

# LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA: NOVEDADES Y PERSPECTIVAS

Ignacio Ezquiaga  
Inmaculada Gómez

## INTRODUCCION

Las necesidades de financiación de las administraciones públicas españolas han experimentado una evolución muy cambiante desde el año 1976, pero bajo una misma característica: un peso creciente de la deuda pública en la economía. El endeudamiento público se encontraba en una situación de práctico equilibrio a mediados de los años setenta, coincidiendo con el final de un ciclo de crecimiento económico. A partir de entonces, las condiciones adversas del ciclo y el carácter expansivo que, en aquel momento de transición democrática y explosión social, adoptó la política fiscal determinaron un deterioro muy considerable de las cuentas públicas, que alcanzó su máximo en 1985, año en el que este desequilibrio llegó a representar un 7,0 por 100 del PIB. A partir de esa fecha, el apoyo favorable del ciclo económico expansivo permitió reducir el endeudamiento público hasta un 2,8 por 100 del PIB en 1989. Se perdió en ese período una oportunidad histórica para alcanzar un mayor grado de saneamiento financiero en años de crecimiento económico: la política fiscal adoptó un signo netamente expansivo entre 1988 y 1989.

Tras el agotamiento de este ciclo de crecimiento, se ha apreciado de nuevo una ampliación sustancial del déficit de las administraciones públicas —en esta última etapa con un significativo peso de las administraciones territoriales—, de forma que éste ha llegado a representar un 7,3 por 100 del PIB en 1993. Este deterioro ha estado justificado principalmente por el efecto automático sobre ingresos y gastos de las condiciones del ciclo, puesto que el impulso fiscal —a diferencia de lo que sucedió en la crisis económica de final de los setenta— está siendo profundamente restrictivo. Es decir, el deterioro de las finanzas públicas a que están conduciendo los estabilizadores automáticos, en este contexto recesivo, es tan importante que la normalización de la situación fiscal está exigiendo a las administraciones orientaciones contractivas en el componente estructural de sus políticas fiscales.

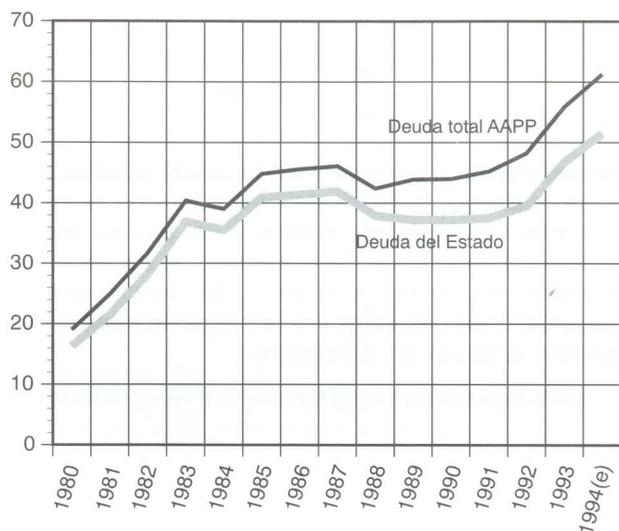
En este contexto, el saldo vivo de la deuda pública —que comprende aquí la del Estado, los orga-

nismos de la Administración central, la seguridad social y las administraciones autonómicas y locales— ha pasado de significar un 19 por 100 del PIB en 1976, a alcanzar un 44,8 por 100 en 1985, y un 55,9 por 100 en 1993. El crecimiento de esta *ratio* se estabilizó entre 1985 y 1989 (en torno al 44 por 100) en paralelo a un avance importante en la reducción del déficit —y, en concreto, en el déficit primario (sin intereses de la deuda), que estuvo reduciéndose sistemáticamente entre 1982 y 1989— y al fuerte crecimiento real del PIB. A partir de ese año, de nuevo el saldo vivo de la deuda pública ha experimentado un ascenso por el que ha llegado a situarse en un 55,9 por 100 del PIB en 1993 —para 1994, la previsión de AFI es que alcance el 61,7 por 100—, proceso que ha ido parejo a un ascenso del déficit primario, en un contexto de crecimiento económico real sensiblemente inferior al nivel de los tipos de interés reales, en el que se explica el crecimiento del saldo vivo de deuda por la autoalimentación de la carga financiera.

El objetivo de este trabajo es adentrarse en los aspectos más relevantes que han surgido desde 1990 en la evolución de la deuda pública y en sus cada vez más importantes mercados (\*). Entre estos aspectos, se incluyen tanto los que se derivan del análisis macroeconómico de la política fiscal como aquellos otros propios de un análisis institucional y estructural del mercado de deuda pública, dedicando especial atención a la deuda autonómica.

La deuda pública ha adquirido una importancia tan elevada en España que deben vigilarse al menos tres aspectos fundamentales. En primer lugar, las autoridades deben tratar de evitar la alimentación de un proceso de crecimiento explosivo de la deuda sobre el PIB; para ello, en períodos recesivos en los que el nivel de los tipos de interés reales es superior al crecimiento real de la economía, debe reducirse enérgicamente el déficit primario (sin intereses): de acuerdo con nuestro análisis, ello sólo es posible hoy recortando el déficit estructural. En segundo lugar, deben atenderse las consecuencias del proceso de refinanciación de la deuda viva y de captación de nuevos recursos para cubrir la necesidad de cada ejercicio. Debe tenerse

**GRAFICO 1**  
**EVOLUCION DEL SALDO DE DEUDA PUBLICA**  
**SOBRE PIB**  
**(En porcentajes)**

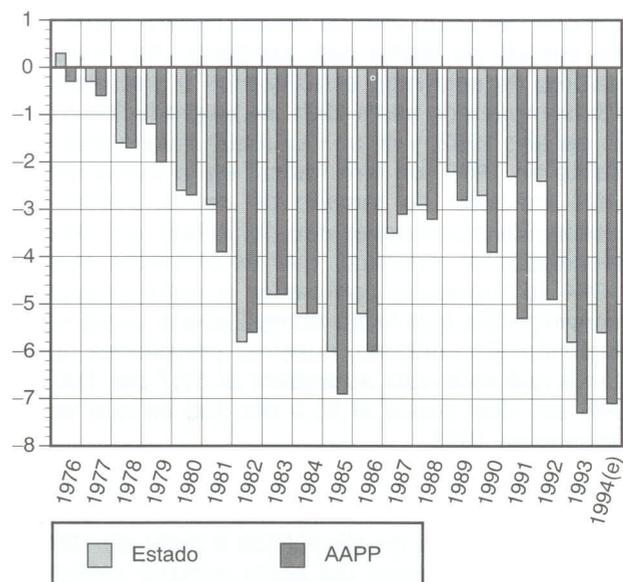


Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España, Boletín de Información Estadística del Sector Público y estimación propia.

en cuenta el efecto desplazamiento del sector privado que implica este proceso —lo que exige una reflexión sobre el papel explicativo que podría tener la percepción por los mercados de una política fiscal acomodaticia en el elevado diferencial de tipos a largo plazo de la deuda española respecto de la alemana—, pero también el riesgo que implica. En los últimos años, el Tesoro ha aumentado fuertemente el plazo medio de la deuda viva. Tratándose de un prestatario con un horizonte temporal de muy largo plazo —los rendimientos de las inversiones que realiza, y que en gran parte justifican los déficit, maduran con generaciones posteriores—, este alargamiento debe ser saludado como positivo. Sin embargo, aunque se han alcanzado los 3,3 años de vida residual para la deuda viva, frente al apenas un año de 1990, son precisos todavía esfuerzos adicionales en este sentido.

También es necesario atender a un tercer aspecto relevante: que el peso de la financiación externa esté más equilibrado respecto de la interna, sin romper la dinámica de alargamiento del plazo, que tanto han favorecido los no residentes. Ello exige el desarrollo de un fuerte componente de ahorro interno orientado no a corto plazo, como ha sucedido en el pasado, sino a medio y largo plazo: los fondos de pensiones y los seguros a largo plazo deben ser primados fiscalmente. Por su parte, los fondos de inversión y de pensiones deberían seguir profesionalizando su gestión, y recibir un tratamiento fiscal similar al de los no residentes con la devolución automática de retenciones sobre los rendimientos de sus activos, con el fin de incentivar, en la medida de lo posible, su

**GRAFICO 2**  
**NECESIDAD DEL ENDEUDAMIENTO**  
**(En porcentaje del PIB)**  
**(Criterio de Contabilidad Nacional)**



Fuente: Cuentas financieras de la Economía Española.

decanación por la inversión a largo plazo. La cobertura por los no residentes de prácticamente la mitad del saldo de deuda a medio y largo plazo no es necesariamente un factor de inestabilidad por sí mismo, pero puede imprimir una volatilidad excesiva en un mercado tan poco equilibrado por un componente de inversión final a largo plazo, y en el que las entidades de crédito juegan un papel asimétrico como consecuencia de la valoración contable de sus carteras. En todo caso, sigue siendo crucial que el Tesoro mantenga entre sus objetivos el desarrollo del mercado secundario, para lo que todavía serán necesarios pasos adicionales en el desarrollo del primario. Ello debe afectar de lleno a la deuda autonómica, como afectó en el pasado a la del Estado. Finalmente, deben entenderse los diferenciales de interés a largo plazo frente a las divisas más estables del SME como un indicador de credibilidad y coherencia de las políticas económicas, que afecta directamente a la carga financiera relativa de la deuda, pero indirectamente al conjunto de la economía.

## I. EL DEFICIT PUBLICO Y LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El espectacular aumento del déficit público durante el año 1993 —consecuencia de la afluencia de déficit no formalizados años anteriores en el Estado y de la respuesta pública a la coyuntura— sitúa el tamaño de la deuda pública en España en un nivel

delicado al ponerlo en el umbral del 60 por 100 sobre el PIB, que la Comisión Europea califica como «insostenible» y que forma parte de los requisitos para la incorporación a la Unión Europea exigidos por el Tratado de Maastricht. En este sentido, es ilustrativo destacar dos cuestiones. Por una parte, *el tamaño del saldo vivo de deuda pública sobre PIB ha crecido de forma casi explosiva*. Así, frente a valores de esta *ratio* estabilizados o creciendo de forma moderada hasta 1991, se ha producido a partir del año 1992, y de un modo aún mucho más evidente en 1993, un giro radical en la evolución de este indicador de tamaño de deuda pública. El desequilibrio presupuestario del Estado en 1993 ha alcanzado tal magnitud, que es previsible que en 1994 se sobrepase con creces el único criterio de convergencia que hasta ahora España venía satisfaciendo. En concreto, nuestras previsiones apuntan a que *esta ratio ascenderá al 61,7 por 100 del PIB en 1994* desde el 55,9 por 100 en que se ha situado en 1993.

La segunda cuestión destacable —relacionada con la anterior, en tanto que explica la raíz de este crecimiento de la deuda pública a partir de 1989— es *el empeoramiento del saldo primario (déficit de caja sin intereses)*. La aritmética de la sostenibilidad de la deuda pública —entendida en el sentido de que la relación deuda pública/PIB no alcance un perfil explosivo— tiene tras de sí un fundamento: en los períodos con crecimiento real de la economía inferior al nivel de los tipos de interés reales vigen-

tes en el mercado, los gobiernos deben generar superávits primarios de magnitud suficiente para compensar los efectos sobre el déficit total de la autoalimentación de cargas financieras que provoca esta situación. Esta argumentación queda plasmada en la siguiente expresión:

$$\frac{dB}{dt} = -S + iB$$

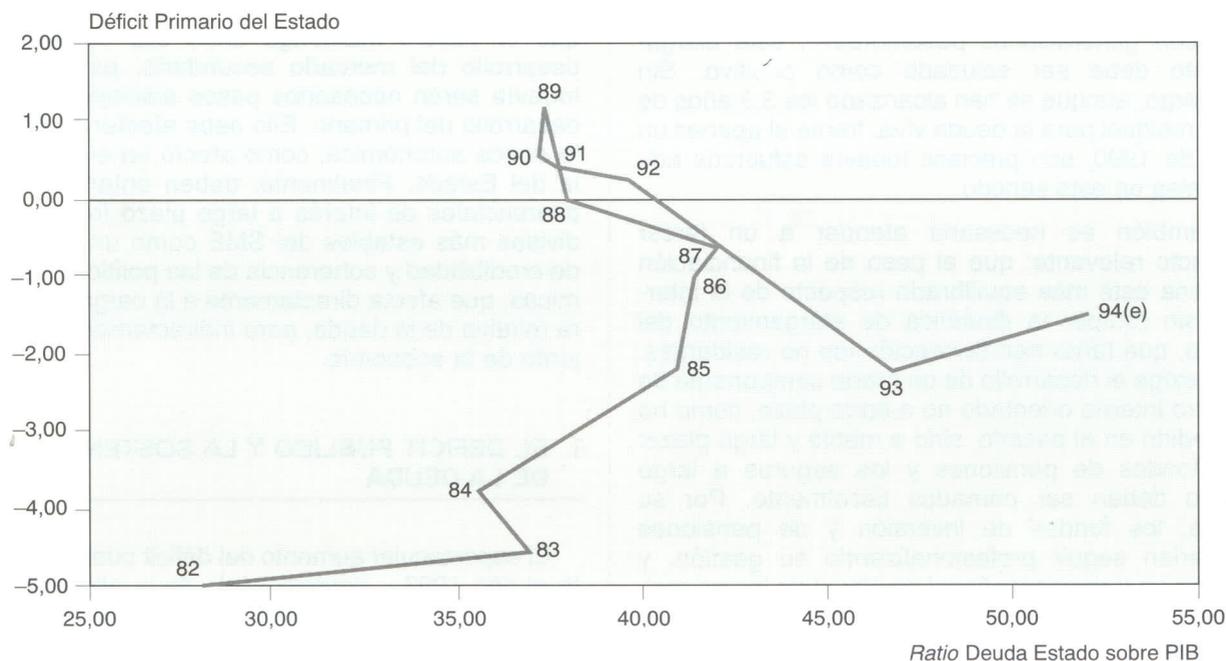
denominando *B* al saldo vivo de deuda pública, *S* al saldo primario, o déficit de caja deducida la carga financiera de la deuda pública, e *i* al tipo de interés nominal. La variación del saldo vivo de deuda en un ejercicio equivaldría a la suma del déficit primario (cuando *S* es negativo) y a la carga de interés que genere la deuda en circulación.

Esta expresión, en términos de PIB, quedaría:

$$\frac{db}{dt} = -S + (r - y)b$$

donde *b* y *S* denotan, respectivamente, los saldos vivos de deuda y déficit primarios en términos de PIB, mientras que *r* e *y* refieren de forma respectiva al tipo de interés real y al crecimiento real de la economía. Esta expresión indica que en un ejercicio económico en el que la economía esté creciendo a tasas inferiores al tipo de interés real —como en el contexto actual—, la estabilización del tamaño de la

GRAFICO 3  
RATIO DE DEUDA PUBLICA Y DEFICIT PRIMARIO  
(Porcentajes sobre PIB)



deuda pública en términos de PIB debería provenir de la disciplina presupuestaria, que debe ser de magnitud suficiente para generar superávit primarios que compensen el efecto perverso de autoalimentación de la carga financiera. La aritmética que rige la evolución de la *ratio* de la deuda pública sobre el PIB exige, así, para que éste se mantenga estabilizado en períodos en que su coste financiero en términos reales crezca a mayor ritmo que la economía, el que las administraciones impongan la disciplina presupuestaria suficiente que compense el efecto anterior. Sin embargo, tal requerimiento ha sido imposible de conseguir en el actual escenario recesivo, habiendo sido 1993 el año en el que el cambio de tendencia —iniciado en 1990— en el empeoramiento del déficit primario ha sido más pronunciado. Una cuestión interesante es la identificación de los elementos que han determinado la evolución de los déficit primarios, cuya disciplina —como hemos señalado— es básica para determinar la evolución del tamaño de la deuda pública.

En el cuadro núm. 1, se puede observar el carácter estable y sostenible que ofrecía nuestra deuda pública en los años de crecimiento económico —entre 1986 y 1990—, en los que el avance en el rigor presupuestario —más debido a elementos coyunturales ligados al ciclo y no tanto a esfuerzos estructurales, como veremos después— permitió que retrocediera el tamaño de nuestra deuda pública en términos de PIB, evidencia de que los superávit primarios generados fueron de tamaño suficiente como para que la deuda pública no creciera. Sin embargo, a partir de que el ciclo económico comenzó en 1990 a actuar en sentido contrario, retrocediéndose en el avance conseguido hasta entonces de generación de superávit sin intereses, la sostenibilidad de esta relación comenzó a deteriorarse, presentando en la actualidad un carácter preocupante. Ello es así debido a que la actual situación recesiva no permite avanzar lo suficiente en el rigor presupuestario para compensar la auto-alimentación de carga financiera que ocasiona un crecimiento económico inferior al tipo de interés real. Llamar la aten-

ción sobre esta cuestión nos parece relevante, en tanto que hace reflexionar sobre el futuro de la financiación de nuestro déficit público. Así, es bastante coherente pensar que los mercados comiencen a exigir a los activos españoles una prima de rentabilidad para compensar el riesgo que genera esta situación de la deuda sobre PIB, que pasará en 1994 a rebasar el límite de uno de los factores de sostenibilidad marcado por la Comisión Europea.

Como se ha señalado aquí, *la causa que ha determinado la desestabilización del tamaño de la deuda pública en 1993 ha sido la ampliación que ha registrado el déficit del Estado*. En el pasado año, la necesidad de financiación del conjunto de las administraciones públicas se elevó a un 7,3 por 100 del PIB —del que el Estado absorbió 5,8 puntos—, lo que supuso un aumento considerable de casi tres puntos en términos de PIB respecto al déficit de 1992 con criterio de contabilidad nacional. Aunque los Presupuestos Generales del Estado para 1993, aprobados inicialmente por el Parlamento, mostraban un aparente carácter restrictivo, la ejecución final del año ha distado mucho de ajustarse a dicho Presupuesto inicial: éste se ha cerrado con una cifra de déficit de caja de 3,78 billones, que en relación al PIB ha representado un 6,2 por 100, con la consiguiente desviación al alza de 2,34 billones respecto al Presupuesto inicial y con un incremento de 1,9 billones en relación a la ejecución de 1992. Esta desviación ha sido explicada por los efectos desfavorables del ciclo, pero también —y ello es sumamente importante— por la regularización este año de gastos de ejercicios anteriores no contabilizados hasta 1993. El efecto desequilibrador que sobre las finanzas públicas ha tenido el ciclo ha sido tan importante que el leve carácter contractivo que en 1993 ofreció la actuación discrecional de la política fiscal apenas pudo moderar la desestabilización, sin precedentes, del déficit final observado, lo que, con sus consecuentes implicaciones sobre el déficit primario, ha supuesto un crecimiento explosivo del tamaño de nuestra deuda pública.

CUADRO NUM. 1  
SALDO VIVO DE DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS  
(Miles de millones de pesetas)

	Total	Estado	Administraciones territoriales	Comunidades autónomas	Corporaciones locales	Total: Porcentaje PIB
1986 .....	14.780,2	13.371,3	1.412,4	422,9	989,4	45,7
1987 .....	16.644,5	15.158,7	1.599,5	473,1	1.126,4	46,1
1988 .....	17.014,2	15.213,2	1.888,0	507,5	1.380,5	42,4
1989 .....	19.753,4	16.770,6	3.089,1	730,3	2.358,7	43,9
1990 .....	22.066,8	18.666,7	3.357,4	1.058,0	2.299,4	44,0
1991 .....	24.768,1	20.584,1	4.137,1	1.629,5	2.507,6	45,2
1992 .....	28.359,1	23.262,2	4.917,9	2.306,4	2.611,5	48,2
1993 .....	34.056,7	28.461,6	5.595,1	2.773,6	2.821,5	55,9
1994 (e) .....	39.290,1	33.062,6	6.227,5	3.279,5	2.948,0	61,7

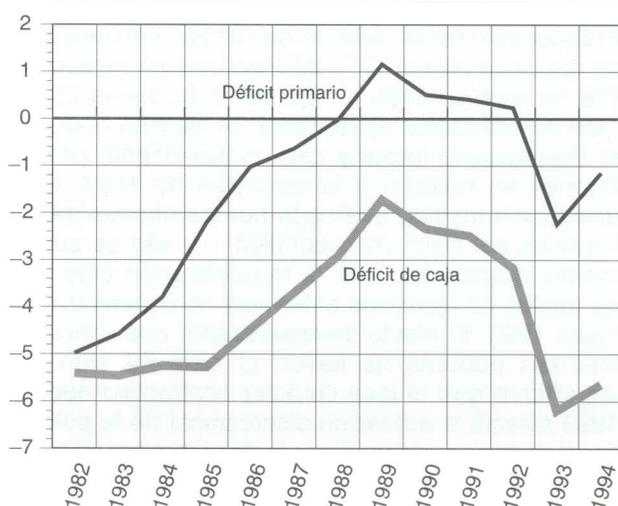
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y estimación propia.

Como se ha señalado, es importante destacar, no obstante, que una parte considerable de este desbordamiento del déficit de caja se ha debido a la regularización que se ha producido en 1993 de créditos del trienio 1990-92, realizados pero no contabilizados en dichos presupuestos. En la práctica presupuestaria española ha sido normal la adopción de una política laxa, según la cual, por la vía de las modificaciones presupuestarias, se han producido desviaciones importantes respecto a los créditos inicialmente aprobados. Ante el desbordamiento de gasto público que se venía produciendo por este camino, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990 incluyó, en su artículo 10, una limitación a estas modificaciones presupuestarias, que se ha mantenido en las siguientes leyes de Presupuestos y que en la práctica ha supuesto una limitación del gasto contabilizado, pero no del efectiva-

mente realizado, lo que ha dado lugar desde 1990 a una acumulación de gastos realizados no aplicados a Presupuesto.

El saneamiento de esta situación se ha producido, finalmente, en 1993 mediante la aprobación del Real Decreto-Ley de 16 de octubre de 1993, que ha derogado el límite a las modificaciones presupuestarias. Ello ha permitido la afloración de un volumen de gasto de 870.000 millones, imputable a ejercicios anteriores a 1993. Asimismo, ha permitido modificaciones en el presente ejercicio presupuestario. Esta decisión del Gobierno, que ha contribuido a clarificar las cuentas públicas, ha tenido un carácter excepcional, puesto que de nuevo la Ley de Presupuestos del Estado para 1994 mantiene el límite a las modificaciones presupuestarias, siendo el único margen de desviación permitido el 3 por 100 de los créditos inicialmente aprobados, con el requerimiento de que dicha modificación revista las formas exclusivas de créditos extraordinarios o suplementos de créditos, precisamente las modificaciones presupuestarias más difíciles de efectuar, en tanto que requieren la aprobación de las Cortes. En este sentido, es loable el objetivo que persigue tal precepto: que no se generen desviaciones importantes entre el déficit previsto y la liquidación definitiva. Su éxito, no obstante, dependerá de la no repetición de las actuaciones irregulares que en los años anteriores provocó esta limitación de las modificaciones presupuestarias.

