autonomía del Banco de España y con la regla subyacente en el Tratado de Maastricht de no bail-out. Así, las autoridades, conscientes de ello, introdujeron una regla más estricta desde 1994: ningún pasivo frente al Banco de España adicional a los 1.917 m.m. de crédito singular consolidado al final de 1993, en ningún momento del ejercicio.

LAS CAUTELAS DE 1993

Durante 1993, el Tesoro, previendo el cambio radical que supondría en su política de deuda el no disponer de esta «holgura de financiación moneta-

ria de su endeudamiento», efectuó, en el propicio contexto de descensos de tipos del pasado año, una política de emisión que le permitiera iniciar 1994 habiendo acumulado un margen positivo razonable en el Banco de España. El acceso a los mercados de deuda pública en 1993 —con una emisión neta de 6,1 billones, superior a su necesidad de endeudamiento— le permitió acumular una posición acreedora en el Banco de España, que, unida al crédito singular consolidado a final de 1993, le ha conducido a iniciar el año con un margen financiero disponible elevado de 3.201 m.m. Junto a este elemento positivo para abordar la «nueva era» de ortodoxia en la financiación del Tesoro, se sumó la articulación en el verano de una línea de 5.000 millones de ecus (unos 800 m.m. de pesetas).

Todas las precauciones de 1993 han resultado pocas. En 1994, las necesidades de endeudamiento neto, según la previsión oficial de los Presupuestos, ascienden a 4.031 m.m., aunque son algo más elevadas según nuestras estimaciones, en torno a unos 4.325 m.m. Por su parte, los vencimientos brutos de deuda para el presente año se elevan a 11.005,9 m.m., frente a 11.557,9, que vencieron en 1993. Ello supone que si en el transcurso de este ejercicio el Tesoro guisiera mantener intacto el margen financiero que acumuló en 1993, y no recurrir a la utilización de las líneas alternativas abiertas a la financiación a la deuda en pesetas, habría sido necesaria una emisión bruta de 15 billones de deuda en pesetas. La dinámica de ascenso de las rentabilidades que se ha producido desde prácticamente el inicio del año, ha imposibilitado la continuación de la política de financiación del Tesoro en 1993, y ha requerido no sólo recurrir a las líneas de financiación que preparó el Tesoro en 1993 —margen en el Banco de España y línea de crédito multidivisa—, sino articular en el presente año otros instrumentos.

LA FINANCIACION EN 1994 -

En lo transcurrido de 1994, el balance de la emisión neta de deuda en pesetas está siendo clara-

mente negativo: frente a unos vencimientos efectivos hasta julio de 6.247,7 m.m., la emisión bruta sólo ha ascendido a unos 6.355,4 m.m., con lo que la financiación neta de deuda en pesetas ha ascendido únicamente a 100 m.m. Han sido, de una parte, la utilización del margen acumulado por el Tesoro en el Banco de España -- en 1.736,8 m.m. según cifras oficiales hasta junio- y, de otra, en menor medida, la realización de emisiones de deuda en divisas (144 m.m. del contravalor en pesetas de eurofrancos, en junio, y unos 190 m.m. de euroyenes, en julio y la utilización de unos 190 m.m. de la línea de crédito en ecus) las vías que le han permitido al Tesoro cubrir su necesidad de endeudamiento. Dada la atonía de los mercados de deuda, incluso la simple renovación de los vencimientos de deuda está revelándose complicada. Ello ha impulsado al Tesoro a reanudar las emisiones de letras a seis meses, rompiendo transitoriamente la tendencia, conseguida en los últimos años, de alargamiento de la vida media de su deuda.

MALOS TIEMPOS, VIEJOS INSTRUMENTOS

Nuestra proyección de la situación financiera del

Tesoro para lo que queda de año tiene en cuenta que las necesidades de endeudamiento se elevarán a unos 2,55 billones de pesetas a partir de agosto, que quedan pendientes unos vencimientos de 4,76 billones a partir de ese mes, y que el margen del Tesoro en el Banco de España disponible a esta fecha (en torno a 2 billones a inicios de agosto) es escaso para cubrir la necesidad de endeudamiento del Tesoro, lo que pone de manifiesto una situación delicada, en la que aquél precisará renovar prácticamente todo lo pendiente de amortización.