**GRAFICO 4**  
**DEFICIT PRIMARIO Y DE CAJA DEL ESTADO**  
**(Porcentajes sobre PIB)**



### 1. Tendencias del déficit del Estado: metodología de estimación de impulsos fiscales

Dada la endogeneidad del déficit público respecto a la evolución cíclica de la economía, resulta difícil extraer señales directas sobre el carácter contractivo o expansivo de la política fiscal —que es lo que en definitiva debe sustentar la formación de expectativas respecto a la viabilidad del proceso de convergencia en criterios presupuestarios— a partir

**CUADRO NUM. 2**  
**NECESIDADES DE FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS**  
**(En porcentaje PIB)**

	1991		1992 (P)		1993 (A)		Prev. Gobierno 94
	m.m.	% PIB	m.m.	% PIB	m.m.	% PIB	
1. AA.PP. CENTRALES .....	-1.835,7	-3,4	-1.796,3	-3,1	-3.698,6	-6,1	-5,7
Estado .....	-1.331,3	-2,4	-1.417,4	-2,4	-3.552,0	-5,8	-5,2
Organismos de la adm. central y de la Seguridad Social .....	-504,4	-0,9	-378,9	-0,6	-146,6	-0,2	-0,5
2. AA.PP. TERRITORIALES .....	-874,2	-1,6	-810,6	-1,4	-729,3	-1,2	-0,7
Comunidades autónomas .....	-792,8	-1,4	-700,2	-1,2	-486,2	-0,8	-0,5
Corporaciones locales .....	-81,4	-0,1	-110,4	-0,2	-243,1	-0,4	-0,2
3. ADMINISTRACIONES PUBLICAS ....	-2.709,9	-4,9	-2.606,9	-4,4	-4.430,0	-7,3	-6,4

(P): Provisional; (A): Avance.

Fuente: IGAE, Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

de la simple observación del déficit. Por ello presentamos nuestra estimación respecto a la evolución del déficit estructural, que es el que resultaría de eliminar el componente cíclico del déficit observado. La construcción de estos indicadores es relevante, puesto que a través de la cifra de déficit público en sí misma no es posible extraer señales de orientación procíclica o anticíclica de la política fiscal, criterio que es fundamental para su impacto tanto sobre la demanda agregada como sobre la sostenibilidad del tamaño de la deuda pública.

Existen distintas metodologías para estimar el carácter de los impulsos fiscales (1). Todas comparten como objetivo el tratar de desagregar la parte de la evolución del déficit público que está explicada por fluctuaciones en el nivel de actividad económica, a fin de aislar aquella que se atribuye a actuaciones discrecionales de la política fiscal. El impulso fiscal, que se trataría de estimar, se definiría como el cambio que se observaría en el déficit público en el caso de que la producción interior bruta siempre se encontrara en su nivel potencial.

De las dos metodologías fundamentales (2), una agrupa los indicadores de la OCDE y la CE y otra utiliza el indicador del FMI. Ambas son aproximaciones distintas al problema común de corregir el déficit observado por el efecto del ciclo. Para ello, se basan en la cuantificación del componente cíclico a través de la estimación de la elasticidad de los gastos e ingresos públicos respecto a la desviación, o *gap*, entre el PIB observado y el PIB potencial. La diferencia entre las dos metodologías estriba en que mientras los indicadores de la OCDE y la CE requieren de la estimación de la elasticidad de cada partida de gasto e ingreso respecto del *output gap*, el indicador del FMI utiliza el supuesto de elasticidad unitaria de gastos e ingresos respecto a los niveles de *output* nominal potencial y observado, respectivamente.

El *indicador de la OCDE* (así como el de la CE) es más exhaustivo, en la medida en que estima las elasticidades específicas de cada una de las partidas presupuestarias; sin embargo, presenta por ello el inconveniente de su mayor complejidad. Obtiene el *saldo presupuestario ajustado* como la suma de todos los componentes presupuestarios ajustados por esta elasticidad. El valor de cada componente ajustado es la diferencia entre la partida original y su valor cíclico, donde este último es el producto de dicha partida por su elasticidad y por la brecha de *output gap*.

$$B_{i,t}^* = B_{i,t}(1 - \varepsilon_i \text{GAP}_t)$$

$$\text{GAP}_t = \frac{(Y_t^p - Y_t)}{Y_t^p}$$

donde

$$Y_t = \text{PIB Observado nominal}$$

$$Y_t^p = \text{PIB Potencial nominal}$$

$\varepsilon_i$  = Elasticidad respecto *output GAP* de la *i*-ésima partida presupuestaria.

El indicador que, sin embargo, se utiliza no es el nivel de este saldo cíclicamente ajustado, o nivel del déficit estructural, sino la variación del mismo, con lo que mide el impulso fiscal de la actuación discrecional del Presupuesto en cada año concreto. La *variación del saldo cíclicamente ajustado* en porcentaje del PIB se realiza:

$$\Delta b_t^* = \left[ \frac{(\sum_i B_{i,t}^*)}{Y_t} - \frac{(\sum_i B_{i,t-1}^*)}{Y_{t-1}} \right] \cdot 100$$

La segunda metodología, que es la que nosotros hemos aplicado aquí para el caso español, es la *del Fondo Monetario Internacional*. Su filosofía también consiste en estimar la variación del déficit ajustado del ciclo para cada año (o signo del impulso fiscal) como el saldo ajustado de ese año menos el saldo ajustado del año anterior. Esta metodología se basa en la construcción de un indicador de actuación discrecional de la política presupuestaria, o de orientación de la política fiscal, respecto de un año base. Dicha actuación discrecional de la política fiscal —a la que denominan efecto cíclico del Presupuesto (*ECP*)— se cuantifica como diferencia entre un saldo cíclicamente neutral (*SCN*) y el saldo presupuestario observado (*b*).

$$ECP_t = SCN_t - b_t$$

Dicho saldo cíclico neutral (*SCN*) se definiría como el saldo presupuestario que existiría si en cada año los ingresos fueran los del año base, incrementados en proporción al crecimiento desde dicho año del PIB nominal observado, y los gastos fueran también los del año de referencia, incrementados en proporción al

$$SCN_t = IT_0 \frac{Y_t}{Y_0} - GT_0 \frac{Y_t^p}{Y_0^p}$$

donde *IT* y *GT* representan, respectivamente, los ingresos y gastos públicos en porcentaje del PIB.

La diferencia de este saldo cíclico neutral y el saldo presupuestario observado —lo que el FMI califica como efecto cíclico del Presupuesto, a nuestros efectos, evolución del déficit estructural desde el año base— proporciona una idea de la orientación de la política fiscal.

$$ECP_t = \left[ IT_0 \frac{Y_t}{Y_0} - IT_t \right] - \left[ GT_0 \frac{Y_t^p}{Y_0^p} - GT_t \right]$$

Así, si los ingresos hubieran crecido en el período  $(0, t)$  — $0$  es el año base— más que proporcionalmente respecto a lo que determinaría la neutralidad fiscal, dada por un crecimiento de éstos exactamente equivalente al del aumento del PIB nominal, el presupuesto de ingresos habría ofrecido un carácter contractivo, por su parte, el presupuesto de gastos tendría también un carácter contractivo si éste hubiese crecido desde el año base menos que proporcionalmente que el PIB potencial nominal. Así, los presupuestos de ingresos y de gastos tendrán, respectivamente, carácter contractivo respecto del año base si:

$$IT_t > IT_0 \frac{Y_t}{Y_0}$$

$$GT_t < GT_0 \frac{Y^p_t}{Y^p_0}$$

Para eliminar posteriormente la dependencia respecto de este año base, la medida anterior de efecto cíclico del Presupuesto se transforma en un *indicador de impulso fiscal*, que no es sino la diferencia entre el saldo discrecional entre cada dos años consecutivos, tal y como se hacía en la primera metodología expuesta, que se define como:

$$IF_t = \Delta ECP_t = ECP_t - ECP_{t-1}$$

De este modo, si  $IF > 0$ , la política fiscal habría sido más expansiva que la del año anterior, implicando un aumento del déficit estructural.

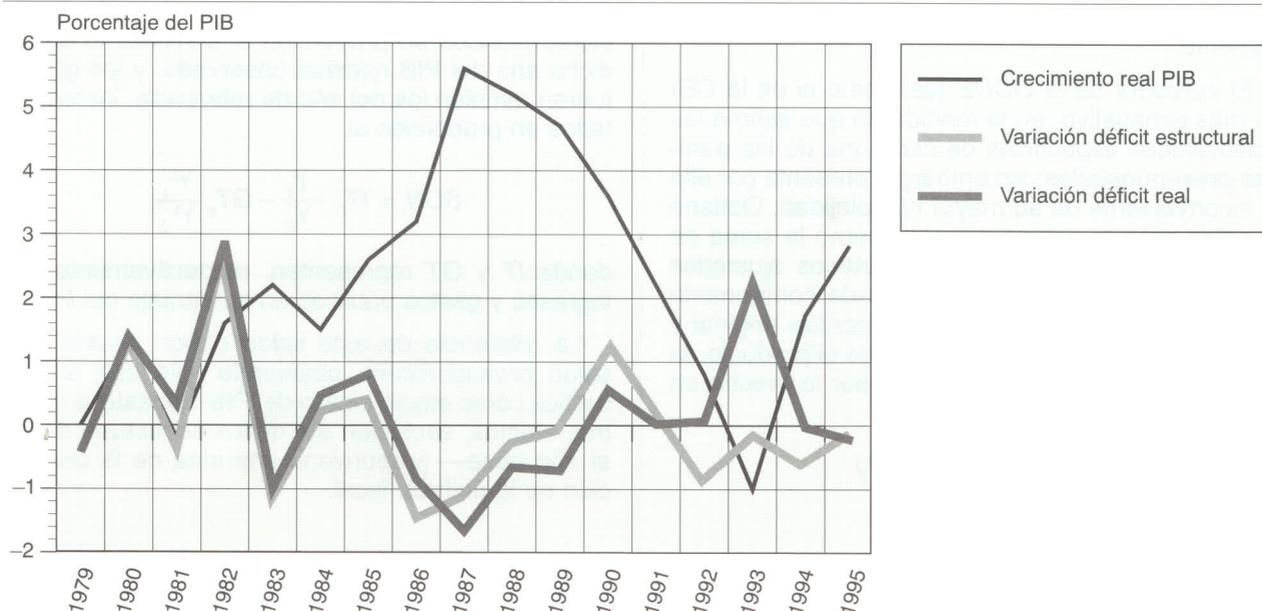
## 2. Análisis de la orientación de la política fiscal en España

Hemos aplicado la última metodología expuesta a las cuentas del Estado en el período 1977-1995. En el gráfico 5 presentamos las variaciones del déficit observado del Estado y las del déficit depurado del ciclo —lo que el FMI denomina «Impulso Fiscal»— para el caso español desde el año 1977 hasta 1995, año en el que incluimos nuestras previsiones. Un signo positivo de este impulso fiscal (o variación del déficit estructural) se asocia a una actuación discrecional expansiva de la política fiscal. Recíprocamente, puede hablarse de una política contractiva si el impulso resulta negativo.

Así, es posible observar el carácter procíclico que ha ejercido la política fiscal en España en los años de crecimiento económico (1988-1990), que ha mostrado una actuación expansiva. Esta política cambió de signo a partir de 1991, año en que empezó a desacelerarse el ritmo de crecimiento económico. El carácter, por tanto, de la política fiscal en España en los años analizados ha sido contrario a lo que habría aconsejado la disciplina económica: reducir el déficit estructural en fases expansivas, con el fin de permitir un margen suficiente para la utilización de los estabilizadores automáticos que paliar los efectos negativos de las fases deprimidas del ciclo.

El signo de la política fiscal en España ha sido, pues, contractivo desde el año 1991, a pesar de lo cual el déficit observado se ha incrementado considerablemente por haber sido más fuerte el creci-

GRAFICO 5  
VARIACION DEL DEFICIT REAL Y ESTRUCTURAL DEL ESTADO  
(Datos Contabilidad Nacional)



Los déficit de 1991, 1992 y 1993 están corregidos de los gastos contabilizados en 1993, correspondientes a años anteriores.  
Fuente: Contabilidad Nacional (Necesidad de Endeudamiento del Estado).

miento del déficit coyuntural que la contracción del estructural. Es destacable el importante tono restrictivo que apreciamos en la política fiscal de 1994, aunque no tan importante como el que tuvo en 1992 y la detención de dicha línea de ortodoxia fiscal en 1995. En 1994, el carácter restrictivo de la actuación discrecional de la política fiscal vendría más por el lado de los gastos que de los ingresos, a raíz fundamentalmente de las medidas adoptadas de racionalización de las prestaciones sociales. En 1992, a la contención del gasto que se efectuó por esta vía se sumó también el aumento de la presión fiscal a través de la elevación de la retención del IRPF, así como del tipo medio del IVA del 13 por 100 al 15 por 100.

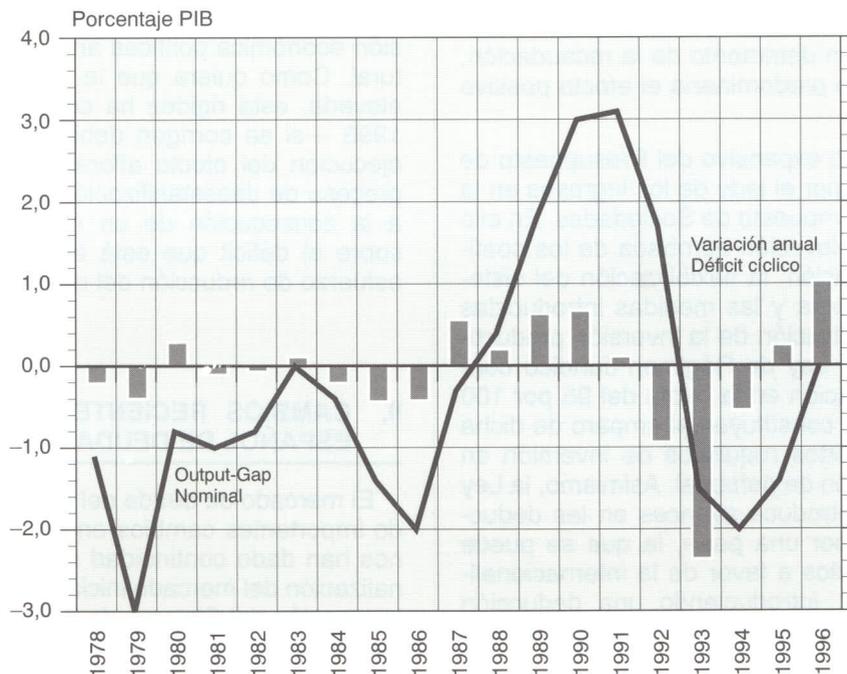
De esta forma, con la información proporcionada por este indicador, es posible atribuir el control presupuestario conseguido en el período 1986-1990 a elementos coyunturales ligados al ciclo y no a esfuerzos estructurales. Este carácter procíclico que ha ofrecido la política fiscal en la experiencia española impidió una mayor estabilización del tamaño de nuestra deuda pública en momentos de crecimiento económico (se perdió la oportunidad de imprimir un impulso contractivo en aquel momento). No se sentaron, pues, las bases de una consolidación fiscal que hubieran permitido, en fases recesivas como la actual, que la política fiscal ejerciera su papel de estabilizador automático, favoreciendo el crecimiento. La contrapartida está siendo avanzar

«paradójicamente» en la consolidación fiscal en épocas deprimidas a costa de sacrificar un mayor apoyo a la recuperación económica.

En 1994 apreciamos un carácter contractivo de la política fiscal, pero dado que estimamos que el efecto de ciclo actuará de forma negativa, no será posible una reducción del déficit observado de la cuantía indicada por el componente estructural. Así, sólo estimamos posible una reducción del déficit del Estado hasta un 5,0 por 100 del PIB y hasta un 6,7 por 100 para el conjunto de las administraciones públicas, desde sendos valores de dichos desequilibrios en 1993 del 5,8 y 7,3 por 100 en términos de PIB.

En 1994, el carácter restrictivo de la actuación discrecional de la política fiscal vendría más por el lado de los gastos que de los ingresos, a raíz fundamentalmente de las medidas adoptadas de racionalización de las prestaciones sociales. En concreto, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 1994 se configuran en un escenario que trata de compatibilizar el doble objetivo de corregir el fuerte desequilibrio presupuestario junto con el desarrollo de una cierta función reactivadora de la economía. Para hacer compatible dicho ajuste fiscal con el desarrollo de una labor expansiva sobre la economía, se han articulado ciertas medidas, un grupo de las cuales van dirigidas a la racionalización del sistema de protección social, que haga sos-

GRAFICO 6  
EVOLUCION DEL GAP Y VARIACIONES DEL DEFICIT COYUNTURAL DEL ESTADO



Un signo positivo efecto cíclico significa reducción del déficit.

tenible en el largo plazo la economía del bienestar, y otro grupo de ellas, encaminadas a la reactivación de la actividad productiva, a través de la contemplación de ciertos incentivos fiscales para la inversión.

El carácter contractivo de la política fiscal que hemos señalado se aprecia en las recientes medidas fiscales de reforma del régimen jurídico de la función pública y protección por desempleo, contenidas en la Ley 22/1993, de 22 de diciembre, y en otras contempladas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado. El conjunto de reformas más relevantes, por su incidencia en la contención del gasto, son las que afectan a la prestación por desempleo. El propósito de la reforma es la adecuación de la cuantía de las prestaciones por desempleo a las rentas netas dejadas de percibir por el trabajador. Para ello, por una parte, endurece las condiciones necesarias para tener acceso a su cobro, bajando el tope mínimo de renta percibida por la unidad familiar que otorga derecho al cobro de la prestación (al 75 por 100 del salario mínimo interprofesional, desde el 100 por 100).

El resto de medidas que la afectan, lo hacen por la vía de su sometimiento al IRPF y a la seguridad social, con la consiguiente repercusión en los ingresos no financieros. Por otra parte, a partir de ahora, se someten a tributación los incrementos de patrimonio derivados de reembolsos de acciones o participaciones de acciones, aun cuando el importe de los mismos sea inferior a 500.000 pesetas, salvo en el caso de que tales ingresos se reinviertan en planes de ahorro popular en ese mismo año. No obstante, también se introduce alguna medida, como la referente a la ampliación del límite superior de renta que da derecho a deducción por alquiler de viviendas, que actuaría en detrimento de la recaudación, aunque en conjunto predominaría el efecto positivo de las primeras.

El único elemento expansivo del Presupuesto de 1994 se apreciaría por el lado de los ingresos en la figura concreta del Impuesto de Sociedades. En ello tiene influencia la elevación aprobada de los coeficientes de amortización, la flexibilización del sistema de pagos a cuenta y las medidas introducidas dirigidas a la incentivación de la inversión productiva. En concreto, la Ley de Régimen Jurídico contempla una bonificación en la cuota del 95 por 100 a empresas que se constituyan al amparo de dicha ley, cumpliendo ciertos requisitos de inversión en equipo y contratación de personal. Asimismo, la Ley de Presupuestos introduce avances en las deducciones, elevando, por una parte, la que se puede efectuar por proyectos a favor de la internacionalización y, por otra, introduciendo una deducción nueva aplicable a los incrementos de gastos en formación profesional.

El deterioro del desequilibrio financiero del Estado es más evidente si depuramos la cifra de déficit

de la carga de intereses de la deuda pública, con lo que obtendríamos el «déficit primario». El pasado año ha supuesto una importante acentuación del cambio de tendencia iniciado en 1991 en lo referente a la reducción de los superávits primarios: por primera vez desde el año 1987 el Estado ha registrado un déficit primario —del 2,24 por 100 del PIB— que ha tenido las correspondientes consecuencias sobre la desestabilización del tamaño de la deuda pública en términos de PIB. En 1994, según se deriva de la Previsión de Liquidación para 1994 contenida en los Presupuestos del Estado para 1995, dicha tendencia pretende ser detenida, pues se persigue que dicho déficit primario se reduzca al 0,12 por 100 del PIB, así como también el déficit del Estado al 5,0 por 100 desde el 5,8 por 100 de 1993.

Al margen de la regularización de gastos que ha explicado parte del déficit de 1993, han sido factores coyunturales asociados al ciclo los que han determinado la desestabilización del déficit primario —puesto que el componente estructural del déficit ha mostrado un impulso contractivo en el pasado año, como también probablemente en 1994. Asimismo, también fueron factores cíclicos los que explicaron la contención del déficit primario hasta 1990 y la consiguiente estabilización que hasta entonces manifestó el tamaño de nuestra deuda pública. Sin embargo, en estos años el componente estructural del déficit tuvo un efecto expansivo que impidió una anulación del déficit, que hubiera sido de gran ayuda para acometer el ciclo recesivo después.

En definitiva, estamos ante una política fiscal que históricamente ha adolecido de la flexibilidad suficiente para llevar a cabo en los períodos de expansión económica políticas anticíclicas de tipo estructural. Como quiera que la sensibilidad al ciclo es elevada, esta rigidez ha conducido, entre 1991 y 1993 —si se corrigen debidamente los saldos de ejecución del efecto afloración de pagos—, a un proceso de desestabilización de la deuda pública y a la consecución de un nivel de presión cíclica sobre el déficit que está exigiendo un importante esfuerzo de reducción del déficit estructural.

## II. CAMBIOS RECIENTES EN EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA DEL ESTADO

El mercado de deuda del Estado ha experimentado importantes cambios en los últimos años. Algunos han dado continuidad al proceso de institucionalización del mercado iniciado en abril de 1987 con la creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta, contribuyendo a su perfeccionamiento. Otros han sido el resultado de una política de deuda muy orientada al desarrollo del mercado secundario y a la financiación sin privilegios. Finalmente, el merca-

**CUADRO NUM. 3  
INDICADORES DE POLITICA FISCAL**

	Déficit real Estado % PIB	Déficit Estado % PIB (***)	Variación anual del Estado			Pro memoria
			Déficit observado	Déficit estructural (*)	Déficit coyuntural (**)	Crecimiento real PIB
1977 .....	0,26	0,26				
1978 .....	1,60	1,60	1,34	1,13	0,21	1,5
1979 .....	1,17	1,17	- 0,43	- 0,52	0,09	0,0
1980 .....	2,56	2,56	1,39	1,37	0,02	1,3
1981 .....	2,88	2,88	0,33	0,22	0,11	- 0,2
1982 .....	5,76	5,76	2,88	2,80	0,07	1,6
1983 .....	4,77	4,77	- 0,99	- 0,88	- 0,11	2,2
1984 .....	5,25	5,25	0,47	0,27	0,21	1,5
1985 .....	6,04	6,04	0,80	0,35	0,44	2,6
1986 .....	5,19	5,19	- 0,85	- 1,28	0,43	3,2
1987 .....	3,53	3,53	- 1,66	- 1,10	- 0,56	5,6
1988 .....	2,87	2,87	- 0,66	- 0,46	- 0,20	5,2
1989 .....	2,16	2,16	- 0,71	- 0,08	- 0,63	4,7
1990 .....	2,72	2,72	0,56	1,23	- 0,67	3,6
1991 .....	2,30	2,74	0,02	0,13	- 0,11	2,2
1992 .....	2,40	2,81	0,07	- 0,87	0,94	0,8
1993 .....	5,80	5,05	2,24	- 0,13	2,37	- 1,0
1994 (e) .....	5,00	5,01	- 0,03	- 0,58	0,55	1,7
1995 (e) .....	4,60	4,58	- 0,43	- 0,18	- 0,25	2,8

(\*) Un signo positivo se interpreta como una actuación discrecional expansiva de la política fiscal.

(\*\*) Un signo positivo se interpreta como un efecto negativo del ciclo vía aumento del déficit.

(\*\*\*) Los déficit de 1991, 1992 y 1993 están corregidos de los gastos contabilizados en 1993 correspondientes a años anteriores: 222,4 m.m. de 1991 y 237,5 m.m. de 1992, correspondientes a déficit del INEM.

(e) Estimación propia AFI.

do de deuda se ha visto crucialmente afectado por el proceso de internacionalización surgido en 1991. Este último puede considerarse como el inicio de un cambio estructural de la trascendencia del primer *big-bang* de 1987. Estamos, en todo caso, ante un mercado en cambio constante, todavía deficitario de un componente doméstico más relevante en su seno, pero que puede definirse ya como uno de los principales mercados europeos.

En este artículo, estructuraremos nuestro análisis sobre estos cambios en tres grandes bloques. Por un lado, repasaremos los avances que han tenido lugar en el proceso de emisión: la culminación en la aplicación de reglas de disciplina ortodoxa en la materialización de las necesidades de endeudamiento del Estado, y los cambios y carencias del sistema de subasta de valores. Por otro lado, destacaremos los cambios más importantes que han afectado al mercado secundario y a su funcionamiento. Finalmente, nos ocuparemos de las alteraciones que han tenido lugar en el proceso de comercialización de la deuda del Estado, haciendo especial hincapié en la internacionalización de ésta.

## 1. La política de deuda

Entre los objetivos de la política de deuda públi-

ca, el más importante es, sin duda, el de cubrir las necesidades de endeudamiento y hacerlo a la menor relación coste/riesgo posible. Sin embargo, es frecuente en los países más desarrollados que este objetivo coexista con otros paralelos, relacionados con otras políticas: evitar interferencias de la financiación pública en la política macroeconómica, contribuir al mejor funcionamiento de los mercados financieros en el contexto, cada vez más competitivo para la industria del sector, que exige la libre circulación de capitales o desarrollar el ahorro privado ofreciendo instrumentos de manera indirecta o directa que, por su liquidez y estructura, supongan un incentivo al ahorro. Estos objetivos, a juzgar por los resultados, han estado presentes en el diseño de la política de deuda de los últimos años, que analizaremos a continuación.

### A) La ortodoxia en el endeudamiento

El año 1993 ha sido el del avance definitivo en el establecimiento de reglas específicas que aseguren una financiación ortodoxa del déficit público al implantar los Presupuestos Generales del Estado para 1994, mediante una reforma del artículo 101 de la Ley General Presupuestaria, la obligación de que la posición deudora del Tesoro frente al Banco de España no supere en ningún momento, desde

dicho año, el volumen de recursos que aquél consolidó al final de 1993 mediante un préstamo singular de éste por un importe de 1,917 billones de pesetas. La nueva regla, que no puede ser vulnerada *a lo largo del año* —frente a las reglas que habían gobernado hasta entonces las relaciones entre el Estado, en el que reside la soberanía monetaria, y el Banco de España, que establecían límites al recurso a verificar *al final de cada año*— permite el cumplimiento, desde el comienzo de la fase segunda del proceso hacia la UEM, de lo definido por el Tratado de Maastricht, al extenderse también a la prohibición de que el Banco de España pueda adquirir deuda pública directamente. Estos principios son también recogidos por la Ley de Autonomía del Banco de España de 1994.

Tan importante como este paso hacia la ortodoxia financiera —que exigirá un cambio en la actitud del Tesoro en su política de deuda, sobre todo en el mercado primario, así como la existencia de un saldo positivo a su favor en el Banco de España, incluso adicional a la cifra correspondiente al préstamo singular— es el alargamiento del plazo medio de la deuda que ha tenido lugar en los últimos años. A comienzos de 1994, el plazo medio de vida residual de la deuda se situaba en el entorno de los tres años, cuando esta cifra se limitaba a prácticamente un año en 1990. En la consecución de esta política, que reduce el riesgo del proceso de endeudamiento para el Estado —un prestatario con evidente horizonte temporal de largo plazo asume un riesgo si se endeuda a corto plazo— y permite el desarrollo del conjunto del mercado financiero y su estabilidad, ha jugado un papel clave, como veremos más adelante, el sector no residente del mercado.

El año 1991 fue el del inicio de un giro efectivo en la estructura de la financiación del déficit del Estado. Después de cuatro años en los que la emisión de deuda a medio y largo plazo apenas supuso porcentajes significativos de las necesidades de

endeudamiento del Estado, en 1991 aquélla alcanzó el 115,3 por 100 de éstas. La crisis de la peseta de 1992 redujo de nuevo este porcentaje al 42,4 por 100, para situarse en 1993, el año de los fuertes descensos de tipos de interés, en el 115,4 por 100.

#### B) *El sistema de subastas*

Puede decirse que tanto el diseño de los instrumentos de deuda como el de los mecanismos para su emisión han estado guiados por el objetivo de desarrollar el mercado secundario, bajo el deseo de adoptar un modelo de mercado de deuda muy institucionalizado frente al modelo minorista que debe dominar en mercados de menor tamaño. Este objetivo se ha puesto de manifiesto repetidamente en los últimos años. Por una parte, el Tesoro ha seguido su línea de siempre de emitir sólo una pequeña gama de instrumentos —que en 1993 se ha simplificado con la desaparición completa de los pagarés del Tesoro— de diseño sencillo y muy estandarizado. El establecimiento de un calendario de emisión mensual para los bonos a cinco años y para las obligaciones a diez años desde 1991 —el año de la internacionalización del mercado—, y bimestral para las obligaciones a quince años desde el final de 1993 responde también a esta tendencia, de la misma forma que ha ocurrido con la emisión de letras del Tesoro a tres o seis meses, iniciada en 1991 en paralelo a las de doce, que han devenido en instrumentos a emitir en situaciones sólo de carácter extraordinario.

Por otra parte, la evidencia de que existe una relación positiva entre el volumen de saldo vivo que alcanza un valor o emisión determinado y su liquidez en el mercado secundario a vencimiento llevó al Tesoro a realizar sus subastas de bonos y obligaciones de acuerdo con un sistema de tramos, en el que se subasta en un mínimo de tres ocasiones —una por mes— una misma referencia de bonos o de obligaciones a diez años.

CUADRO NUM. 4  
FINANCIACION DE LAS NECESIDADES DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO  
(Miles de millones de pesetas)

	Recurso al BE (1)	Letras del Tesoro (2)	Pagarés más deuda especial (3)	Deuda a medio y largo plazo (4)	Otros (5)	Total (6)	Porcentaje de «funding» (4)/(6)	Pro-memoria	
								Variación cartera no resid. (7)	Porcentaje (7)/(6)
1985 .....	442,1	—	1.135,5	271,3	-144,0	1.704,9	15,91	—	—
1986 .....	-606,7	—	936,7	1.649,5	-472,4	1.507,1	109,45	—	—
1987 .....	-313,5	2.211,1	-496,2	298,1	-195,4	1.504,1	19,82	—	—
1988 .....	-342,0	1.075,6	-159,3	948,1	-37,4	1.485,0	63,85	119,3	8,03
1989 .....	233,3	1.455,4	-375,8	277,3	-515,8	1.074,4	25,81	215,1	20,02
1990 .....	-133,2	1.711,5	-795,7	370,0	273,8	1.426,4	25,94	187,0	13,11
1991 .....	-4,8	417,2	-828,5	1.802,9	176,7	1.563,5	115,31	1.566,7	100,20
1992 .....	-122,3	1.975,4	-1.112,8	1.021,7	650,3	2.412,3	42,35	-336,9	-13,97
1993 .....	-2.076,5	853,5	179,5	4.987,2	376,6	4.320,3	115,44	2.418,7	55,98

El mismo sistema se aplica también a las obligaciones a quince años cada dos meses. Si un valor no ha alcanzado un saldo vivo suficiente, por alguna razón, se prolonga su período de emisión en tantas ocasiones como sea necesario. Este saldo de referencia parece situarse en el entorno del billón de pesetas. Se trata de un sistema muy utilizado hoy en los países de la OCDE y sus efectos son muy positivos para el desarrollo del mercado secundario, como veremos más adelante.

Si bien este sistema ha sido muy favorable para el desarrollo del mercado secundario, su puesta en práctica no ha permitido todavía un funcionamiento completamente satisfactorio del mercado primario. Es una vieja aspiración del Tesoro, y de las instituciones que operan en el mercado español de deuda, lograr un mercado primario de bonos y obligaciones de funcionamiento simétrico ante los ciclos de signo diferente que se suceden en la evolución de los precios del mercado secundario: unas subastas que permitan la emisión de volúmenes significativos tanto si los tipos de interés están subiendo como si descienden. Sin embargo, la insuficiencia de la demanda interior de papel —con acceso directo al primario, en contraste con la no residente— y la todavía generalmente aceptada, pero equivocadamente, vinculación de los resultados de las subastas del primario a supuestas «señales» de política monetaria han sido factores perjudiciales para una correcta conexión primario-secundario en nuestro mercado de deuda del Estado. Y ello es aún más relevante ahora que el secundario es realmente el ámbito de la formación eficiente de los precios, gracias a su elevada, y homologable internacionalmente, liquidez.

La orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de junio de 1991 intentó superar estas trabas, pero sus resultados pueden calificarse como más que desiguales. La orden, que institucionalizaba la hasta entonces sólo tácita figura de los miembros «creadores de mercado», introduce por primera vez en el funcionamiento del primario la figura del creador, que pasa a ser gestor monopolista de una segunda vuelta que se puede abrir inmediatamente después de las subastas «normales», o de primera vuelta, de bonos y obligaciones del Estado. Esta segunda vuelta puede ser de dos modalidades, en función de que el Tesoro haya anunciado objetivo de colocación y lo haya cubierto, de que no lo haya cubierto, o de que no lo haya anunciado:

a) *Segunda vuelta automática*: con peticiones voluntarias de los creadores, que puján en una nueva subasta, pero no pueden mejorar el precio medio de adjudicación de la subasta en primera vuelta. Esta modalidad se abre automáticamente cuando:

— El Tesoro anuncia un objetivo de colocación y se cubre en la subasta.

— El Tesoro no anuncia objetivo.

En esta segunda vuelta, el Tesoro se compromete a adjudicar un mínimo del 10 por 100 de lo emitido en la primera vuelta, si entonces hubiera satisfecho más de la mitad del volumen solicitado, o un mínimo del 20 por 100, si lo emitido hubiese sido inferior a la mitad de las ofertas de la subasta.

b) *Segunda vuelta a precios libres*: con peticiones obligatorias de los creadores de mercado a precios libres (una nueva subasta competitiva). Puede ser convocada o no, a voluntad del Tesoro, pero siempre que se cumpla el siguiente requisito: haber cubierto en la primera vuelta al menos el 70 por 100 del importe solicitado en las ofertas competitivas. En esta modalidad, los creadores de mercado están obligados a pujar por la parte alícuota que a cada uno le corresponda de la cantidad pendiente de colocación en relación con el objetivo preanunciado. Sin embargo, el Tesoro no está obligado a aceptar las ofertas de esta segunda vuelta a precios libres.

Es éste un sistema sumamente asimétrico en lo que respecta a las obligaciones de creadores, resto de entidades y Tesoro. En suma, puede señalarse que es un procedimiento de emisión que exige mucho a los creadores, poco al Tesoro y nada al resto del mercado con acceso al primario. Esta asimetría, y la imposibilidad de llevarla a la práctica sin fricciones de difícil solución, explica el hecho de que la segunda vuelta a precios libres haya sido pocas veces convocada y nunca haya logrado cubrir los objetivos de emisión anunciados, en cualquier caso, raramente por el Tesoro. La evidencia demuestra, obviamente, que el sistema no ha funcionado. Y ello es importante para tiempos en los que los tipos de interés a largo plazo se sitúan en niveles históricamente bajos, a lo que presumiblemente acompaña una mayor volatilidad en el mercado secundario.

Teóricamente, el sistema de las segundas vueltas es eficiente; sin embargo, el éxito de este procedimiento exigiría involucrar más al Tesoro en la disciplina de anuncio del objetivo de emisión. En este sentido, pueden adelantarse dos sendas de reforma: una, centrada en la manera y grado de compromiso en que el Tesoro anuncia su objetivo, y otra, en el grado de monopolio ejercido por los creadores en el primario y la necesidad de que, como compensación por sus compromisos en la segunda vuelta a precios libres, éstos puedan ser los únicos concededores de primera mano del objetivo de colocación del Tesoro.

En nuestra opinión, el anuncio de un objetivo en cada subasta es importante y positivo para el funcionamiento del mercado de bonos y obligaciones; no así para el de letras del Tesoro, que no lo precisan por ser instrumentos a corto plazo y corresponderse sus emisiones con amortizaciones regulares. Tampoco nos parece conveniente el anuncio de unas necesidades de financiación plurimensuales: su grado de fiabilidad sería tan escaso que su uso

podría ser contraproducente para el funcionamiento del mercado. Recuérdese el ascenso inesperado de las necesidades de financiación en la segunda mitad de 1993, tras aflorar el nuevo gobierno el gasto público «latente» no reconocido presupuestariamente en ejercicios anteriores.

En el Reino Unido, el Tesoro sigue en la actualidad un *doble sistema de emisión* que le permite una mayor flexibilidad a la hora de facilitar la absorción de papel en el mercado (3). Por un lado, y desde el ejercicio fiscal 1992-93, convoca regularmente *subastas de deuda a medio y largo plazo mensuales*, en las que, por lo general, recae el mayor peso de la financiación. Históricamente, las autoridades monetarias británicas habían sido contrarias a la «rigidez» que impone un calendario de emisiones establecido, que no tiene en cuenta las condiciones en las que el mercado recibe una nueva emisión. En ellas suelen emitirse volúmenes importantes —en el entorno de los 3.000 millones de libras esterlinas—, si bien la cantidad es variable. El Tesoro tiene también capacidad de no convocar, si lo considera oportuno. Por otro, mantiene, en paralelo, su esquema de emisión tradicional, en el cual no hay una periodicidad establecida para las subastas ni un volumen de emisión regular (aunque éste es, generalmente, menor que el de la subasta mensual), sino que el Tesoro «sale al mercado» en varias ocasiones consecutivas, cuando las condiciones son propicias (normalmente, cuando los precios están subiendo), a precios normalmente cada vez más altos.

En el primer caso, el anuncio de la subasta tiene lugar en dos ocasiones durante el mes. En la primera, se establecen sólo características muy generales de la nueva emisión, como el tramo de la curva elegido o la fecha en que ésta tendrá lugar. El segundo anuncio es más específico, por cuanto detalla el volumen objetivo de emisión y el cupón de la referencia, y suele tener lugar en torno a una semana antes de la subasta.

En el Reino Unido, como en España en la primera vuelta, los *primary dealers* no ejercen un poder monopolístico en la subasta, pues legalmente toda institución financiera puede acudir a ella, aunque sea práctica habitual que muchas actúen a través de los creadores. Tampoco tienen el privilegio de ser los únicos en conocer el objetivo de colocación. Por otro lado, no existe compromiso alguno, al margen de cierto *deber moral* por parte de los *primary dealers*, de efectuar peticiones en la subasta. Sin embargo, en la línea de colaboración con el Tesoro que caracteriza su actuación en el mercado primario, los *primary dealers* tienen la facultad de *proponer al Tesoro qué objetivo de colocación estarían dispuestos a suscribir*. En la práctica, el único «privilegio» de los creadores de mercado en el Reino Unido es la posibilidad de «vender en descubierto» y acceder al préstamo de valores, al no existir un mercado *repo* desarrollado.

En Alemania, el Tesoro y las distintas agencias y organismos que emiten deuda pública (los ferrocarriles, Correos, el Fondo EFP y la Treuhand) utilizan diferentes procedimientos de emisión según el tipo de activo emitido. Nos centraremos únicamente en el método de emisión de la deuda a diez años (*Bunds*). Para estos activos no existe un calendario de emisión preestablecido, pero el objetivo de emisión se anuncia con cierta antelación para una o incluso varias subastas.

Cada subasta consta de dos «vueltas», que se realizan durante dos días consecutivos. La primera es de términos fijos, incluido el precio de emisión, y la adjudicación se realiza a través del sistema habitual de *sindicación*. El sindicato bancario (*konsortium*) consta actualmente de 109 miembros, instituciones financieras tanto residentes como no residentes. La segunda vuelta se realiza en forma de *subasta competitiva*, al día siguiente, y a través de este mismo sindicato, con la condición para el mercado (y la seguridad para el Tesoro) de que la porción del objetivo de colocación no cubierta entre las dos vueltas es adquirida por el Bundesbank (dos horas después), el cual colocará posteriormente estos bonos en sus operaciones de mercado abierto. El poder monopolístico que aparentemente ostentaría este sindicato, a través del cual tienen lugar las dos vueltas de la subasta, no es tal por el elevado número de instituciones que lo componen.

A la vista de los sistemas de mercado primario analizados, podríamos anticipar las siguientes conclusiones para el caso español: resulta evidente la necesidad de aumentar gradualmente el grado de «compromiso moral» de los creadores de mercado y del Tesoro en el mercado primario. Para ello, pensamos que el compromiso debe basarse en unas relaciones más directas y estables entre creadores y Tesoro en la primera vuelta del mercado primario y no sólo en la segunda y en el secundario, como hasta ahora.

La discusión con los creadores de mercado de los objetivos de emisión, la anticipación de los volúmenes previstos para una o varias subastas, e incluso la adopción de un sistema «mixto» de emisión por parte del Tesoro, con subastas regulares como las actuales y colocaciones esporádicas en el mercado, podrían ser pasos hacia una mayor colaboración y un mejor funcionamiento del todavía muy asimétrico mercado primario.

Los canjes de deuda son también una asignatura pendiente del mercado, ya que el Tesoro no ha logrado todavía concluir con éxito ninguna de las operaciones de este tipo que se ha planteado. Dos factores podrían explicarlo. Por una parte, un elemento técnico: el diseño de los canjes ha sido excesivamente rígido, con subastas inversas en las que el precio de recompra por el Tesoro era la variable básica de la subasta, mientras el precio de las referencias nuevas era fijo, con los consiguientes pro-

blemas de valoración para los suscriptores. Por otra parte, los valores canjeables (emisiones con escasa vida residual, poco líquidas y de pequeño saldo vivo) estaban en poder de entidades financieras que, a su vez, las habían financiado mediante cesiones temporales con sus clientes minoristas, lo que «bloqueaba» administrativamente, por su elevado coste burocrático, cualquier operación.

## 2. Mercado secundario

El mercado financiero más importante en tamaño en nuestro país es el de deuda del Estado: el volumen total de transacciones de su mercado secundario al contado alcanza una media diaria de unos 350.000 millones en los primeros meses de 1994, culminación de un proceso de ascenso sistemático en los últimos años. Su estructura institucional, que ha sido perfeccionada en los últimos años, y su solvente infraestructura técnica —gestionada, como es conocido, por el Banco de España— lo sitúan en la vanguardia de los más desarrollados; finalmente, es un foro eficiente para la formación de los precios, en los que subyacen tipos de interés que sirven de referencia al conjunto de los mercados de capitales y para el sistema bancario.

Durante los últimos años han tenido lugar algunos cambios institucionales que hacen conveniente repasar las características actuales del mercado de deuda anotada, un mercado de los considerados «oficiales» por la regulación española. Este mercado tiene por objeto la negociación de la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta —casi la totalidad de la deuda del Estado—, así como la de los valores emitidos bajo esta forma por las comunidades autónomas, entidades y sociedades públicas u organismos internacionales de los que España es miembro, siempre previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. De hecho, en los últimos años se han incorporado al mercado emisiones distintas de las del Estado, lo que sin duda es un hecho positivo. La Central de Anotaciones es el organismo rector del mercado, y está gestionada por el Banco de España. Actúa como registro central y, junto a las entidades gestoras, integra el llamado Sistema de Anotaciones en Cuenta. La Central gestiona los movimientos y saldos de las cuentas que los titulares poseen por cuenta individual y, globalmente, los de los terceros, que sólo pueden operar a través de su entidad gestora.

### A) Estructura institucional

Este organismo, núcleo central del Sistema, mantiene al día los saldos que se reconocen en propiedad —bien por haber sido adquiridos a vencimiento, bien por haber sido comprados con pacto de reventa o en simultáneas— de cada titular y los que per-

tenecen —por las mismas vías— a terceros. En este sentido, existen tres modalidades de cuenta. En primer lugar, las cuentas *directas*, que pueden ser abiertas por cualquier persona física o jurídica que suscriba deuda pública directamente en el Banco de España (4). En segundo lugar, las cuentas *en nombre propio* correspondientes a los titulares de cuenta, que pueden proceder a su movilización a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (5). Finalmente, las cuentas *a nombre de terceros*, mantenidas por las entidades gestoras para sus clientes de manera separada de las suyas propias.

Los miembros del mercado son los titulares con cuenta propia y las entidades gestoras. Pueden ser titulares de cuenta las entidades incluidas en uno de los grupos de intermediarios financieros inscritos en los registros oficiales (a excepción de las agencias de valores), lo que excluye a los no residentes distintos de los organismos financieros internacionales y los bancos centrales de los países del FMI. Por su parte, las entidades gestoras pueden ser de dos tipos:

a) *Entidades gestoras con capacidad plena*: son también titulares de cuenta y pueden hacer con sus clientes cualquier operación autorizada.

b) *Entidades gestoras con capacidad restringida*: sus operaciones con terceros están limitadas a la actuación como meros comisionistas, salvo que posean cuenta propia, en cuyo caso podrán ofrecer contrapartida en nombre propio únicamente en compraventas simples al contado.

Las entidades gestoras desempeñan importantes funciones registrales en su operativa con terceros. Dentro de esta función de custodia, están obligadas a comunicar diariamente a la Central el saldo global por cuenta de terceros y, semanalmente, el detalle de todas las operaciones realizadas con ellos. Dentro del grupo de entidades gestoras de *capacidad plena*, destaca otro más reducido, el de los denominados *creadores de mercado*, con compromisos especiales sobre el mercado primario, como hemos visto, y sobre el secundario. Los creadores deben aportar liquidez suficiente al mercado entre miembros, cotizando sistemáticamente precios de compra y de venta para determinadas emisiones de deuda pública, y operando con volúmenes mínimos. Además, deben pujar regularmente en el mercado primario. En contrapartida, monopolizan la segunda vuelta de éste, participan en los sindicatos que aseguran las emisiones en divisa del Estado y son los únicos con los que opera el Banco de España en sus intervenciones diarias en el mercado de deuda anotada.