En este contexto, el Tesoro está realizando una estrategia de diversificación de sus líneas de financiación, cuando menos, oportuna. En primer lugar, en julio ha contratado una línea de papel comercial, con un límite máximo de 2.000 millones de dólares (unos 260 m.m. de pesetas) y con un período de vigencia de diez años y, asimismo en septiembre ha concertado una segunda línea de crédito por 6.000 millones de ecus por un período de cinco años. Más novedosa —por cuanto introduce, después de muchos años, otra vez la figura crediticia en el endeudamiento público— fue la convocatoria, para el 2 de agosto, de una subasta de préstamo a tres años por importe de 500 m.m. de pesetas, amortizables en agosto de 1997, a la que podían acudir

CUADRO NUM. 1
VARIACIONES NETAS MENSUALES Y ACUMULADAS DE LOS PRINCIPALES PASIVOS FINANCIEROS
DEL ESTADO EN 1994 (Según efectivos en m.m.)

						-					Promemoria	
	Deuda en pesetas a corto plazo			Deuda en pesetas a medio y largo plazo					Emisión bruta moneda extranjera			
	Letras a 1 año	Letras a 6 meses	Letras a 3 meses	Total	Bonos	Oblig.	Total	Total deuda en ptas.	Cuenta del Estado en el B.E. (*)	Deuda en divisas	Créditos en ecus	Total
Enero	- 467,5	_	_	- 467,5	583,5	371,2	954,7	487,2	238,0	_	_	_
Febrero	-257.0	_	_	-257,0	369,1	678,2	1.047,3	790,3	994,6	_	_	-
Marzo	-57,8	_	_	-57,8	-807,0	-112,7	-919,7	-977,5	-1.853,8	_	_	_
Abril	-257,2	_	_	-257,2	-7,1	_	-7,1	-264,3	-270,2	_	_	_
Mayo	217,8		_	217,8	21,9	4,0	26,0	243,7	-411,0	_	39,6	39,6
Junio	-263,6	_	_	-263,6	84,9	_	84,9	-178,6	-434,4	144,0		144,0
Julio (**)	- 489,9	914,4	_	424,5	- 416,3	3,8	- 412,6	11,9	600,0	190,0	158,0	348,0
Agosto	- 912,5	_	_	- 912,5	- 139,2	- 245,0	- 384,2	- 1.296,7	_			
Septiembre	-1.013,8	-	_	-1.013,8	-0,5	_	-0,5	-1.014,3	_			
Octubre	-961,2	_	_	-961,2	-0,4	_	-0,4	-961,6	_			
Noviembre	-826,0	_	_	-826,0	-0,9	_	-0,9	-826,9	_			
Diciembre	- 652,2	_	_	- 652,2	- 11,5	_	- 11,5	- 663,7	_			
ENE-JUL (1)	- 1.575,2	914,4		- 660,8	- 171,0	944,5	773,5	112,7	- 1.136,8	334,0	197,6	531,6
Vencimientos												
AGO-DIC (2)	-4.365,8	0,0	0,0	-4.365,8	- 152,5	- 245,0	-397,5	-4.763,3	_			
1993 (1 + 2) (***).	- 5.941,0	914,4	0,0	- 5.026,6	- 323,5	699,5	376,0	- 4.650,6	- 1.136,8			

^(*) Un signo (+) significa aumento posición acreedora del Tesoro en el B.E.

^(**) En julio incluimos la hipótesis de renovación del 100 por 100 vencimientos de letras a un año.

^(***) Emisión bruta en lo que resta de año necesaria para cubrir los vencimientos del conjunto del ejercicio.

Nota: Estimamos el margen financiero en el Banco de España a final de julio en 2,0 billones, teniendo en cuenta su valor de 3,2 billones en diciembre de 1993 y la utilización en los siete primeros meses de 1994 en 1,14 billones.

Fuente: Analistas Financieros Internacionales (AFI).

las cajas, los bancos y las compañías aseguradoras. Dicha subasta se instrumentó en dos tramos: a tipo variable el primero (con peticiones un día previo, el día 1 de agosto) y a tipo fijo el segundo (con peticiones el mismo día de la resolución). Las peticiones mínimas ascendían a 100 millones de pesetas, siendo al día siguiente de su resolución la formalización y desembolso de las subastas.

El tramo de préstamo a interés variable (pagadero semestralmente) estaba referenciado al tipo
medio de liquidación para FRA a seis meses, que
gestiona y publica el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, consistiendo las subastas en pujas
con diferenciales positivos o negativos respecto a
dicha referencia. Esta referencia se obtiene por el
Servicio como media de la cotización comprometida
de diez entidades para depósitos interbancarios en
cada plazo, y sirve de referencia para todos los FRA
liquidados y compensados a través del Servicio
Telefónico.

En nuestra opinión, el impacto de este préstamo fue favorable para los mercados y para la financiación pública. En primer lugar, porque conectaba perfectamente con las aspiraciones de las entidades de crédito que veían atractivos los tipos, pero que no se decidían a adquirir carteras de renta fija por temor al riesgo de minusvalías latentes que la contabilidad existente obligaba a provisionar.