### B) Modalidades de negociación

En el Sistema de Anotaciones conviven diferentes ámbitos de negociación, según los agentes par-

**CUADRO NUM. 5**  
**MIEMBROS DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN ANOTACIONES**

Condición				Acceso		Titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotac.	Saldo mínimo de clientes (m. ptas.)	Operaciones autorizadas		Compromisos especiales
				Tipo de entidades	Capital social mín. (m. ptas.)			Por cuenta propia	Por cuenta de clientes	
Titulares de cuenta en la Central de Anotaciones				Véase relación n.º 1	200	Sí	No pueden tener clientes	Sí	No	No
Entidades gestoras	Con capacidad plena	Negociantes de deuda	Creadores de mercado	Véase relación n.º 2	750	Sí	20.000	Sí	Sí	Véase relación n.º 4
			Resto de negociantes de deuda	Véase relación n.º 2	750	Sí	20.000	Sí	Sí	Véase relación n.º 5
	Resto de gestoras con capacidad plena		Véase relación n.º 2	750	Sí	20.000	Sí	Sí	Cotizar contrapartida a sus clientes	
	Con capacidad restringida	Titulares de cuenta		Véase relación n.º 2	750	Sí	1.000	Sí	Sí limitando su contrapartida a operaciones simples al contado	Cotizar contrapartida a sus clientes
		No titulares de cuenta		Véase relación n.º 3	150	No	1.000	No	Sí, actuando sólo como comisionistas	No

Relación n.º 1: ● Banco de España.

- (\*) ● Bancos privados.
- (\*) ● Cajas de ahorros y CECA.
- (\*) ● Entidades de crédito de capital público estatal.
- (\*) ● Cooperativas de crédito.
- (\*) ● Sociedades mediadoras en el mercado de dinero.
- (\*) ● Sociedades de valores.
- Instituto de Crédito Oficial (ICO).
- Entidades de financiación.
- Sociedades de arrendamiento financiero.
- Sociedades de crédito hipotecario.
- Fondos de regulación del mercado hipotecario.
- Sociedades de garantía recíproca.
- Sociedad Mixta de Segundo Aval.
- Sociedades y fondos de inversión mobiliaria, y fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- Entidades de seguros.
- Fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito.
- Consorcio de Compensación de Seguros.
- Organismos financieros internacionales de los que España sea miembro.
- Bancos centrales de países pertenecientes al FMI.

Relación n.º 2: ● Las marcadas con (\*) en la relación 1.

Relación n.º 3: ● Relación 2.  
● Agencias de valores.

Relación n.º 4: ● Aportar liquidez al mercado mayorista.  
● Cumplir los requisitos de cotización y negociación en el mercado establecido por el Banco de España.  
● Participar en las emisiones de deuda del Estado.  
● Cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión de la deuda del Estado.  
● Cooperar con el Banco de España en el adecuado funcionamiento del mercado secundario de deuda del Estado y de los mercados monetarios.

Relación n.º 5: ● Aspirantes a creadores de mercado. Cumplen los requisitos de la relación 4 en menor grado que los creadores de mercado.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

ticipantes. Por una parte, existe un sistema general de negociación, telefónico, en el que los titulares realizan entre ellos operaciones, bien a través de un mediador, o *broker*, o bien directamente. En este sistema las cotizaciones —los precios sin cupón corrido— son puramente indicativas y las operaciones se desencadenan por acuerdo bilateral entre las partes. Por otra parte, destaca un sistema de nego-

ciación mayorista, el llamado mercado ciego, en el que las partes no conocen sus contrapartidas, las cotizaciones son en firme y las operaciones pueden ser electrónicas o telefónicas, siempre a través de mediadores especialmente autorizados que aportan la red a la que sólo acceden las entidades gestoras autorizadas para ello, las denominadas negociantes de deuda. La experiencia de los últi-

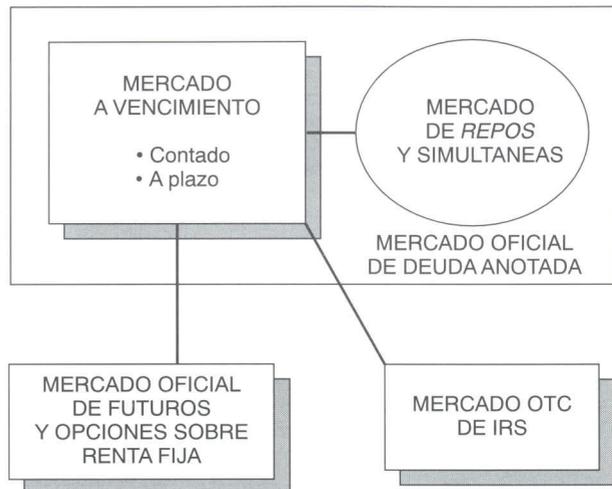
mos años ha cuestionado repetidamente la propia existencia de este segmento, cuyo objetivo de contribuir a la liquidez global gracias al anonimato de las grandes operaciones no es claro se haya cubierto. Por último, existe un tercer ámbito de negociación, el mercado formado por las gestoras con sus terceros. Recientemente, con la Orden de 16 de enero de 1992, se aprobó un sistema de negociación, liquidación y compensación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de deuda pública en las bolsas de valores, un segmento minorista que trata de contribuir a la transparencia del mercado entre gestoras y terceros, al fijar una referencia más para las compraventas simples.

### C) Tipología operativa

En el mercado de deuda anotada, se desarrollan tres grandes tipos de operaciones. En primer lugar, las operaciones de compraventa simple al contado, con fecha valor antes de cinco días hábiles desde la fecha de contratación. Se trata de un mercado que en los últimos años ha ganado profundidad y liquidez de manera espectacular. En segundo lugar, las operaciones de compraventa simple a plazo, con fecha-valor más allá de los cinco días hábiles posteriores a la contratación. Son las únicas operaciones que están limitadas para los terceros, al exigirse a las entidades gestoras determinados formatos contractuales. En los últimos años, estas operaciones han cedido su importancia al mercado oficial de futuros de MEFF, que se desarrolla en paralelo a otro de opciones y que, tras su victoria frente a los contratos que trató de lanzar LIFFE, ha consolidado su madurez. Este mercado oficial constituye un ámbito más apropiado para la necesaria estandarización y seguridad de contrapartida de unas operaciones en las que subyace un riesgo de crédito a considerar —ligado al riesgo de perder, por incumplimiento de la contrapartida, las eventuales plusvalías acumuladas—, ya que éstas son bilaterales y sobre un valor real en el mercado de deuda anotada.

En tercer lugar, cabe destacar tres modalidades de operaciones de cesión temporal: la compraventa con pacto de recompra a fecha fija; la compraventa con pacto de recompra a la vista, con opción de recompra durante el período estipulado, y las simultáneas. La diferencia entre los pactos de recompra y las simultáneas, una de las novedades más importantes de los últimos años, reside en la disponibilidad de los valores por parte del comprador, pero tienen en común su contabilización como pasivos en las entidades de crédito. En las simultáneas, el comprador puede vender el valor a vencimiento o a una fecha de recompra más allá de la inicial de reventa; es decir, le permite realizar ventas de valores simples al descubierto, adquiriendo los valores con pacto de reventa a corto plazo. Ello hace posibles estrategias de *short selling*, útiles en la

## ESQUEMA 1 ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA ANOTADA Y LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS DERIVADOS MAS RELACIONADOS



especulación orientada por diferenciales de rentabilidad entre valores diferentes: los llamados *switchs* de deuda, que se realizan ponderando las posiciones de signo contrapuesto con las sensibilidades (6) de los valores vendidos y comprados, y cubriendo y financiando éstas, respectivamente, con simultáneas de signo simétrico, de tal forma que la estrategia puede realizarse sin necesidad de que exista una posición inicial previa. Esto no es posible en las cesiones temporales tradicionales en nuestro país: las compraventas con pacto de recompra.

Además, las simultáneas permiten la venta a terceros, de nuevo en simultánea, de posiciones adquiridas por las gestoras de esta manera —lo que estaba prohibido en los *repos* tradicionales (no podían hacerse *repos* de *repos* a terceros)— y son contabilizadas por las entidades de crédito como pasivos, al igual que los *repos*. De hecho, por estas diferencias, las simultáneas se parecen más a los genuinos *repos* que caracterizan otros mercados europeos que a los *repos* tradicionales, y son profusamente utilizadas por los no residentes para financiar sus posiciones.

En los últimos años, el crecimiento de la negociación al contado y el desarrollo de los mercados de futuros han reequilibrado los pesos de la negociación al contado simple y de las operaciones de cesión temporal, tanto en el segmento entre titulares como en el de titulares frente a terceros o entre los propios terceros. Este desarrollo ha tenido su origen en la actividad de los no residentes, unos terceros en el sistema de la Central que, paradójicamente, han revitalizado la negociación entre titulares.

## SIMULTANEAS Y REPOS

El objetivo de esta nota es aclarar algunos aspectos conceptuales de las diferencias entre las cesiones con pacto de recompra, que siempre han existido en el mercado de deuda anotada, y las más recientes, conocidas como simultáneas. Las *simultáneas* y *repos* realizadas con deuda pública anotada son operaciones financieramente idénticas, pero existen entre ellas importantes diferencias históricas, registrales y contables. Desde un punto de vista financiero, las ventas simultáneas o las cesiones con pacto de recompra —conocidas como *repos*— pueden interpretarse de la misma forma: o bien como un préstamo garantizado con uno o varios valores —los subyacentes a la operación y cuyo valor de mercado determina el efectivo del préstamo (colateral)— o, paralelamente, como una venta de valores sujeta a un compromiso de recompra, que se materializará en firme a la fecha de amortización del valor subyacente. En la contabilidad actual de las entidades de crédito ambas operaciones generan un pasivo por el efectivo de la cesión temporal, no computable en el coeficiente de caja obligatorio, aun cuando el comprador sea un cliente. Fiscalmente, el tratamiento es también homogéneo: las rentas de las adquisiciones temporales, sean de una u otra modalidad, no exigen retención fiscal a cuenta en el impuesto del comprador.

¿Cuáles son, pues, las diferencias entre *repos* y *simultáneas*? El origen de las diferencias está en las condiciones de su registro por la Central de Anotaciones. Por razones puramente técnicas, la Central no permite que el plazo de la cesión con pacto de recompra supere el plazo sobre el que el vendedor dispone del usufructo del valor cedido. Es decir, no se puede vender *repo* a tres meses, por ejemplo, una letra del Tesoro adquirida previamente con pacto de reventa a sólo dos meses. Esta limitación ya existía con los pagarés del Tesoro y fue extendida a las letras del Tesoro en 1987.

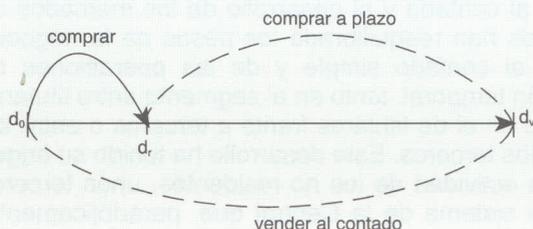
Además, hasta los años noventa, también por razones

### ESQUEMA 1 EQUIVALENCIAS FINANCIERAS DE LAS OPERACIONES TEMPORALES

#### 1. Venta temporal de un valor



#### 2. Compra temporal de un valor



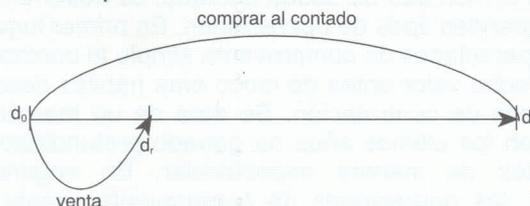
$d_0$  = fecha valor de la operación.  
 $d_r$  = fecha de vencimiento de la operación temporal.  
 $d_v$  = fecha de vencimiento del activo subyacente.

puramente técnicas, la Central no permitió la realización por las entidades gestoras del mercado de «*repos de repos*» sobre deudas con cupón periódico —aunque sí sobre letras— a sus terceros. Ello impidió que el proceso de comercialización de la deuda que se desarrolló en la segunda mitad de los ochenta con pagarés y letras, se reprodujera en términos exactamente equivalentes en los bonos y obligaciones del Estado.

Ambas limitaciones hicieron que a lo largo de 1988-1990 se desarrollaran las operaciones *simultáneas*, que no con-

### ESQUEMA 2 POSIBILIDADES OPERATIVAS DE LAS SIMULTANEAS

#### 1. Compra financiada (también posible con cesiones con pacto de recompra)



#### 2. Venta al descubierto



$d_0$  = fecha valor de la operación.  
 $d_r$  = fecha de vencimiento de la operación temporal.  
 $d_v$  = fecha de vencimiento del activo subyacente.

sistían sino en la realización «simultánea» y frente a una misma contrapartida de las dos operaciones a que equivale financieramente una cesión con pacto de recompra: una venta al contado del valor subyacente y una paralela compra a plazo del mismo, con fecha valor al final del plazo de vigencia del *repo* sintético. Estas operaciones permitían al cesionario vender en firme los valores, escapando a las limitaciones técnicas de la Central: tanto las que prohibían el *repo* de *repo* a terceros como las referidas al período de usufructo. Con las *simultáneas* una entidad podía comprar o vender valores al contado, respectivamente, sin dinero —lo que ya podía hacer con los *repos*— o sin papel. Por ejemplo, vender en contado un valor «al descubierto» —es decir, sin disponer del papel en firme, lo que se conoce como *short selling*—, adquiriéndolo en simultánea: algo imposible con los *repos* tradicionales. Esta modalidad de operatoria, de carácter marcadamente especulativo, ha contribuido a hacer al mercado al contado más líquido, en la medida en que éste ha ganado en flexibilidad y versatilidad. Ha permitido el desarrollo de los llamados *switch*, estrategias guiadas por la expectativa, no ya de desplazamientos de la curva de rentabilidades hacia arriba o hacia abajo, sino de cambios en las posiciones relativas de los diferentes valores a lo largo de la curva.

Las *simultáneas* pasaron un período inicial de incertidumbre sobre su estatuto legal, ya que tardaron en ser reconocidas como tales por el Banco de España y por la Central. Se las relacionaba con las heterodoxas operaciones de «apar-

camiento» de valores, en las que la venta no se lleva a cabo por un criterio de valor de mercado, y ello retrasó su reconocimiento expreso. En junio de 1990 el Banco de España las legaliza públicamente, al reconocerlas como operaciones indivisibles y generadoras de un pasivo bancario por el efectivo de la venta, cuando son realizadas por entidades de crédito. Después, el Banco de España las considera en la Circular 4/91, sobre normas de contabilidad, exigiendo a las compras en *simultáneas* que cubren una venta al descubierto (*short selling*) un tratamiento contable del colateral o garantía de la operación diferenciado: el efectivo de la venta se contabiliza en una cuenta de pasivo —acreedores por valores— que se valora a precios de mercado de los valores cedidos, con el consiguiente reflejo de las diferencias en la cuenta de pérdidas y ganancias, en los mismos términos previstos por la circular para el préstamo de valores. De esta manera, si el precio de los valores cedidos —los que garantizan el pasivo generado— cae en el mercado, el cesionario debe registrar una pérdida.

Las *simultáneas* son, pues, operaciones más completas contable y registralmente que las ventas con pacto de recompra tradicionales en el mercado español. Su auge, en un contexto en el que todavía no se ha desarrollado el préstamo de valores en el mercado entre miembros, ha sido desde el año 1992 espectacular. Las *simultáneas* —y no los *repos* tradicionales de nuestro mercado— son, de hecho, operaciones

equivalentes en sus consecuencias operativas, a lo que en mercados de otros países se conoce genuinamente como *repos*.

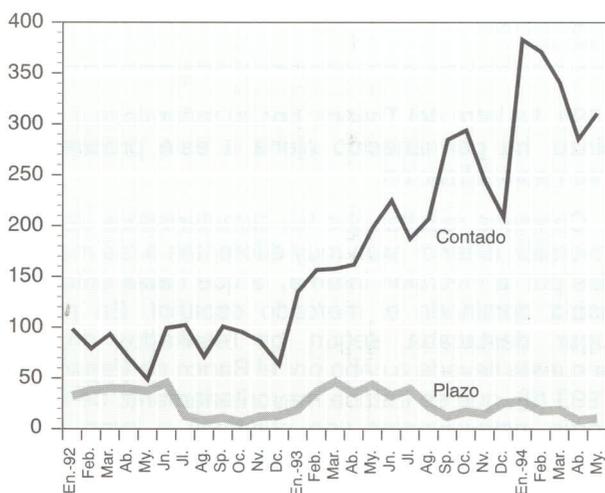
Las *simultáneas* han tenido un gran desarrollo también en el sector no residente del mercado. Las entidades no residentes que actúan en el mercado español han utilizado intensamente las *simultáneas* bien como instrumento alternativo a los acuerdos a plazo en tipo de cambio para cubrirse del riesgo de cambio, o bien para cubrirse de papel en sus ventas al contado al descubierto de carácter especulativo, o, simplemente, para financiar en moneda local y sencillamente sus posiciones. Por eso, puede decirse que la parte de las carteras de éstos ligada a operaciones *simultáneas* —en torno a dos millones de pesetas en los últimos meses— es la que responde a objetivos de inversión de más corto plazo o especulativos: la parte, en definitiva, más sensible a los cambios del nivel de precios del mercado. Las entidades financieras miembros del mercado han dado contrapartida a este uso de las *simultáneas* de los no residentes, de forma que existe ahora en sus carteras una fuerte posición larga en *simultáneas*, la simétrica a la posición corta de los no residentes frente a sus entidades gestoras, con amplias consecuencias negativas sobre el diferencial positivo que siempre debe existir entre los tipos de interés de depósitos interbancarios y los de *repos* o *simultáneas* de plazos equivalentes, el llamado diferencial *depo-repo*.

### 3. La comercialización de la deuda y las carteras

En este epígrafe, nos ocuparemos de los cambios que en los últimos años han tenido lugar en el proceso de comercialización de la deuda, a fin de extraer conclusiones sobre la estructura de la deuda según los distintos participantes en el mercado. La principal conclusión que obtendremos es que el

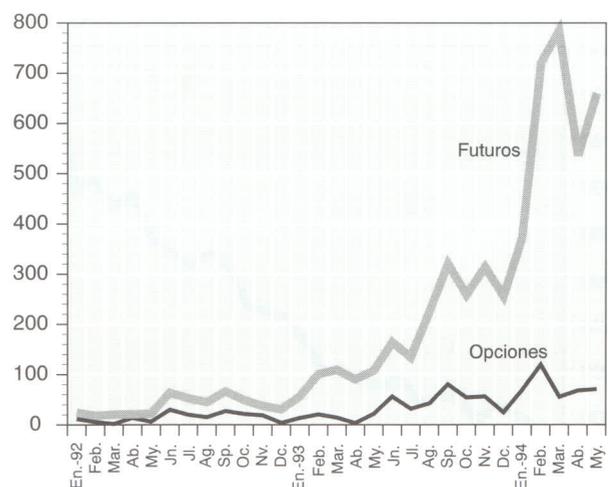
sector interno no bancario sigue siendo marginal en la distribución de la deuda a vencimiento, a pesar del desarrollo de los fondos de inversión, y en contraste con lo que sucede en los *repos* o respecto al sector no residente. Únicamente el desarrollo de una cultura inversora interna a largo plazo terminará equilibrando definitivamente el mercado español de deuda, ahora demasiado sesgado por el peso excesivo de los no residentes: un peso que no tiene por qué ser desestabilizador, ya que se trata de

GRAFICO 7  
VOLUMEN NEGOCIADO EN LOS MERCADOS DE CONTADO Y A PLAZO DE DEUDA PUBLICA  
(Medias de datos diarios en miles de millones de pesetas)



Fuente: AFI.

GRAFICO 8  
VOLUMEN NEGOCIADO EN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES DE RENTA FIJA  
(Medias de datos diarios en miles de millones de pesetas)



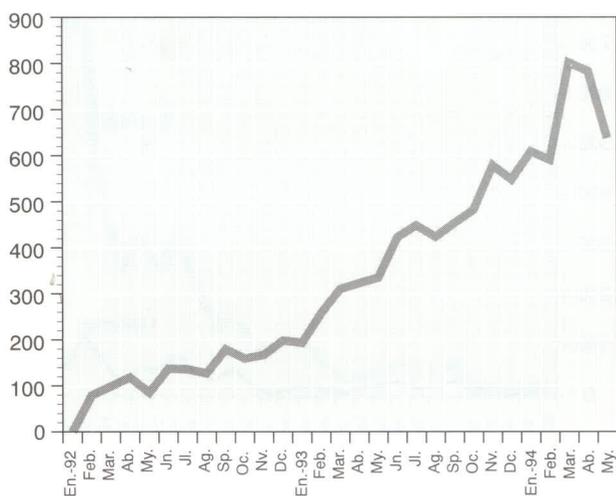
Fuente: AFI.

inversores a largo plazo, pero que podría generar, en períodos de incertidumbre, una mayor volatilidad de tipos de interés a largo plazo de la deseable.

En 1991, el mercado de deuda fue objeto de un cambio estructural (7), el segundo después del *big-bang* de 1987. La eliminación de trabas burocráticas y fiscales —que aun después de la liberalización de los movimientos de capital seguían dificultando la inversión de los grandes gestores de carteras internacionales—, gracias, por una parte, a la exención fiscal de las rentas obtenidas por la inversión en deuda española de los no residentes, desde el inicio de 1991, y, por otra, a la devolución automática de las retenciones practicadas sobre los cupones, instaurada unos meses después, sentó las bases para un desarrollo amplio de la inversión exterior (8).

Las expectativas de convergencia que alimentaba, en el contexto de optimismo sobre la unión europea previo a la firma del Tratado de Maastricht, el «exceso de credibilidad» de que gozaba la política económica española impulsaron la rápida absorción por los no residentes de espectaculares volúmenes de bonos y obligaciones del Estado español a lo largo de 1991. Si, al inicio de ese año, el peso de los no residentes en el saldo vivo de deuda a medio y largo plazo era prácticamente nulo, al final de él se había situado en algo más de dos billones de pesetas. A fines de abril de 1994, el saldo vivo de deuda en poder de no residentes ascendía a 6,3 billones, lo que suponía un 44 por 100 del saldo vivo total de deuda a medio y largo plazo, porcentaje que al final de 1993 alcanzaba prácticamente el 50 por 100. Casi el 90 por 100 de la emisión nueva fue a parar a manos de no residentes durante el período 1991-

**GRAFICO 9**  
**VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO**  
**DE SIMULTANEAS SOBRE DEUDA DEL ESTADO**  
**(Medias de datos diarios en miles**  
**de millones de pesetas)**



**CUADRO NUM. 6**  
**ESTRUCTURA DE LA NEGOCIACION**  
**DEL MERCADO SECUNDARIO**

	Deuda pública anotada (a)			MEFF - Renta Fija	
	Mercado al contado	Mercado a plazo	Mercado simultáneas	Mercado de opciones	Mercado de futuros
<b>1992</b>					
Ene. ....	98,4	32,5	—	11,4	24,3
Feb. ....	79,0	38,0	79,0	5,7	18,2
Mar. ....	93,4	39,9	98,5	1,7	20,3
Abr. ....	69,8	39,7	118,3	13,7	20,7
May. ....	48,7	37,4	84,8	8,5	22,3
Jun. ....	99,1	45,1	137,3	29,9	63,2
Jul. ....	102,0	12,7	135,9	19,6	52,2
Ago. ....	71,1	8,3	127,2	14,8	44,7
Sep. ....	100,6	10,7	179,3	27,0	66,0
Oct. ....	95,3	6,6	159,1	21,0	48,5
Nov. ....	85,9	12,1	167,0	18,3	37,4
Dic. ....	63,0	13,0	198,5	3,3	30,8
<b>1993</b>					
Ene. ....	134,5	19,0	193,5	13,2	56,3
Feb. ....	156,2	36,3	257,5	20,4	100,5
Mar. ....	157,4	46,2	310,3	13,8	108,9
Abr. ....	161,6	35,1	323,1	3,2	90,2
May. ....	197,4	43,5	335,1	21,5	107,3
Jun. ....	224,5	32,3	422,6	56,0	164,2
Jul. ....	186,8	29,3	448,9	31,8	133,8
Ago. ....	206,7	22,2	423,5	42,6	225,0
Sep. ....	284,4	12,2	454,0	80,6	320,4
Oct. ....	293,9	17,0	482,2	54,4	259,0
Nov. ....	243,9	14,5	579,0	56,3	314,0
Dic. ....	208,4	25,6	548,1	24,5	256,0
<b>1994</b>					
Ene. ....	383,1	27,3	609,0	68,8	373,0
Feb. ....	371,1	17,9	590,9	119,5	720,6
Mar. ....	340,6	18,8	801,6	55,1	791,5
Abr. ....	285,2	8,8	783,0	67,9	535,7
May. ....	310,8	10,5	638,1	70,5	660,0

Medias mensuales del volumen diario de negociación entre miembros, en miles de millones de pesetas.  
Fuente: AFI.

1993. La letra del Tesoro, por su naturaleza a corto plazo, ha permanecido ajena a este proceso de internacionalización.

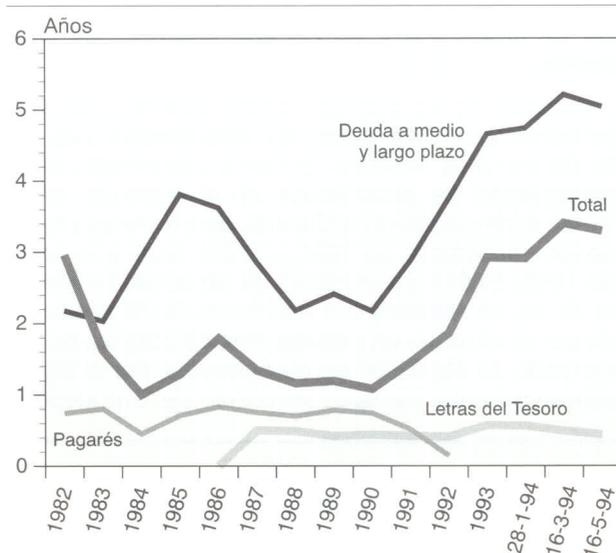
Conviene resaltar que las características de esta inversión exterior eran muy diferentes a las mostradas por la inversión interna, la que hasta entonces había dominado el mercado español. En primer lugar, destacaba, según los resultados de una encuesta llevada a cabo por el Banco de España en 1993 (9), que se trataba mayoritariamente de inversores institucionales con objetivos a largo plazo —fondos de inversión con este horizonte y fondos de pensiones suman el 54 por 100 de la actividad, según la encuesta—, precisamente el tipo de inversores de que adolecía y adolece el mercado espa-

**CUADRO NUM. 7**  
**ESTRUCTURAS DE LA DEUDA DEL ESTADO.**  
**1987-1993**  
**(En miles de millones a fin de año)**

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Bonos del Estado	Obligaciones del Estado
1987 .....	2.538,0	5.332,0	2.250,5	774,4
1988 .....	3.657,9	5.051,4	3.244,3	740,4
1989 .....	5.403,7	4.570,9	3.541,1	667,1
1990 .....	7.382,3	3.707,8	4.158,7	649,5
1991 .....	7.711,9	2.629,0	5.777,3	1.090,0
1992 .....	9.789,5	731,9	5.829,1	2.186,8
1993 .....	10.723,3	0,0	10.347,9	4.952,3

(\*) Los pagarés del Tesoro tuvieron un tratamiento fiscal especial hasta 1992. Actualmente, no existe saldo vivo ni emisiones nuevas.

**GRAFICO 10**  
**EVOLUCION DE LA VIDA MEDIA DE LA DEUDA PUBLICA ESPAÑOLA**



Nota: La deuda Total incluye la deuda asumida por el Estado.

ñol, profundamente marcado por la estrategia del *repo* de las entidades bancarias y por un generalizado sesgo hacia el corto plazo del ahorrador último (10). En segundo lugar, los inversores no residentes se han caracterizado por un alto grado de participación en el mercado secundario, mostrando que su gestión de carteras es muy activa. Se trata esta última de una evidencia que también contrasta con la vivida en el mercado español antes de su incorporación: los inversores no residentes están mostrando al inversor español que los objetivos de inversión a largo plazo —la vocación por el largo plazo— no están reñidos con una gestión activa y valorada a precios de mercado.

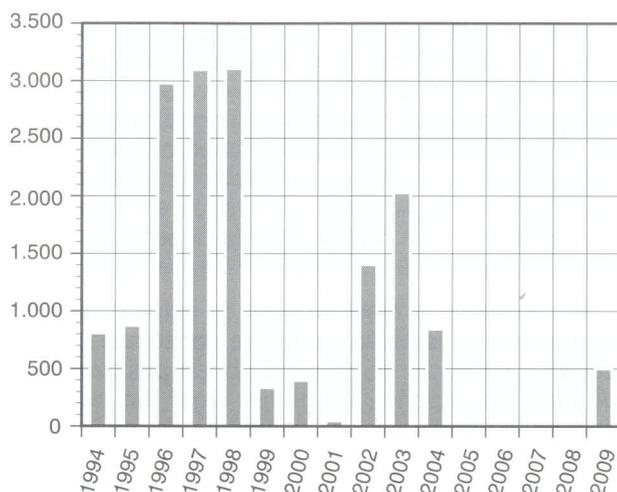
El proceso de internacionalización de la deuda pública española —que lo sucedido desde junio de 1992 avala como irreversible— ha supuesto un

«cambio estructural» para el mercado, al menos por tres razones: 1) ha transformado el proceso de formación de precios, haciendo del tipo de cambio un factor mucho más decisivo que en el pasado, al afectar directamente a las rentabilidades esperadas de una porción relevante del mercado; 2) se ha constituido prácticamente en el único factor de desarrollo del segmento a largo plazo del mercado, ante la insuficiencia cuantitativa de la inversión institucional genuinamente doméstica en nuestro país, y 3) ha ampliado el tamaño del mercado secundario de operaciones al contado a vencimiento, antes subdesarrollado, y ha permitido un avance sin precedentes indirecta, y en menor medida directamente, del mercado de derivados de MEFF-Renta fija (11).

No obstante, el elevado peso de estos inversores no residentes también ha tenido consecuencias de carácter institucional, algunas no tan positivas para el mercado español. En primer lugar, ha puesto a prueba la hegemonía del segmento de las transacciones entre «miembros» o «titulares» —condición a la que no pueden acceder los no residentes— como núcleo central en la formación de precios, al generarse un relevante submercado «entre terceros» no residentes, que sólo nominalmente pertenece al Sistema de Anotaciones en Cuenta, y que fundamenta su actividad en los sistemas de liquidación y compensación que nacieron originalmente en el mercado de eurobonos, Euroclear y Cedel; unos sistemas que, al incluir hoy bonos domésticos, compiten con los sistemas internos en aquellos países en los que éstos existen. En segundo lugar, el desarrollo de la inversión exterior ha permitido sólo muy tardía, desigual y parcialmente el crecimiento de la actividad comercial de las entidades gestoras domésticas, teóricamente las encargadas de ofrecer el servicio de custodia en la Central de Anotaciones a sus terceros, en muchos casos, cuando se trata de no residentes, instituciones o fondos, con un peso específico muy superior al de cualquier miembro del mercado. Según estimaciones del Banco de España, nada menos que un 75 por 100 del saldo vivo de los no residentes estaba, en septiembre de 1993, depositado en Euroclear y Cedel, sistemas en los que estos inversores liquidan y compensan sus operaciones con deuda española. Más recientemente, a lo largo de 1993, este porcentaje ha debido reducirse, gracias al efecto sobre los depósitos de la operatoria en simultáneas, hasta un 57 por 100. Este cambio de tendencia tiene vital importancia para la supervivencia del mercado español en el mercado financiero único.

La conexión, o «puente», entre el sistema doméstico y los sistemas externos se realiza a través de las dos únicas entidades españolas con cuenta propia en estos últimos. Los clientes no residentes de entidades españolas que, a pesar de la eficacia del sistema de liquidación doméstico, prefieren —generalmente por coste, al generar economías de escala— mantener sus saldos depositados en Euroclear

GRAFICO 11  
**VENCIMIENTOS DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO  
 Y LARGO PLAZO A JUNIO DE 1994**  
 (En miles de millones de pesetas)



Nota: En 1997 se incluyen 869.000 millones de vencimientos de deuda especial.

o Cedel, «pertenecen» nominalmente a las cuentas de terceros de estas dos entidades en la Central, que «custodian» así los saldos de las demás entidades españolas. Como ejemplo del peso que han alcanzado estos sistemas externos, baste señalar el efecto «contagio» que han provocado en las costumbres del mercado doméstico: mientras en el pasado, antes de 1991, en el mercado al contado eran las operaciones con «valor el mismo día» las más frecuentes —gracias al eficaz sistema de entrega contra pago de la Central—, hoy es más frecuente la operatoria con «valor semana», la hegemónica en los menos eficaces sistemas de los euromercados.

El saldo vivo neto de deuda pública en poder de los no residentes, que, como es conocido, se concentra en los bonos y las obligaciones, observó un máximo de algo más de 2,5 billones de pesetas justo antes del primer referéndum de ratificación del Tratado de la Unión Europea. Después, en los meses de agosto a octubre de 1992, tuvo lugar un descenso importante —unos 700.000 millones—, generado fundamentalmente tras las medidas «anti-especulación» de la Circular 17/92 del Banco de España. Aunque aún no habían desaparecido las tensiones contra la peseta, el descenso del saldo «tocó fondo» en los meses de noviembre y diciembre, para más tarde, a lo largo de toda la primera mitad de 1993, recuperar el nivel perdido en el semestre anterior, e incluso sobrepasarlo, para marcar nuevos máximos al cierre del ejercicio.

Esta evolución pone de manifiesto la importancia de un análisis contextualizado del saldo neto de los no residentes que publica la Central de Anotaciones. Este saldo es una cartera neta —como lo son todos los saldos registrados y publicados por la

Central—, es decir, el neto de los activos y pasivos en deuda del Estado español mantenidos por no residentes.

Las operaciones de compra o de venta llamadas «simultáneas» —que no son sino *repos* que, como hemos señalado, permiten la «venta al descubierto» y el «*repo de repo*»— afectan, pues, al saldo neto de terceros no residentes que publica la Central de Anotaciones, como afectan también los *repos* a cualquiera de los saldos sectoriales que publica la Central (12). Se trata éste de un saldo neto, resultado de sustraer a la cartera contable el saldo de cesiones *repo* —de importancia marginal— y de simultáneas, de importancia desde finales de 1992 muy relevante. Según estimaciones del Banco de España (13), al final de abril de 1994, el saldo de deuda cedido por los no residentes en simultáneas alcanzaba los 2,2 billones de pesetas. Al final de 1993, este saldo se elevaba a 2,8 billones de pesetas. Es decir, al saldo neto publicado por la Central de Anotaciones habría que añadir los saldos de simultáneas que financian las posiciones reales de los no residentes y en los que invierten los residentes.

Aunque no se publican datos directos, es muy probable que este saldo de simultáneas sea un fenómeno muy reciente. El fuerte crecimiento de la negociación de simultáneas en el mercado entre titulares de cuenta en la Central, que ha tenido lugar desde septiembre de 1992 y sobre todo a lo largo de 1993, podría ser el reflejo de un acceso creciente de los no residentes a una forma de financiación de sus posiciones en pesetas menos costosa que el mercado de depósitos en europesetas, por el lógico diferencial entre los tipos de interés del eurodepósi-

CUADRO NUM. 8  
**VIDA MEDIA EN AÑOS DE LA DEUDA  
 DEL ESTADO NEGOCIABLE**  
 (Según amortizaciones efectuadas)

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	Total
1982 .....	—	0,74	2,18	2,96
1983 .....	—	0,8	2,03	1,62
1984 .....	—	0,45	2,93	1,00
1985 .....	—	0,71	3,81	1,29
1986 .....	—	0,83	3,62	1,79
1987 .....	0,50	0,75	2,85	1,34
1988 .....	0,49	0,7	2,18	1,16
1989 .....	0,42	0,78	2,41	1,19
1990 .....	0,44	0,74	2,17	1,08
1991 .....	0,42	0,51	2,88	1,45
1992 .....	0,41	0,14	3,75	1,86
1993 .....	0,57	—	4,66	2,92
28-Ene-94 ...	0,56	—	4,74	2,91
16-Mar-94 ...	0,49	—	5,21	3,40
16-May-94 ...	0,44	—	5,04	3,29

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y AFI.

to y el de la simultánea. Estos inversores habrían «aprendido el camino» de las simultáneas a raíz de las limitaciones que la circular anti-especulación supuso para la financiación en eurodepósitos, convirtiéndose el proceso de traslado de sus posiciones cortas hacia el mercado doméstico en irreversible, gracias a sus ventajas en coste y a la eficiencia de la Central de Anotaciones.

El importante saldo de simultáneas implícito en las cifras de la Central indica que el peso de la cartera contable de los no residentes en el mercado a vencimiento es muy superior al que las cifras netas reflejan. Ello explica también el fuerte ascenso de las carteras netas de las entidades financieras, principales inversoras en simultáneas durante 1993. Estas instituciones han venido financiando las posiciones de los no residentes con simultáneas, aunque también lo han hecho los fondos de inversión. El Tesoro se ha financiado en 1993, por tanto, gracias a sus fuertes emisiones a medio y largo plazo adquiridas por los no residentes, pero al financiar éstos gran parte de sus adquisiciones mediante cesiones en simultáneas, la financiación pública siguió provocando un alto crecimiento monetario —medido por los Activos Líquidos del Público (ALP)— en 1993.

Como estos inversores no han querido asumir riesgo de cambio —no han confiado en la peseta, pero sí en el descenso de los tipos de interés a largo plazo—, han venido cubriendo sus posiciones activas en deuda española con pasivos en pesetas. En 1993, han hecho un gran descubrimiento: las simultáneas les permiten financiar sus carteras a un coste inferior al eurodepósito, el instrumento dominante durante la crisis de 1992. La importancia de este cambio ha sido decisiva para alterar la tendencia del mercado a liquidar sus operaciones a través de los sistemas externos del euromercado, ya que la actividad en simultáneas hace conveniente la liquidación directa desde una cuenta de terceros del sistema interno.

Una primera conclusión debe realizarse desde un punto de vista institucional. Parece evidente que el hecho de que el porcentaje del saldo de deuda española depositado en Euroclear o Cedel se haya

mantenido en niveles elevados —estable en torno al 75 por 100 del saldo total antes del *boom* de las simultáneas de 1993— pone de manifiesto la necesidad de cambios en la estrategia comercial de muchas entidades gestoras —que deben mejorar sus servicios de custodia— y/o la apertura a los no residentes de la condición de miembro del mercado, si se pretende que éstos depositen, como sería deseable para el desarrollo de nuestro mercado interior, sus saldos en el sistema de liquidación doméstico.

En 1993, el avance de la operatoria, genuinamente doméstica, en simultáneas entre residentes y no residentes, ha permitido una ruptura de la tendencia de los no residentes a liquidar y compensar sus operaciones en deuda española a través de los sistemas internacionales, y ello debe valorarse de forma claramente positiva. Por otra parte, esta situación ha provocado, como consecuencia derivada —al surgir una nueva fuerza en el mercado por el lado de la venta—, un estrechamiento estructural de los diferenciales entre los tipos de los depósitos interbancarios y los de las simultáneas.

Desde un punto de vista macroeconómico, el saldo vivo de deuda del Estado en manos de no residentes que publica la Central de Anotaciones no puede considerarse como el indicador más apropiado de la confianza exterior en la peseta, aunque sí pone de manifiesto la creciente internacionalización del mercado de bonos y obligaciones del Estado y, en este sentido, la confianza de los no residentes en los valores españoles como un área del mercado internacional con la que poder diversificar sus carteras. Lo sucedido desde junio de 1992 muestra un cambio estructural en las vías de cobertura del riesgo de cambio por parte de estos inversores, desde las posiciones cortas en eurodepósitos hacia las simultáneas, que ha permitido el seguimiento por parte de los inversores no residentes de estrategias, sobre todo desde el inicio de 1993, que apostaban por el descenso de los tipos de interés en nuestro país —por plusvalías en los bonos, por tanto— y, al mismo tiempo, por la caída de la peseta (comprar bonos y vender pesetas).

**CUADRO NUM. 9**  
**ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO**  
**DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO**  
(En miles de millones de pesetas)

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Banco de España .....	225,5	320,8	375,4	444,7	505,6
Entidades financieras .....	3.019,7	3.164,6	4.450,2	5.517,2	6.148,6
No residentes .....	512,8	2.078,9	1.778,9	7.059,3	6.772,7
Público .....	874,9	1.303,1	1.411,3	1.310,1	2.015,5
<b>TOTAL .....</b>	<b>4.632,9</b>	<b>6.867,3</b>	<b>8.015,8</b>	<b>14.331,3</b>	<b>15.442,4</b>

Nota: Saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

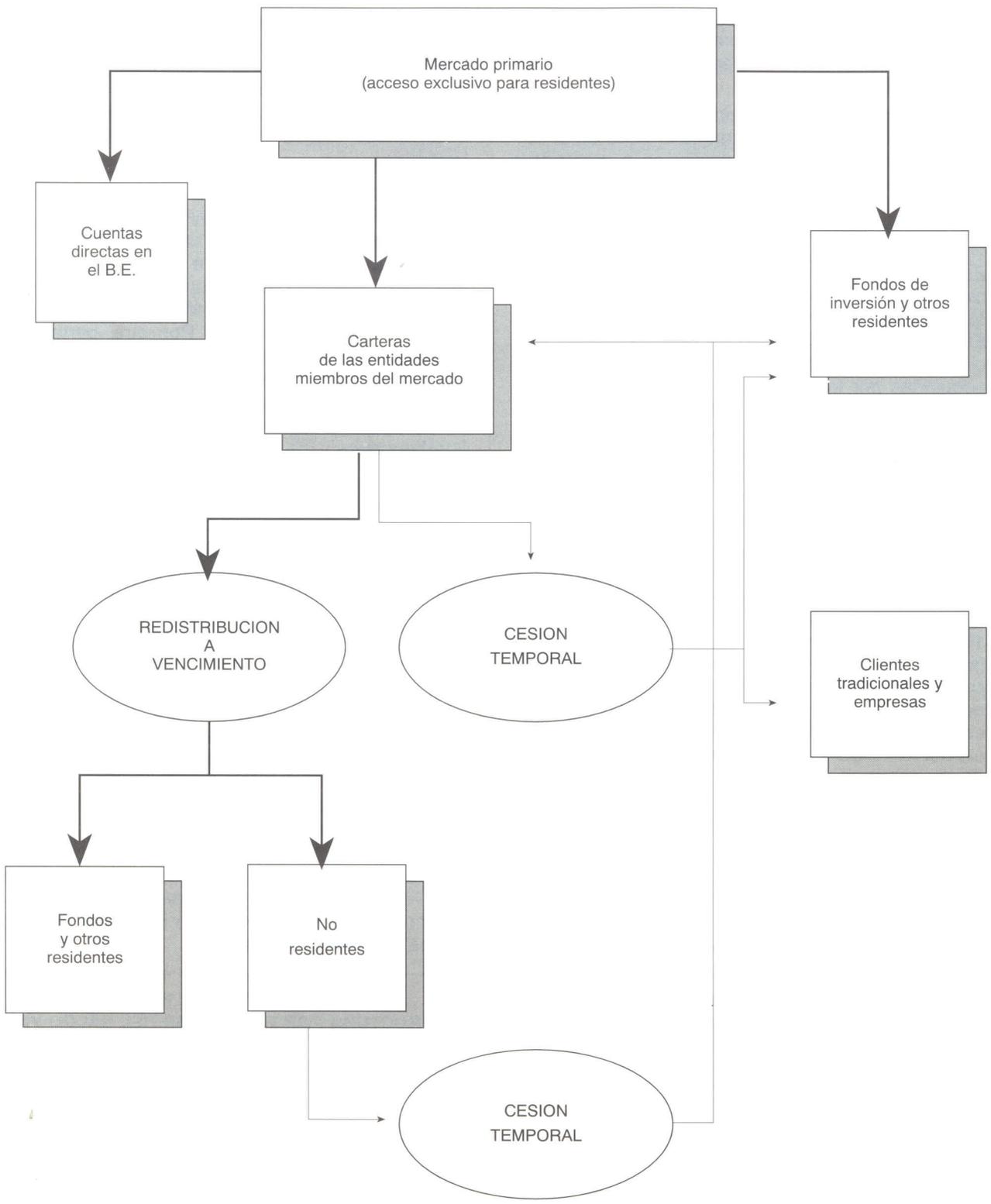
**CUADRO NUM. 10**  
**ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO**  
**DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO**  
(Estructura porcentual)

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Banco de España .....	4,9	4,7	4,7	3,1	3,3
Entidades financieras..	65,2	46,1	55,5	38,5	39,8
No residentes .....	11,1	30,3	22,2	49,3	43,9
Público .....	18,9	19,0	17,6	9,1	13,1
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Nota: Sobre saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