La regulación contable de las entidades de crédito existente hasta el 27 de septiembre desencadenó, efectivamente, una gran presión negativa sobre el mercado de valores: procesos de afloración de plusvalías latentes acumuladas mediante ventas de carteras históricas y decisiones vendedoras de valores con pérdidas, marcadas por el temor, a corto plazo, de eventuales efectos adicionales de las minusvalías dotadas de las carteras sobre la cuenta de resultados o sobre los recursos propios. Esta negativa respuesta ha neutralizado, durante la crisis, el desarrollo de estrategias basadas en el aprovechamiento de la intensa pendiente de la curva: en una crisis de los mercados de bonos, cuando el riesgo de minusvalía es elevado a corto plazo y la curva adquiere pendiente positiva, las entidades de crédito deberían jugar un papel amortiguador, al poder financiar sus posiciones en valores a medio o largo plazo en el extremo corto de la curva, con expectativas de beneficio.

La no contemplación por la circular 4/91 de una cartera sin riesgo de mercado, con valores mantenidos hasta vencimiento, y financiada con pasivos permanentes y de coste fijo —la que la directiva comunitaria correspondiente llama la cartera de inmovilizaciones financieras— impedía, por sus efectos en la actitud de las entidades, el ejercicio de esta función hasta que desaparecieran los peligros de corto plazo.

En segundo lugar, dicha operación crediticia ofre-

CUADRO NUM. 2

PROYECCION SITUACION FINANCIERA DEL TESORO EN 1994 (Billones de pesetas)

	Agosto-diciembre			
	H1	H2		
Necesidad endeudamiento Estado	2,55 4,76	2,55 4,76		
Consumo de margen financiero en B.E	2,00 1,02 0,50	0,00 1,02 0,50		
Necesidad emisión bruta pese- tas Necesidad emisión neta pese-	3,79	5,79		
tas	-0,97	1,03		

Nota: H1 supone consumo de la totalidad del margen del Tesoro en el Banco de España estimado a inicios de agosto en 2,0 billones.

Fuente: AFI.

cía unos rendimientos a las entidades prestamistas exentos de retención fiscal, lo que incorporaba un atractivo adicional respecto a los bonos de plazo similar. En definitiva, el préstamo fue una figura adecuada como respuesta a la situación creada por la crisis de la deuda en un mercado como el español, aquejado de una débil demanda finalista interior, en el que la demanda de las entidades de crédito es básica.

Un elemento negativo de dichos préstamos, desde el punto de vista de las entidades financieras, era su no negociabilidad. No obstante, este inconveniente podía ser subsanado por la posibilidad de efectuar transferencias de activos o cesiones por la vía de la figura de las «participaciones», que pueden ser aceptadas por reconocimiento expreso del Tesoro. En definitiva, consideramos que esta figura, además de permitir un desahogo financiero al Tesoro, presentó la gran virtud de permitir canalizar liquidez del sistema financiero a través de una vía que no suponía, en un contexto de alta volatilidad en los mercados, un riesgo de deterioro directo de sus cuentas resultados.

El préstamo a tres años se configuró así como la alternativa del Tesoro ante la falta de adecuación de la circular 4/91 a la inexistencia de una cartera de inmovilizaciones financieras. Se trata de una vía que ha sido utilizada también por varias comunidades autónomas en los últimos meses. Sin embargo, el resultado de la subasta fue más negativo de lo que cabía esperar. Por una parte, las peticiones manifestaron preferencia por el tramo variable, en lugar del tramo fijo, que era el que considerábamos se podía ver beneficiado por la no contemplación en la regulación contable entonces existente de una cartera de deuda a vencimiento.

En segundo lugar, las peticiones fueron escasamente conservadoras dado que en el tramo variable la mayor parte de las peticiones contenía primas positivas sobre el tipo de liquidación de los FRAS y en el tramo fijo se exigieron niveles superiores al secundario.

El contexto que propició la convocatoria de estos préstamos, ha llevado al Banco de España a proponer finalmente en septiembre una relativamente equilibrada reforma de la normativa sobre contabili-

zación de la cartera de deuda, a la que se refiere específicamente otro artículo de este volumen. En definitiva, puede decirse que el Tesoro ha hecho un importante esfuerzo de aceptación de las cada vez más duras condiciones de los mercados, al tiempo que ha hecho hincapié —en un contexto de alto riesgo de precio para los inversores— en fórmulas de financiación crediticias, frente a la emisión de valores. Además, en ésta ha acortado sustancialmente los plazos. Malos tiempos, viejos instrumentos.