**ESQUEMA 2**  
**PRINCIPALES FLUJOS DE DISTRIBUCION DE LA DEUDA PUBLICA EN 1994**

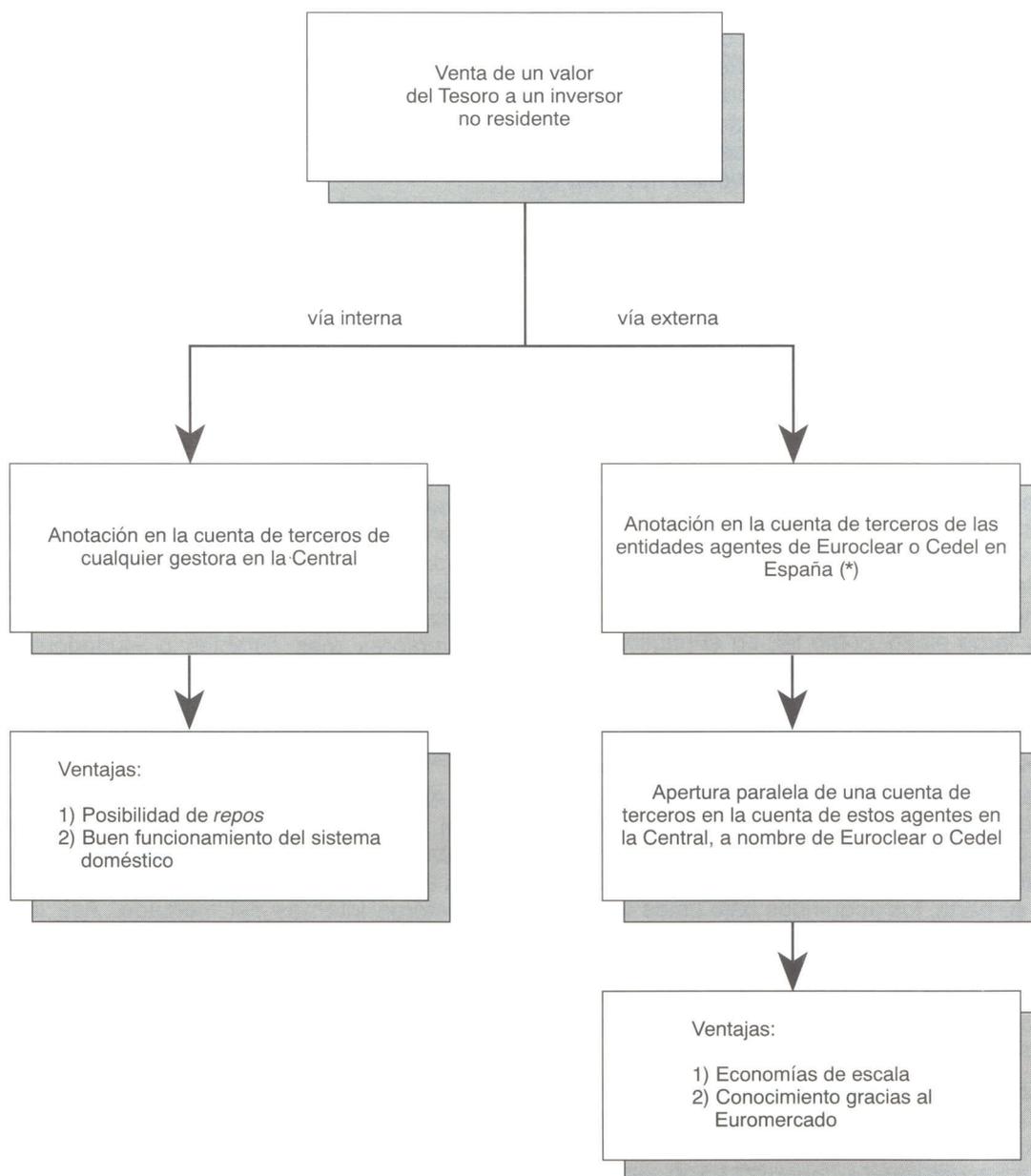


—————> Flujos a vencimiento  
 - - - - -> Flujos repo o simultáneas (cesión temporal)

Estas estrategias otorgan, en nuestra opinión, más probabilidad a una *hipótesis de estabilidad* en estos saldos: la presumible estabilidad, eso sí, mientras España siga la senda de la convergencia política y económica con el resto de Europa, de los saldos de los inversores extranjeros orientados a objetivos de rentabilidad a largo plazo debe ser matizada. Este componente coexiste con los saldos de inversores orientados al corto plazo o al puro *trading*. Sin embargo, estos saldos no necesariamente hacen menos estable la financiación del défi-

cit, ya que gozan, en el desarrollado mercado español, de instrumentos de gestión de sus riesgos más que suficiente. Gracias a los mecanismos de financiación vía simultáneas, pueden, dentro del sistema de la Central de Anotaciones, cubrir el riesgo de cambio, y gracias al potente mercado interno de futuros de MEFF, disponen de un ámbito ideal para la cobertura del riesgo de interés. En todo caso, el mercado español ha demostrado, gracias a su funcionamiento eficiente, ser ya uno de los más importantes para la inversión internacional, y ello no es

**ESQUEMA 3**  
**ALTERNATIVAS DE LIQUIDACION Y COMPENSACION DE LA DEUDA PUBLICA ANOTADA PARA LOS NO RESIDENTES**



(\*) Banco Santander para Euroclear y BBV para Cedel

coyuntural. La estabilidad de las posiciones en la deuda española tomadas por los no residentes dependerá, en nuestra opinión, más allá de la coyuntura de la peseta, de la pervivencia de las expectativas de convergencia genuina de la economía española frente a la comunitaria, dentro o fuera de una eventual unión monetaria. El tipo de cambio no es un factor relevante para poner en cuestión la estabilidad global del saldo de los no residentes, como tampoco lo son, después de la crisis de junio-septiembre de 1992, los avatares del proceso de institucionalización de la Unión Europea.

Finalmente, debe destacarse que la incorporación no residente al mercado debe considerarse positiva para el desarrollo del mercado desde una perspectiva histórica, pero ello no puede dejar de hacer destacable la necesidad de desarrollar una inversión institucional doméstica orientada al largo plazo. En el ámbito interno, conviene recordar que las cosas no han cambiado mucho en estos últimos años. El proceso de comercialización de la deuda del Estado hacia el público ha cambiado gracias a los fondos de inversión, que gestionan hoy más de 10 billones de pesetas, pero sólo en apariencia. Si en 1990 el 73,4 por 100 de la deuda en manos del público era «adquirida» por éste por la vía del *repo* a corto plazo frente al sistema crediticio, en 1994 este porcentaje se ha reducido al 54,8 por 100, pero exclusivamente gracias a lo sucedido en las letras del Tesoro, que sólo llegan vía *repo* a un 46 por 100 del saldo del público, frente al 71 por 100 de cuatro años antes.

Frente al 13 por 100 que representaba la deuda del Estado a medio y largo plazo sobre el patrimonio total de los fondos de inversión al final de 1993, los *repos* con el sistema bancario y los valores a corto plazo alcanzaban el 36,3 y el 28,4 por 100, respectivamente. La comercialización de la deuda a medio y largo plazo, como tal, en el público —o, lo que es lo mismo, el incentivo del ahorro privado a largo plazo— sigue siendo la gran asignatura pendiente del mercado de deuda del Estado.

El análisis de la evolución de las carteras de deuda a medio y largo plazo —reconstruidas a partir de los saldos netos que publica la Central de Anotaciones, añadiendo en cada caso los saldos financiados con *repos* por cada sector y deduciendo, por su parte, los adquiridos bajo estas operaciones—, en lo transcurrido del año 1994 —un período en el que ha tenido lugar una importante revisión al alza de los tipos de interés a largo plazo de todas las divisas, incluida la peseta— revela importantes evidencias.

En primer lugar, destaca el fuerte descenso de las carteras de los inversores no residentes que ha tenido lugar hasta abril. El saldo total de estos inversores se ha reducido en unos 771.100 millones en los cuatro primeros meses del año. Este descenso se ha concentrado en los inversores que financia-

**CUADRO NUM. 11**  
**ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO**  
**DE LETRAS DEL TESORO**  
**(En miles de millones de pesetas)**

	1990	1991	1992	1993
Banco de España .....	816,6	1.042,7	25,1	0,0
Entidades financieras .....	4.672,7	4.106,2	5.741,3	5.626,3
No residentes .....	107,1	107,7	70,8	55,0
Público .....	1.785,9	2.455,3	3.952,3	5.042,0
<b>TOTAL .....</b>	<b>7.382,3</b>	<b>7.711,9</b>	<b>9.789,5</b>	<b>10.723,3</b>

Nota: Saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

**CUADRO NUM. 12**  
**ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO**  
**DE LETRAS DEL TESORO**  
**(Estructura porcentual)**

	1990	1991	1992	1993
Banco de España .....	11,1	13,5	0,3	0,0
Entidades financieras..	63,3	53,2	58,6	52,5
No residentes .....	1,5	1,4	0,7	0,5
Público .....	24,2	31,8	40,4	47,0
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Nota: Saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

ban sus posiciones con *repos* en pesetas (operaciones simultáneas), lo que permite pensar que, presumiblemente, el impacto de la crisis vivida en el mercado sobre la inversión exterior en la deuda española se ha concentrado en el componente más especulativo (el orientado por rentabilidades a corto plazo) del sector, afectando en menor medida a los inversores más estables o «jugadores» de largo plazo (que apuestan por una depreciación de la peseta menor que la descontada por los diferenciales de rentabilidad o por la reducción de estos diferenciales).

Al aumentar el saldo vivo de bonos y obligaciones del Estado en 1,111100 billones en esos cuatro meses, la caída de la cartera de los no residentes ha supuesto un importante esfuerzo inversor en los sectores internos del mercado. Así, las entidades financieras internas han aumentado su cartera en algo más de un billón de pesetas y el público ha aumentado su peso en el saldo vivo en 768.200 millones en el mismo período. Estos aumentos de cartera se han concentrado en los meses de febrero y abril en el caso de las entidades y en enero y febrero en el caso del público. Nótese que el descenso de 0,8 billones estimado para los no residentes en esos cuatro meses encubre una evolución de signo diferente en enero respecto del resto de los meses.

Los no residentes elevaron sus carteras hasta un

**CUADRO NUM. 13**  
**CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO DEL PUBLICO**  
**(En miles de millones de pesetas)**

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Letras del Tesoro .....	6.127,4	7.062,0	8.613,9	9.325,0	8.027,0
Repo .....	4.341,5	4.606,7	4.661,6	4.283,0	3.686,8
A vencimiento .....	1.785,9	2.455,3	3.952,3	5.042,0	4.340,2
Bonos y obligaciones del					
Estado .....	3.085,8	3.786,9	4.363,9	5.685,6	6.037,5
Repo .....	2.210,9	2.483,8	2.952,6	4.375,5	4.022,0
A vencimiento (e) .....	874,9	1.303,1	1.411,3	1.310,1	2.015,5
Pagarés del Tesoro .....	1.668,2	1.374,0	423,2	—	—
Repo .....	1.429,5	618,8	259,4	—	—
A vencimiento .....	238,7	755,2	163,8	—	—
<b>TOTAL .....</b>	<b>10.881,4</b>	<b>12.222,9</b>	<b>13.401,0</b>	<b>15.010,6</b>	<b>14.064,5</b>
Repo .....	7.981,9	7.709,3	7.873,6	8.658,5	7.708,8
A vencimiento .....	2.899,5	4.513,6	5.527,4	6.352,1	6.355,7

(e) Estimación.

Fuente: Elaboración propia.

nivel histórico de 8,1 billones al final de enero para después reducir las drásticamente hasta 6,3 billones. Aquel ascenso tuvo un componente especulativo dominante, por lo que el descenso también lo ha sido. Los no residentes han destruido 1,8 billones desde el punto álgido alcanzado al final de enero, eliminando también las posiciones en simultáneas que los financiaban. Por eso, el saldo neto publicado por el Banco de España sólo se redujo en 774.000 millones en los cuatro meses y 290.000 millones en el período febrero-abril.

La absorción por los residentes de estas carteras tiene consecuencias muy diferentes según nos refiramos al sector de entidades de crédito o al público, que accede a la deuda fundamentalmente a través de los fondos de inversión. La cartera de las entidades financieras aumentó en 1,5 billones desde que comenzara la crisis, una cifra incluso superior a la correspondiente a todo el año 1993. Parece, pues, claro que la presión contable —la que se deriva de la aplicación de la circular 18/92 del Banco de España, que obliga a provisionar una producción de las minusvalías latentes de los bonos de la cartera de inversión— puede estar siendo relevante. En este sentido, interesa destacar el efecto negativo que podría estar provocando la contabilidad actual de las carteras de inversión de las entidades bancarias en un año, como 1994, de intensa reducción en el sector de los márgenes financieros y de alto nivel de morosidad. Esta distorsión juega en dos vías. Por una parte, atenaza las decisiones de inversión de las entidades en el mercado de deuda, aun cuando, paralelamente, éstas pueden estar concediendo créditos hipotecarios a tipo fijo y a largo plazo a niveles de rentabilidad interna coherentes con el contexto de tipos de enero pasado. El objetivo de la exigencia de los provisionamientos por minusvalías latentes era hacer conscientes a las entidades

**CUADRO NUM. 14**  
**CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO EN EL PUBLICO**  
**(Estructura)**

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Letras del Tesoro .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Repo .....	70,9	65,2	54,1	45,9	45,9
A vencimiento .....	29,1	34,8	45,9	54,1	54,1
Bonos y obligaciones del					
Estado .....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Repo .....	71,6	65,6	67,7	77,0	66,6
A vencimiento (e) .....	28,4	34,4	32,3	23,0	33,4
Pagarés del Tesoro .....	100,0	100,0	100,0	—	—
Repo .....	85,7	45,0	61,3	—	—
A vencimiento .....	14,3	55,0	38,7	—	—
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Repo .....	73,4	63,1	58,8	57,7	54,8
A vencimiento .....	26,6	36,9	41,2	42,3	45,2

(e) Estimación.

Fuente: Elaboración propia.

**CUADRO NUM. 15**  
**RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BANCO**  
**DE ESPAÑA SOBRE LAS CARACTERISTICAS**  
**DE LA INVERSION NO RESIDENTE EN DEUDA**  
**A MEDIO Y LARGO PLAZO ESPAÑOLA**

Características de inversor (¿cómo distribuiría el valor total de su actividad en deuda española según tipo de inversor?)

1. Fondos de inversión a largo plazo .....	41,6
2. Bancos .....	16,9
3. Fondos de inversión a corto plazo .....	14,3
4. Cartera propia .....	13,2
5. Fondos de pensiones .....	12,4
6. Empresas no financieras .....	0,8
7. Individuos .....	0,3
8. Otros .....	0,4
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>

Procedencia última de los recursos

1. Europa .....	64,9
De donde:	
— Alemania .....	16,1
— Francia .....	10,7
— Reino Unido .....	61,9
— Resto de Europa .....	11,3
2. Estados Unidos y Canadá .....	25,5
3. Japón .....	5,3
4. Otros .....	4,3
<b>TOTAL .....</b>	<b>100,0</b>

financieras del grave peligro del riesgo de interés en que incurrían cuando comercializaban la deuda por la vía de los repos masivos. Sin embargo, hoy puede estar generando una excesiva vulnerabilidad en el mercado de deuda.

**CUADRO NUM. 16**  
**ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO DE LA INVERSION**  
**COLECTIVA (1)**  
**(En miles de millones de pesetas)**

	IV 91	IV 92	IV 93
Frente al S. crediticio .....	1.706,1	2.921,6	4.412,0
Efectivo y depósitos .....	173,0	165,0	370,8
Repos .....	1.300,3	2.511,4	3.718,8
Valores .....	232,8	245,3	322,4
Frente a Adm. Públicas .....	1.839,1	2.636,9	4.505,9
Estado .....	1.710,1	2.430,0	4.237,3
Corto plazo .....	1.136,2	1.838,5	2.907,8
Largo plazo .....	573,9	591,5	1.329,6
Resto administraciones .....	90,3	138,1	182,1
Créditos .....	38,7	68,8	86,4
Frente a otros sectores residentes..	540,3	697,4	895,4
Renta fija .....	383,1	562,0	679,2
Corto plazo .....	176,3	238,9	247,4
Largo plazo .....	206,8	323,1	431,9
Renta variable .....	157,2	135,4	216,2
Frente al sector exterior .....	43,4	120,1	438,4
Total sectores .....	4.128,9	6.376,0	10.251,7
Total activo .....	4.341,6	6.635,9	10.603,5
Núm. de instituciones .....	662,0	732,0	822,0

(1) Incluye FIM, FIAMM, SIM y SIMCAV.

Por otra parte, la circular 18/92, que entró en vigor en septiembre de 1992, como corrección *in extremis* a los efectos de la circular 4/1991 sobre las cuentas de resultados de las entidades de crédito en un período de fuertes minusvalías latentes (14), podría haber estado distorsionando la toma de decisiones de las entidades de crédito, con el efecto final de obstaculizar la adopción por muchas de éstas de posiciones largas en la zona intermedia de la curva —para quienes anticipan descensos en los tipos de interés, con mejor par rentabilidad esperada/riesgo—, que desvincularían la zona de tres años de los problemas de incertidumbre que afectan más al largo plazo. El hecho de que, según la circular citada, las entidades debieran provisionar a un fondo de fluctuación de valores las eventuales minusvalías latentes, mientras éstas existieran, pero sólo en la parte que corresponde a la proporción que representan dos años sobre la vida residual total del valor con minusvalías —cubriéndose el resto con recursos propios excedentes al 100 por 100—, distorsionó la toma de decisiones, igualando, e incluso haciendo más «arriesgados» desde el punto de vista de la cuenta de resultados contable, los bonos a medio plazo frente a los valores a largo (15). La reforma impuesta en septiembre por la Circular 6/94 mejora sustancialmente el sistema de valoración.

**CUADRO NUM. 17**  
**ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO DE LA INVERSION**  
**COLECTIVA (1)**  
**(En miles de millones de pesetas)**

	IV 91	IV 92	IV 93
Frente al S. crediticio .....	41,3	45,8	43,0
Efectivo y depósitos .....	4,2	2,6	3,6
Repos .....	31,5	39,4	36,3
Valores .....	5,6	3,8	3,1
Frente a Adm. Públicas .....	44,5	41,4	44,0
Estado .....	41,4	38,1	41,3
Corto plazo .....	27,5	28,8	28,4
Largo plazo .....	13,9	9,3	13,0
Resto administraciones .....	2,2	2,2	1,8
Créditos .....	0,9	1,1	0,8
Frente a otros sectores residentes..	13,1	10,9	8,7
Renta fija .....	9,3	8,8	6,6
Corto plazo .....	4,3	3,7	2,4
Largo plazo .....	5,0	5,1	4,2
Renta variable .....	3,8	2,1	2,1
Frente al sector exterior .....	1,1	1,9	4,3
Total sectores .....	100,0	100,0	100,0

(1) Incluye FIM, FIAMM, SIM y SIMCAV.

### III. LA DEUDA PUBLICA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

A las comunidades autónomas corresponde una parte importante del saldo vivo de deuda pública española. En nuestra opinión, éstas *serán en el futuro una parte sustancial del mercado español de deuda pública*. La herencia de un largo período de fricciones con el gobierno central hace que su deuda esté todavía muy sesgada hacia el crédito bancario en pesetas —que no precisa de autorización del gobierno central— frente a los valores negociables. No obstante, la inserción de las comunidades en la senda de la consolidación fiscal y el retorno al consenso desde 1992, sobre el que después nos detendremos, sienta las bases para la instrumentación de políticas de deuda de cada comunidad orientadas al mercado y a los inversores: ello hace previsible un paulatino avance de la emisión de deuda pública por estas administraciones. Además, cabe anticipar un progresivo, en general, estrechamiento de los diferenciales entre el coste de su endeudamiento y el del Estado, hoy demasiado amplios —también en general—, si se consideran las *ratios* del endeudamiento, las calificaciones crediticias de las agencias especializadas y los propios diferenciales de sus emisiones en divisa.

#### 1. Marco legal

Como hemos señalado ya, las restricciones que el artículo 14 de la Ley Orgánica de Financiación de

las Comunidades Autónomas (LOFCA) impone sobre la apelación al endeudamiento por parte de las administraciones autonómicas han determinado en el pasado continuadas fricciones con el gobierno central (1989-1992), ya que han sido utilizadas por éste como arma de presión para conducir a las comunidades a políticas fiscales regionales menos expansivas. Tal utilización ha sido profundamente distorsionadora de todo el proceso de endeudamiento autonómico y ha determinado la estructura que en la actualidad presenta el mismo: sesgada hacia el crédito bancario.

En este sentido, debemos recordar que el citado artículo tan sólo deja libre de la necesidad de autorización previa del gobierno central, en la práctica, a través del Consejo de Ministros —aunque siempre dentro de la obligación genérica, según la cual el endeudamiento regional debe generarse en coordinación con el resto de administraciones públicas en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera—, al endeudamiento a corto plazo (a un plazo inferior a un año) en pesetas cuyo objetivo sea cubrir necesidades de tesorería, y a la apelación al crédito bancario. Tanto la emisión de valores de la Administración regional como el endeudamiento en divisas están sujetos a la obligación general de una previa autorización del gobierno nacional.

Además, la LOFCA impone otras restricciones. En primer lugar, la deuda no tesorera debe estar vinculada a gastos de inversión; la *ratio* del endeudamiento a medio y largo plazo sobre las inversiones reales no debe superar el 100 por 100. En segundo lugar, la comunidad no debe incurrir en un riesgo excesivo en su política de deuda; ésta no debe generar un servicio —carga por intereses y amortización— superior al 25 por 100 de los ingresos corrientes de la comunidad (el «coeficiente LOFCA»).

Estos condicionantes determinan en la práctica la autonomía financiera de las comunidades autónomas, pues éstas no pueden ejercer de manera indefinida una política de déficit público autónomo —sin el concierto del Estado— apelando sólo al endeudamiento por la vía del crédito bancario (que no precisa de autorización estatal), ya que la saturación del mercado en este caso puede ser muy rápida. Se trata éste del único elemento disciplinario de las relaciones entre el gobierno central y los autonómicos. Sus efectos, sin embargo, lejos de ser efectivos en términos de coordinación, no han hecho sino distorsionar la estructura del endeudamiento de las comunidades autónomas. La evidencia histórica ha demostrado que la coordinación y asunción de políticas fiscales coherentes es el único camino sensato para evitar la activación del dispositivo lento y distorsionador del endeudamiento que supone la capacidad legal del gobierno nacional de no autorizar el acceso autonómico a los mercados de deuda o a los mercados de divisa. Tal es la enseñanza del Programa de Convergencia (1992) y de los escenarios de Consoli-

dación Presupuestaria consensuados entre las diferentes administraciones a lo largo de 1992 y 1993.

Al final de 1992, según datos del Banco de España, la mitad del endeudamiento de las comunidades estaba instrumentado en créditos bancarios, y sólo el 15,9 por 100 se materializaba en deuda negociable. La proporción de deuda sobre los pasivos financieros totales se ha ido reduciendo a lo largo del período 1983-1991, para repuntar ligeramente en 1992. Parece lógico pensar que la normalización de las relaciones entre las administraciones regionales y el gobierno central que ha tenido lugar desde 1992, en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera, conduzca a un ascenso del peso de la emisión de valores —que precisa autorización del gobierno central— en el endeudamiento de las grandes comunidades. Ello podría generar un mercado financiero eficiente para la negociación de estos valores, que podría servir de pauta para el sector bancario y las pequeñas comunidades. Es, pues, sensato pensar que los próximos años serán totalmente diferentes de los anteriores en el endeudamiento autonómico: sólo la coordinación de políticas presupuestarias impedirá la activación de las burdas medidas disciplinarias que permite la LOFCA, y el margen de maniobra será muy superior para la instrumentación de políticas de endeudamiento por emisión de deuda, al menos en las comunidades grandes.

## 2. Necesidad de coordinación y armonización Estado/comunidades autónomas

Una cuestión clave en el Tratado de la Unión firmado en Maastricht es la responsabilidad de los gobiernos de los estados miembros sobre el cumplimiento de los compromisos adquiridos respecto al déficit del conjunto de sus administraciones públicas. Tal responsabilidad hace conveniente una reflexión, especialmente relevante en el caso español, donde instancias administrativas como las comunidades autónomas gozan de autonomía de gasto —y, en menor medida, de ingreso— y de cierto grado de discrecionalidad en su endeudamiento.

En el artículo 3 del Protocolo sobre la eventualidad de déficit excesivo, el Tratado señala que «a fin de garantizar la eficacia del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, los gobiernos de los Estados miembros serán responsables, con arreglo a dicho procedimiento, de los déficit del gobierno general» (administraciones públicas), definidos según este Protocolo. El gobierno central aparece, así, como responsable ante la CE del nivel que pueda alcanzar la suma de los déficit de todas las instancias administrativas: el propio gobierno central, seguridad social y gobiernos autonómicos y locales. Esta cuestión plantea la necesidad de adoptar una línea clara en la distribución de responsabilidades, dentro de cada estado miembro, en el

endeudamiento de las distintas administraciones públicas.

En nuestro país, es la LOFCA la normativa que regula la financiación autonómica. Nos detendremos aquí sólo en la cuestión del endeudamiento. Según la LOFCA, el endeudamiento de las comunidades autónomas debe estar sujeto a una serie de requisitos, en algunos casos, y en general a la coordinación con el Estado y con el resto de las comunidades en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF). Como hemos visto, en el endeudamiento de las Comunidades se debe distinguir entre las siguientes modalidades, según sus requisitos:

1) Endeudamiento en pesetas a menos de un año (de tesorería): es de libre disposición por las comunidades siempre que tenga por objeto cubrir sus necesidades transitorias de tesorería.

2) Endeudamiento en pesetas a plazo superior:

— Apelación al crédito del público (bonos, obligaciones, etc., emitidos en oferta pública): debe ser *autorizado* por el Estado.

— Resto (crédito bancario y colocaciones privadas): no precisa autorización del Estado.

3) Crédito en divisas: debe ser autorizado por el Estado.

De acuerdo con la LOFCA, además de las del Estado, sólo las emisiones de deuda autonómica autorizadas por el gobierno central pueden considerarse legalmente como «deuda pública», aunque a efectos del cómputo del saldo vivo de deuda pública a que nos hemos referido en este trabajo sí comprende el resto de los pasivos financieros autonómicos, así como todos los pasivos financieros de las corporaciones locales. Todo el endeudamiento autonómico a plazo superior a un año, cualquiera que sea la forma en que se documente, debe cumplir los siguientes requisitos: el importe total de crédito debe ser destinado a la realización de gastos

de inversión, y el importe total de las anualidades por amortización de capital e intereses no debe exceder del 25 por 100 de los ingresos corrientes de la comunidad autónoma (coeficiente LOFCA).

La experiencia reciente de la financiación autonómica en nuestro país podría resultar de interés, al poner de manifiesto una cierta contradicción entre la discrecionalidad autonómica en el endeudamiento —que ha permitido una cierta autonomía de su política de gasto público frente a sus ingresos, incurriendo en fuertes déficit—, que para algunas modalidades permite la LOFCA, y la responsabilidad del gobierno central ante la CE —y quizá también ante los mercados— sobre *todo* el déficit público y no sólo sobre el estatal. Durante el período 1989-1991, el Estado no autorizó emisiones de deuda pública de las comunidades autónomas en respuesta al fuerte crecimiento de los déficit presupuestarios de éstas. Sin embargo, las comunidades siguieron practicando, con diferencias y matices entre unas y otras, políticas fiscales muy expansivas, que condujeron a sus políticas de endeudamiento a masivas apelaciones al crédito bancario en condiciones, en general, muy negativas para sus costes financieros —créditos sindicados a tipo variable referenciados con un sustancioso diferencial positivo respecto al MIBOR—, que alcanzaron en 1992 una situación crítica en algunas comunidades.

Esta situación ha sido, en nuestra opinión, muy delicada y muy negativa: la falta de coordinación y armonización entre las políticas fiscales de las diferentes comunidades autónomas ha supuesto entre 1989 y 1991 una gran discrepancia entre los objetivos del déficit del Estado y los autonómicos. La no autorización por el Estado de nuevas emisiones públicas autonómicas no impidió que aquéllas acudieran al crédito bancario por volúmenes y en condiciones que han deteriorado, en general, profundamente, su *rating* crediticio en los mercados. Sólo el tiempo parece haber permitido, tras el consenso alcanzado por el CPFF en enero de 1992 sobre

CUADRO NUM. 18  
ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS  
(Saldos a fin de periodo en miles de millones de pesetas)

	Administración general							
	Organismos antes y empresas dependientes	Total			Préstamos y créditos			Pro- memoria de no residentes
		Total	Valores a corto plazo	Obliga- ciones	Total	En pesetas	En moneda extranjera	
1988 .....	82,4	425,0	—	209,8	215,2	199,0	16,2	12,9
1989 .....	95,9	634,4	—	240,5	393,9	305,7	88,2	72,9
1990 .....	107,6	950,3	41,4	242,6	666,3	557,7	108,6	91,2
1991 .....	157,3	1.472,2	99,6	261,0	1.111,6	992,2	119,4	98,3
1992 .....	201,3	2.074,6	116,8	405,2	1.552,6	1.279,4	273,2	251,4
1993 .....	257,1	2.529,7	93,3	643,7	1.792,8	1.435,6	357,2	330,2

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

disciplina presupuestaria y reducción de los déficit públicos, un nuevo escenario de coordinación entre políticas fiscales. Las comunidades han encontrado, sin duda, un elemento de disciplina fiscal en los mercados —que han encarecido sus costes financieros y racionado su acceso al crédito conforme se concentraba el riesgo crediticio en los balances bancarios—, pero ello ha tenido un elevado «coste» para su endeudamiento, y quizá también para el del propio Estado. Las entidades financieras a las que estaban abocadas a apelar las comunidades deficitarias sólo anticiparon el riesgo en que incurrían claramente cuando comprendieron que el Estado no podía asumir la responsabilidad crediticia del endeudamiento autonómico en el sistema bancario. Ello sólo se puso de manifiesto cuando las autoridades económicas —el Banco de España y el Ministerio de Economía del gobierno central— lo anunciaron en el verano de 1991. Sólo entonces los mercados comenzaron a actuar como un elemento disciplinario para las políticas fiscales autonómicas, y lo hicieron de la peor manera posible: de manera indiscriminada, sin una visión a largo plazo y bajo un análisis crediticio poco riguroso.

### 3. Análisis comparativo del endeudamiento autonómico

La situación del endeudamiento en las comunidades dista mucho de ser homogénea, por dos razones: en primer lugar, el tamaño de las comunidades autónomas es muy heterogéneo, tanto por los distintos grados de competencias asumidas (que determinan el nivel de las transferencias del Estado) como por el diferente peso de sus poblaciones y de su economía; en segundo lugar, las políticas presupuestarias han sido también muy heterogéneas, por lo que el tamaño relativo de los déficit autonómicos de los últimos años ha sido también muy diferente.

De acuerdo con las cifras de 1993 (diciembre), el mayor saldo vivo de deuda pública —incluyendo todos los conceptos— correspondía en 1992 a la Junta de Andalucía, con 561.400 millones de pesetas, seguida de la Generalidad de Cataluña —con 520.000 millones— y de la Comunidad de Madrid, con 357.900 millones (véase cuadro núm. 1). En un segundo grupo se encuentran la Generalidad Valenciana, la Junta de Galicia y el Gobierno Vasco, con unos 200.000 millones cada uno. El resto de las comunidades situaba el saldo de su deuda entre los 90.000 millones de Canarias y los 20.000 millones de La Rioja. El tamaño absoluto de la deuda es importante no como indicador de calidad crediticia, sino porque determina la virtualidad de la presencia de los gobiernos regionales en los mercados financieros a través de emisiones mínimamente líquidas, así como el propio «estilo de gestión» de la deuda.

Saldos vivos pequeños sitúan al prestatario en el ámbito de los mercados minoristas y determinan que su interlocución con la comunidad bancaria discorra principalmente por los canales de la negociación bilateral con las entidades de crédito. Por su parte, saldos vivos elevados permiten (y exigen) un acceso a los mercados mayoristas a través de la emisión de títulos-valores, es decir, una interlocución directa con los inversores finales —fondos de inversión, fondos de pensiones, entidades de crédito y no residentes— a través de los mercados organizados, estructurados en un segmento primario de emisión y otro secundario de negociación de saldos vivos entre inversores.

En este contexto, surge la cuestión de dónde deben cotizar y cómo deben materializarse los valores negociables emitidos por las comunidades. Como éstas emiten deuda pública, no precisan ni «folleto de emisión», ni registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Como es conocido, ello ha generado una situación paradójica —y muy negativa— en los programas de pagarés de la Comunidad de Madrid y de la Junta de Andalucía, que cotizan en el mercado AIAF. Este mercado tiene la calificación de «organizado», pero no es «oficial», por lo que los pagarés admitidos a cotización deben solicitar la calificación por la CNMV de «elevada liquidez», algo que precisan los FIAMM, verdaderos destinatarios del papel a corto plazo, para invertir libremente en pagarés. El tratar de evitar esta «tierra de nadie» ha impulsado a las comunidades a incluir sus valores en mercados oficiales, como las bolsas regionales o el mercado de deuda pública.

### 4. Calidad crediticia

Como al inversor, además del tamaño de la deuda, al gestor autonómico debe interesarle también la calidad crediticia de su riesgo, con el fin, en primer lugar, de ofrecer al mercado su propia interpretación de esta calidad, con una necesaria política de transparencia informativa y, en segundo lugar, para vigilar, a través de las primas pagadas frente a las emisiones de los prestatarios sin riesgo —el Tesoro Público—, la percepción de este riesgo por parte del mercado.

El panorama de las cifras absolutas cambia radicalmente si se analizan las cifras relativas, que son las relevantes en una aproximación al análisis de la calidad crediticia de un prestatario. En España, el sistema autonómico goza de algunas características por las que se puede afirmar que los gobiernos regionales deben mostrar mejor calidad crediticia —para el endeudamiento en la misma divisa— que los prestatarios privados para las mismas *ratios* de endeudamiento. A pesar de que los gobiernos autonómicos no tienen la capacidad de los estados soberanos para emitir moneda —lo que les otorga,

en condiciones normales, la máxima calidad crediticia en cada país—, varios elementos permiten afirmar lo anterior:

— Las limitaciones de la LOFCA, antes señaladas, regulan el acceso a los mercados financieros, abocando a las comunidades a la coordinación con el gobierno central de su endeudamiento (y recuérdese que éste es el responsable dentro de la CE de los compromisos sobre la ortodoxia de la política fiscal), e impiden un deterioro indefinido de la calidad crediticia.

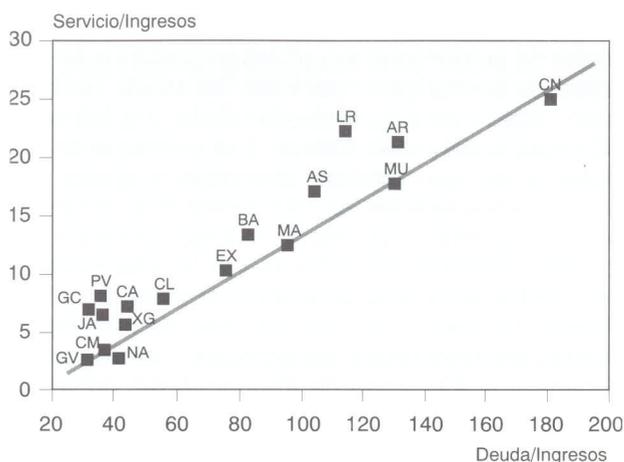
— En las comunidades de régimen foral, la autonomía financiera es alta, ya que controlan las fuentes más importantes de ingresos fiscales, pero éstos están sujetos a la evolución del ciclo económico. En las de régimen común, los ingresos por transferencias del Estado están pactados y son predecibles dentro de cada ejercicio económico; sin embargo, el peso de los impuestos cedidos y propios es creciente, sobre todo después del acuerdo de corresponsabilidad fiscal de 1993, y la posibilidad de imponer recargos está siempre abierta.

El diferente peso económico y en competencias cedidas por la Administración central de cada comunidad hace que las cifras relativas de la deuda sean completamente diferentes de las absolutas. Así, el *ranking* de la *ratio* de la deuda sobre los ingresos es más elevado en las comunidades de menor tamaño de Presupuesto y sin competencias en educación. La Rioja, Cantabria, Murcia y Madrid, todas ellas uniprovinciales y sin competencias en educación, encabezan este *ranking*. Navarra —uniprovincial, pero de régimen foral—, Cataluña, Comunidad Valenciana, País Vasco y Andalucía muestran las menores *ratios* de deuda (véase cuadro núm. 19).

La *ratio* carga de la deuda/ingresos corrientes —la controlada por la LOFCA y que incluye en el numerador los capítulos tres y nueve del gasto reconocido— está sesgada por los factores anteriores, pero también por uno adicional. Esta *ratio* no es insensible, a efectos de las comparaciones entre comunidades, a la composición por plazos de la deuda, ya que las amortizaciones de los pagarés eventualmente emitidos por la comunidad no se contabilizan en el epígrafe de variación de pasivos financieros (el capítulo nueve). Si un gobierno regional mantiene un peso elevado de pagarés en su endeudamiento, esta *ratio* no es un buen indicador de la solidez crediticia. En cualquier caso, el *ranking* de la *ratio* servicio/ingresos muestra un perfil muy similar al anterior (véase cuadro núm. 19).

La proximidad de la Administración autonómica a las necesidades de los ciudadanos determina, probablemente, una presión social en favor del gasto, más relevante y vinculante que en la Administración central, que ha de recaudar el grueso de los ingresos. Independientemente de que los avances en la corresponsabilidad fiscal de las comunidades mitigen tal presión, es evidente que la tendencia de

GRAFICO 12  
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO CC.AA. 1993  
RATIO DE DEUDA Y DEL SERVICIO



Andalucía: JA    Cantabria: CN    C. Valenciana: CV    Madrid: MA  
 Aragón: AR    Castilla-La Mancha: CM    Extremadura: EX    Murcia: MU  
 Asturias: AS    Castilla y León: CL    Galicia: GX    Navarra: NA  
 Baleares: BA    Cataluña: GC    La Rioja: LR    País Vasco: PV  
 Canarias: CA

Fuente: Cuadro núm. 19.

estas administraciones a incurrir en déficit puede ser muy importante. Ello es tanto más relevante cuanto menor sea el tamaño de la administración, es decir, menores sean sus competencias o la población a que corresponde. Si los ingresos corrientes son reducidos, la sensibilidad de las *ratios* financieras del endeudamiento a nuevos déficit es muy elevada. Además, por el lado de los ingresos existe un factor adicional de sensibilidad en las regiones pequeñas de régimen común.

El sistema de transferencias del Estado ha implicado dos distorsiones que son relevantes en todos los casos, y que pueden ser dramáticas para una región de tamaño pequeño. Por una parte, la evidente infravaloración presupuestaria de los gastos en sanidad y en otras partidas y, por otra, los retrasos en las transferencias, han generado desviaciones estructurales o transitorias, de tal presión, que muchas comunidades han venido optando por su «traslado» a proveedores, generando una deuda informal que distorsiona la validez de los indicadores convencionales de calidad crediticia y provoca un rechazo social muy negativo para la imagen pública de las administraciones.

En este contexto, la aprobación por el Consejo de Política Fiscal y Financiera, en enero de 1992, de un plan de consolidación presupuestaria para el conjunto de las autonomías y las demás administraciones —en coherencia con el Programa de Convergencia aprobado por el Parlamento español— reviste una importancia decisiva, constituyéndose en el inicio de un proceso de coordinación fiscal a escala nacional. De acuerdo con este plan, el déficit

**CUADRO NUM. 19**  
**RANKING DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS CC.AA.**  
**SEGUN TAMAÑO DEL SALDO VIVO EN 1993**  
**(En miles de millones de pesetas)**

	Calificac. de Moody's	1993		carga/ingresos (2)	
		Deuda (1)	Deuda/ Ingresos	1992	1993
1 Andalucía (JA) .....	Aa3	561,4	41,31	5,45	6,59
2 Cataluña (GC) .....	A1	520,0	38,40	5,98	6,95
3 Madrid (MA) .....	A1	357,9	125,18	12,62	12,23
4 Galicia (XG) .....		244,0	43,48	3,88	5,59
5 C. Valenciana (GV) ..	Aa3	231,9	32,27	2,85	3,08
6 País Vasco (PV) .....	Aa2	198,3	36,34	6,89	7,91
7 Canarias (CA) .....		95,0	43,90	4,28	6,97
8 Aragón (AR) .....		77,9	132,10	11,60	20,60
9 Castilla y León (CL) ..	Aa3	77,4	56,20	5,80	7,85
10 Murcia (MU) .....	A2	77,2	131,37	16,55	17,95
11 Navarra (NA) .....		76,6	40,84	0,81	2,55
12 Cantabria (CN) .....		70,0	181,66	24,04	25,13
13 Asturias (AS) .....		60,0	104,55	15,13	17,01
14 Extremadura (EX) ...		55,4	76,09	6,84	10,01
15 Castilla-La Mancha (CM)		53,6	36,25	3,55	3,29
16 Baleares (BA) .....		33,5	82,67	11,43	13,11
17 La Rioja (LR) .....		20,8	116,01	18,87	22,82
<b>TOTAL .....</b>		<b>2.811,0</b>	<b>47,98</b>	<b>5,98</b>	<b>6,99</b>

(1) Datos de las propias Comunidades Autónomas (a dic. 93), Administración General (sin consolidar e incluyendo deuda de Tesorería).

(2) Presupuestos iniciales consolidados de las Comunidades Autónomas.

Fuente: AFI.

del conjunto de las autonomías, que en 1991 era de 738.900 millones (el 1,35 por 100 del PIB y el 15,17 por 100 de los ingresos consolidados de éstas), se reduciría hasta 146.900 millones en 1996 (el 0,18 por 100 del PIB y el 1,83 por 100 de los ingresos). A este acuerdo global han seguido otros de carácter bilateral, entre cada gobierno autonómico y el gobierno central, para definir un escenario individualizado de consolidación.

#### **IV. IMPLICACIONES DE LA INTERNACIONALIZACIÓN SOBRE LA FORMACIÓN DE LOS PRECIOS DE LA DEUDA PÚBLICA**

La curva de rentabilidades de la peseta está sometida, desde 1991 —año de la definitiva apertura al exterior del mercado doméstico de deuda del Estado—, a un complejo proceso de formación de precios que amplifica los efectos sobre la volatilidad de éstos del alto grado de incertidumbre que vienen soportando los mercados europeos. La experiencia del proceso de ratificación del Tratado de la Unión Europea ha puesto de manifiesto que la consecución de la UEM no será un camino sencillo. Por si fuera poco, el debilitamiento de los compromisos cambiarios de estabilidad que suponía el SME, que no es sino un reflejo de la crisis del papel tradicional del marco alemán como «ancla» nominal para las demás divisas y

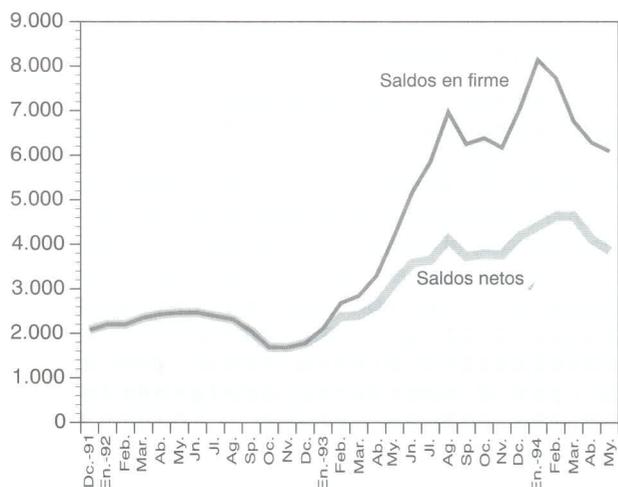
de la propia idea de Unión Monetaria, ha hecho que a la volatilidad de los tipos de interés se haya unido también una gran volatilidad cambiaria. En este apartado, trataremos de ilustrar nuestra interpretación del «modelo» actual de formación de la curva de tipos de interés en nuestro país, que se deriva del proceso de internacionalización del mercado de deuda pública que hemos señalado.

El proceso de internacionalización de la deuda pública española ha hecho que desde 1991 el mercado español participe en el proceso de formación de tipos de interés y de tipos de cambio que, de manera simultánea, tiene lugar en todos los mercados abiertos al exterior. Si calculamos la estructura temporal de tipos de interés o *tipos cupón cero* cotizados por el mercado hasta diez años, a partir de los tipos de los *interest rate swaps (IRS)* —mercado conectado con el de deuda pública— para la peseta y para el marco alemán, debidamente homogeneizados, podemos contrastar el siguiente *test*: si los diferenciales entre los tipos a plazo implícitos en una y otra divisa son próximos a cero desde una cierta fecha del horizonte temporal analizado, ello indicaría la anticipación por el mercado de la participación de la peseta en la UEM (la sustitución de la peseta por el ecu). En todo caso, estos diferenciales nos estarían hablando, en un mercado internacionalizado, del riesgo de cambio percibido para diferentes horizontes de tiempo.

Tomando como fecha el 29 de mayo de 1992, puede observarse que estos diferenciales en ningún momento de los nueve años considerados como horizonte máximo eran próximos a cero. Su cuantía estaba comprendida entre 2,5 y 3,4 puntos porcentuales para los implícitos del primer año al sexto, y descendía bruscamente hasta 1,9-1,3 puntos en los tres años siguientes (del séptimo al noveno), pero *no llegaban a hacerse nulos*, lo que hubiera sido un signo de anticipación de la participación de la peseta en una eventual unión europea. Como es conocido, estos diferenciales aumentaron dramáticamente en todos los plazos durante la «sobrerreacción» del período de crisis posterior al referéndum danés, y sobre todo en el mes de septiembre de 1992. Pasado este crítico período, en el que no nos detendremos aquí, los diferenciales entre implícitos iniciaron una progresiva normalización, acentuada a lo largo de todo 1993.

La curva o estructura temporal de tipos de interés que subyace en los mercados de renta fija en pesetas recuperaba, a lo largo de 1993 —y fundamentalmente en el segundo semestre—, un nivel que, si se relaciona con la curva de tipos equivalente del marco alemán, puso de manifiesto el retorno, incluso agudizado, de las *expectativas de convergencia* con los países centrales de la CE que los mercados definían antes de junio de 1992, es decir, previamente a la crisis que se inició con el «no» de Dinamarca en su primer referéndum de ratificación del Tratado de la Unión Europea. Los tipos de interés a un año implícitos en la curva cupón cero estimada a

**GRAFICO 13**  
**DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO**  
**EN NO RESIDENTES**  
**Saldos netos y saldos en firme**



Estimación AFI de saldos en firme.

partir de las cotizaciones de los *interest rate swaps (IRS)* muestran diferenciales frente a los respectivos de la curva del marco, de un perfil decreciente, de forma que, frente a los diferenciales de unos 275 p.b. definidos por el tipo a un año al contado (europeseta), los implícitos para dentro de ocho años se sitúan ya por debajo de los 100 p.b., alcanzando el «diez años contra nueve» un diferencial de unos 40 p.b. Esta es una característica que puede ser interpretada como la definición por el mercado de expectativas de convergencia de tipos de interés —¿de unión monetaria?— en el largo plazo.

Se trataba de unas expectativas muy positivas que no hacían sino reflejar, al menos aparentemente, un

retorno de los mercados a posiciones de mayor confianza en la peseta. Así, mientras la cotización de ésta al contado había experimentado una depreciación frente al marco, a lo largo de 1993, del 13 por 100, su *cotización implícita a plazo* había pasado del entorno de las 110,5 pesetas por marco para dentro de diez años a las 98,9 actuales en el mismo horizonte; es decir, la peseta para dentro de diez años se había apreciado un 12 por 100 a lo largo de 1993, fundamentalmente, en el segundo semestre (véanse cuadros adjuntos). Este escenario es coherente con la evolución de la inversión no residente en el mercado de deuda pública española en 1993, que ha sido ya objeto de atención de este artículo.

La crisis del mercado de deuda pública de los primeros meses de 1994 terminó por afectar intensamente a los diferenciales frente al marco. La incertidumbre política fue entonces el factor más relevante, de tal forma que el perfil de convergencia descrito se alteró radicalmente con diferenciales entre implícitos a un año superiores a los 250 p.b. a lo largo de todo el horizonte (véase cuadro núm. 20).

Es, pues, evidente que los tipos de interés implícitos del mercado no descontaron prácticamente nunca, en el pasado, una clara participación de nuestra divisa en la UEM antes del año 2002, como mínimo.

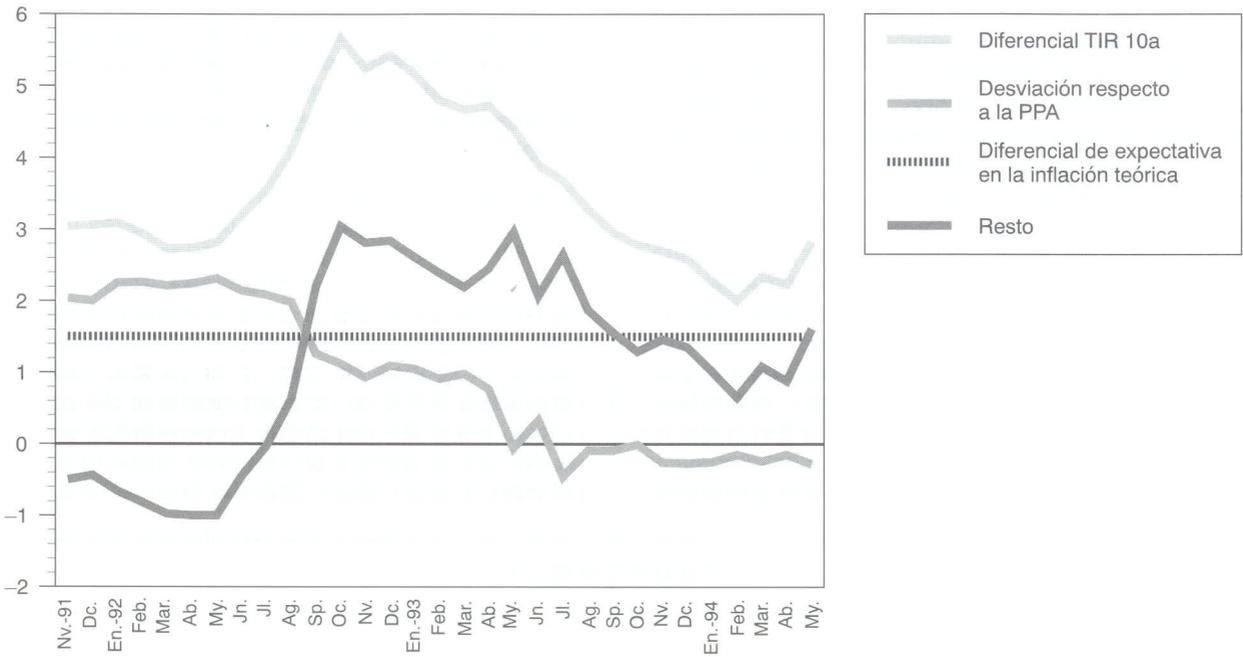
Una estructura invertida (perfil negativo) de los diferenciales a un año implícitos en la curva de la peseta indicaría cierta confianza del mercado en una convergencia nominal de nuestra economía. Por otra parte, el hecho de que todos los diferenciales a lo largo de la curva sean muy sensibles al entorno político, como muestran los desplazamientos, *paralelos o no*, de estos diferenciales hacia arriba o hacia abajo, en función del contexto interno y europeo, podría estar indicando una importancia básica de las expectativas cambiarias en la formación de precios. Ello hace necesario un aná-

**CUADRO NUM. 20**  
**ANÁLISIS DE EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS EN LAS CURVAS CUPON CERO DE LOS I.R.SWAP**  
**Tipos al 16 de mayo de 1994**

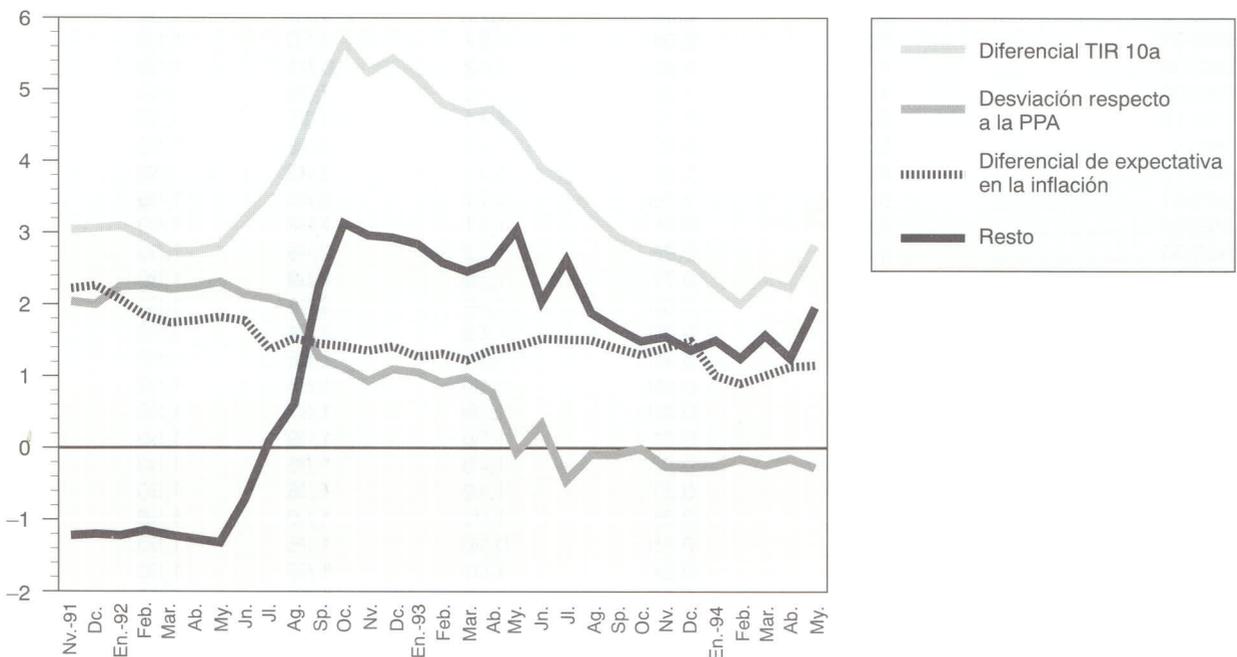
Plazo	Tipo cupón cero estimado (base 365)			Pro-memoria Tc forward implícito (*)	Horizonte	Tipo implícito a un año (base 360)		
	Peseta	Marco	Difer.			Peseta	Marco	Diferen.
Un año .....	7,82	4,98	284	84.774	Contado.....	7,72	4,91	280
Dos años .....	8,36	5,26	310	87.432	Dentro de un año .....	8,77	5,46	331
Tres años .....	8,66	5,61	305	89.843	Dentro de dos años .....	9,15	6,22	293
Cuatro años .....	8,98	5,93	305	92.358	Dentro de tres años .....	9,78	6,80	299
Cinco años .....	9,14	6,22	292	94.408	Dentro de cuatro años ..	9,65	7,27	238
Seis años .....	9,34	6,46	289	96.751	Dentro de cinco años ....	10,23	7,56	267
Siete años .....	9,56	6,71	285	99.093	Dentro de seis años .....	10,75	8,13	262
Ocho años .....	9,66	6,84	283	101.492	Dentro de siete años .....	10,22	7,62	261
Nueve años .....	9,77	6,97	280	103.902	Dentro de ocho años.....	10,49	7,93	256
Diez años .....	9,88	7,11	278	106.316	Dentro de nueve años ..	10,75	8,23	251

(\*) Nota: Tipo de cambio al contado, 82,57 pesetas/marco alemán.

**GRAFICO 14**  
**FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL TIR NOMINAL**  
**CON EL DIFERENCIAL DE INFLACION 1,5 POR 100**



**GRAFICO 15**  
**FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL TIR NOMINAL**  
**CON EL DIFERENCIAL DE INFLACIONES ESPERADAS**



lisis adicional: tratar de determinar los componentes teóricos de los diferenciales entre rentabilidades.

El nivel del diferencial de rentabilidad a diez años entre la peseta y el marco alemán es el mejor indicador de las perspectivas a largo plazo que el mercado descuenta para España. Podría decirse, gráficamente, que la rentabilidad a largo plazo de la deuda española «no existe»: es simplemente el resultado de agregar a la rentabilidad de largo plazo del marco alemán un diferencial. De acuerdo con la teoría de la paridad de los tipos de interés, cuando estamos ante mercados desarrollados, abiertos y en los que la fiscalidad no es un factor distorsionante, este diferencial está relacionado directamente con las expectativas de depreciación, en el horizonte señalado, de la divisa de tipos de interés más altos. Cuando se habla de largo plazo estas expectativas recogen factores de diversa naturaleza, entremezclados de forma compleja: diferencias de ritmo en los ciclos económicos, características estructurales de las economías, comparaciones

entre las estructuras sociales y políticas, funciones de reacción de los bancos centrales, grado de independencia de éstos, carácter anticíclico de las políticas fiscales, etc. En el caso de un país europeo en pleno proceso de convergencia, como es el caso de España, muchos de estos factores se inscriben genéricamente en las expectativas sobre el ritmo del propio proceso de convergencia del país, y los aspectos institucionales o políticos de la integración monetaria en la UE cobran una relevancia excepcional.

Hemos llevado a cabo un análisis del diferencial de TIR a diez años entre las obligaciones del Estado y el *bund* para el período noviembre de 1991 a mayo de 1994, que permite cierta aproximación a los factores explicativos de la formación del diferencial a largo plazo de la peseta. Nuestro análisis descansa en la idea de que, si la paridad del poder adquisitivo (PPA) es un buen indicador del equilibrio a largo plazo de una divisa, la desviación anualizada del tipo de cambio de mercado respecto a la PPA prevista a largo plazo debería explicar una buena

**CUADRO NUM. 21**  
**FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE TIPOS NOMINALES A LARGO PLAZO**

	(1) Diferencial en puntos porcentuales	(2) Desviación respecto a la PPA anualizada	(3) Diferencial expectat. inflación	Resto con (3)	(4) Diferencial expectat. inflación «teórico»	Resto con (4)
1991/11 .....	3,04	2,04	2,22	-1,22	1,50	-0,90
1991/12 .....	3,06	2,00	2,26	-1,20	1,50	-0,84
1992/01 .....	3,09	2,25	2,06	-1,22	1,50	-0,66
1992/02 .....	2,94	2,26	1,83	-1,15	1,50	-0,82
1992/03 .....	2,73	2,21	1,74	-1,22	1,50	-0,98
1992/04 .....	2,74	2,24	1,77	-1,27	1,50	-1,00
1992/05 .....	2,81	2,31	1,82	-1,32	1,50	-1,00
1992/06 .....	3,19	2,14	1,77	-0,72	1,50	-0,45
1992/07 .....	3,55	2,08	1,37	0,10	1,50	-0,03
1992/08 .....	4,11	1,98	1,52	0,61	1,50	0,63
1992/09 .....	4,96	1,26	1,45	2,25	1,50	2,20
1992/10 .....	5,66	1,12	1,41	3,13	1,50	3,04
1992/11 .....	5,24	0,93	1,35	2,96	1,50	2,81
1992/12 .....	5,43	1,09	1,41	2,93	1,50	2,84
1993/01 .....	5,16	1,05	1,27	2,84	1,50	2,61
1993/02 .....	4,80	0,91	1,31	2,58	1,50	2,39
1993/03 .....	4,67	0,98	1,22	2,46	1,50	2,19
1993/04 .....	4,72	0,77	1,36	2,59	1,50	2,45
1993/05 .....	4,40	-0,06	1,42	3,04	1,50	2,96
1993/06 .....	3,90	0,33	1,52	2,04	1,50	2,07
1993/07 .....	3,68	-0,46	1,51	2,62	1,50	2,64
1993/08 .....	3,28	-0,09	1,50	1,88	1,50	1,87
1993/09 .....	2,96	-0,09	1,39	1,67	1,50	1,56
1993/10 .....	2,78	-0,01	1,30	1,49	1,50	1,29
1993/11 .....	2,70	-0,26	1,40	1,55	1,50	1,46
1993/12 .....	2,58	-0,27	1,49	1,36	1,50	1,35
1994/01 .....	2,27	-0,25	1,01	1,50	1,50	1,01
1994/02 .....	2,00	-0,15	0,90	1,25	1,50	0,65
1994/03 .....	2,34	-0,24	1,01	1,57	1,50	1,08
1994/04 .....	2,23	-0,15	1,13	1,25	1,50	0,88
1994/05 .....	2,83	-0,28	1,15	1,96	1,50	1,61

parte del diferencial, es decir, de las expectativas de depreciación a largo plazo de la peseta: el resto no explicado por esta desviación podría considerarse como resultado de complejos factores ligados a la coyuntura de las economías, a los desequilibrios entre oferta y demanda en el mercado, al riesgo país o a primas de riesgo ligadas a la incertidumbre sobre el proceso de unión monetaria en Europa.

La desviación anualizada del tipo de cambio de mercado respecto a la PPA prevista a largo plazo es resultado, a su vez, de dos componentes: la desviación frente a la PPA contemporánea estimada —herencia de los diferenciales de inflación del pasado— y el diferencial de inflación previsto a largo plazo, bajo la idea de que la PPA del futuro será la del presente capitalizada por el diferencial de inflación previsto. Hemos considerado dos hipótesis alternativas de expectativas de diferencial de inflación frente a Alemania consistentes con una gradual convergencia de España: por una parte, la derivada de nuestras previsiones de inflación en ambos países —suavizadas— y, por otra, una constante de 1,5 p.p., umbral de los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht, bajo la hipótesis de que, a largo plazo, Alemania será uno de los países de menor inflación de la CEE (ver cuadro número 21 y gráficos 14 y 15).

Los resultados de esta sencilla metodología son interesantes para alcanzar conclusiones sobre la historia del diferencial, a pesar de lo esquemático de sus hipótesis de partida. Destaca el hecho de que los factores institucionales parecen tener una importancia decisiva. Así, hasta el «no» de Dinamarca al Tratado (junio de 1992) el diferencial —en torno a 300 p.b.— era demasiado bajo en relación con las expectativas de depreciación de la peseta medidas por la desviación respecto a la PPA prevista: ello sólo podía ser explicado por unas expectativas de convergencia «automática», a la sazón ingenuas, generadas por el contexto de un SME que funcionaba como una cuasi-unión monetaria.

El «no» de Dinamarca y la crisis del SME desveló la existencia de fuertes tensiones subyacentes: el diferencial se elevaba hasta niveles de unos 570 p.b., mientras la peseta sufría presiones para corregir su desviación respecto a la PPA que provocaron su devaluación. A la altura de octubre de 1992, y en tanto la peseta se depreciaba retornando a su PPA, el diferencial de rentabilidad justificaba en exceso las expectativas de depreciación a largo plazo, que serían todavía consistentes con la convergencia, alcanzando este exceso nada menos que unos 300 p.b. hasta el inicio de 1993. Con la tercera devaluación de la peseta, ésta se situaba ya en su PPA, de manera que el primer componente de la desviación —la contemporánea— no podía ya explicar prácticamente nada del diferencial, situación que se ha mantenido hasta hoy. El diferencial se redujo, entre mayo de 1993 y enero

de 1994, en 230 p.b., hasta los 200 p.b. Ese nivel implicaba un retorno de las expectativas de convergencia, ya que implicaba diferenciales de inflación previstos a largo plazo por debajo de 1,5 p.p. si concediéramos un, entonces razonable, 50 p.b. al «resto» de factores explicativos que señalábamos.

A partir de entonces, la crisis internacional del mercado de bonos provocó un ascenso del diferencial, sin que la peseta sufriera significativamente: el retorno de las expectativas de convergencia había sido efímero y, con un mercado internacional menos positivo, el diferencial volvía a ser incompatible con la convergencia a largo plazo, hasta el punto de que, al alcanzar los 300 p.b. en mayo, se situaba 150 p.b. por encima del umbral de diferencial mínimo del Tratado, dado que la desviación respecto a la PPA contemporánea seguía y sigue haciendo una contribución insignificante (e incluso negativa) al diferencial.

Una cuestión adicional interesa señalar. Los vaivenes de las expectativas cambiarias tienen un impacto sobre la formación de la estructura temporal de los tipos de interés domésticos que debe ser valorado. En un contexto como el descrito, sin perspectivas de incorporación de nuestro país a la UEM en muchos años, la inestabilidad cambiaria puede generar movimientos extremos de los tipos de interés a largo plazo, situándolos, alternativamente, o bien demasiado bajos, en relación con las expectativas de evolución futura de los tipos de interés a corto plazo, o bien demasiado altos. El sesgo hacia el corto plazo del inversor español, en contraste con la orientación hacia el largo que hemos destacado como característica de los inversores extranjeros que llegan a nuestros mercados, acentúa los efectos sobre la curva de tipos de las expectativas y riesgos cambiarios.

#### NOTAS

(\*) Este artículo parte y da continuidad al análisis realizado en I. Ezquiaga, *El mercado español de deuda del Estado. Estructura y formación de precios*, Ariel, 1990.

(1) Véase J. M. González-Páramo, J. M. Roldán y M. Sebastián, «Indicadores de política fiscal en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9.121, Servicio de Estudios del Banco de España, 1992.

(2) En J. M. González-Mínguez, «Indicadores de política fiscal en los países de la CE», *Boletín Económico* del Banco de España, noviembre 1993, se efectúa un repaso a dichas metodologías.

(3) Agradecemos en este punto las aportaciones de Sonsoles Gallego, compañera en AFI. Véase G. Bröker, *Government securities and debt management in the 1990's*, OCDE, 1993.

(4) Se crearon por la Orden de 22 de enero de 1990, y su movilización exige el previo traspaso a una entidad gestora.

(5) Se trata de un sistema de liquidación y compensación

gestionado por el Banco de España, al que pueden adherirse las entidades miembros de los mercados cuyas operaciones se liquiden o compensen en este sistema y reúnan, a juicio del Banco de España, las garantías de solvencia y capacidad general requeridas para el desempeño de su actividad.

(6) Ponderando con sensibilidades —medida derivada de la duración que estima la variación absoluta de signo contrario que se produce en el precio de un bono simple cuando varía en un punto porcentual su rentabilidad interna—, la estrategia permite «apostar» por movimientos de magnitud diferente en las rentabilidades de ambos bonos sin asumir otros riesgos. Así, por ejemplo,

$$\text{Cantidad a vender del } B_a = S_b / S_a \text{ (cantidad a comprar de } B_b)$$

cuando prevemos un aumento de diferencial de rentabilidad entre el bono *a* y el bono *b*.

(7) Véase I. Ezquiaga, «El cambio estructural del mercado de deuda del Estado», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 49, 1991, o I. Ezquiaga, «La formación de precios de la deuda pública ante la UEM» en *El sistema bancario español ante el mercado único*, Ezquiaga y Fernández de la Buelga, eds., 1993.

(8) Véase I. Ezquiaga, «El cambio estructural del mercado de deuda del Estado», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 49.

(9) Para la Central de Anotaciones, las cuentas de terceros correspondientes a los inversores no residentes que liquidan y compensan por Euroclear o Cedel se encuentran en el saldo de

terceros de los bancos Santander o BBV y son una «caja negra», pues no puede conocer directamente su composición por tenedores. Véase G. Quirós, «Características de la inversión y la operativa de no residentes en el mercado español de bonos y obligaciones», *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1993, donde se discuten los resultados de la encuesta.

(10) Véase I. Ezquiaga, «Composición de la deuda pública y política de deuda», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 44, 1990.

(11) Véase I. Ezquiaga (dir.), *Los mercados de deuda pública ante la UEM*, Ministerio de Economía y Hacienda, 1993.

(12) Sería conveniente que la Central hiciera un esfuerzo por publicar los saldos brutos o contables, además de los saldos netos de cada sector.

(13) Véase J. Santillán, «La inversión exterior en los mercados de deuda pública: el caso español», *Boletín Económico* del Banco de España, mayo de 1993.

(14) Véase I. Ezquiaga, «El año del riesgo de interés», *Economistas*, núm. 55, 1993.

(15) Un ejemplo: suponiendo un equilibrio inicial entre coste histórico contable y precio de mercado, y tras un desplazamiento paralelo de la curva de tipos de interés de un punto al alza, las entidades tendrían que provisionar dos tercios de los aproximadamente 2,5 puntos de minusvalía latente en sus bonos a tres años, y sólo un quinto de los en torno a 5,8 puntos de la de sus obligaciones a diez años.