

EL RETO DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

Elena Flor

Jefe de Finanzas y Mercados del periódico *Expansión*

La crisis de la deuda pública, desatada en febrero con el inicio de la subida de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, no ha modificado el sentir general de los participantes de que el funcionamiento estricto del mercado, en cuanto a su operativa, es bueno, si bien todos los entrevistados por PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, apuntan una serie de críticas y posibles soluciones para evitar que situaciones como la pasada se repitan.

El exceso de oferta de deuda pública en los mercados es una de las causas apuntadas por **Juan Antonio Ketterer** para explicar la crisis, por la declarada voluntad de los gobiernos de incrementar el déficit público. A ello se ha unido, apunta **Juan Antonio Gisbert**, la internacionalización de la deuda española, más influida por factores externos que internos, y el dominio de los profesionales del *trading*.

El hecho de que la crisis de la deuda haya sido más profunda en el mercado español que en mercados similares lleva a los expertos a pensar que, además del clima de inestabilidad política que vivió el país en el contexto de las elecciones europeas del pasado mes de junio y ante los escándalos de corrupción, ha tenido un papel determinante el tratamiento contable trimestral de las minusvalías en deuda de bancos y cajas. Esta normativa, que ha sido suavizada en septiembre, ha distorsionado la formación de precios.

Las pérdidas de bancos y cajas en sus carteras de deuda llegaron a ser de cuatrocientos mil millones de pesetas, con un fuerte peso en las cuentas de resultados, que han registrado una caída media de sus beneficios netos del 21 por 100 en el primer semestre, según datos de la AEB.

La modificación del tratamiento contable de las minusvalías de los bancos, que les permite tener una cartera a vencimiento de deuda sobre la que no tendrán que hacer provisiones, ha sido una de las reivindicaciones más solicitadas por los participantes en el mercado de deuda, junto con la reducción del déficit público. A ello se une la corrección de los diferenciales de tipos entre España y el resto

de los países de la Unión Monetaria, que pasa por intensificar el proceso de reforma estructural de la economía española.

Raimundo Ortega indica además que para convencer a los mercados de que la economía se encuentra en fase de recuperación hacen falta algo más que buenas palabras, con una inflación que no cede y un Presupuesto cuyo rigor se debilita cada semana. «La triste conclusión que el mercado ha sacado es que estamos en la tercera división europea, con Italia y Suecia como ilustres compañeros», señala **Ortega**.

Respecto a los aspectos puramente operativos, el mercado español de deuda pública funciona de forma satisfactoria. En su desarrollo ha jugado un papel fundamental la Central de Anotaciones del Banco de España, desde su entrada en funcionamiento en abril de 1987. Esta es una afirmación que comparten todos los entrevistados. La Central de Anotaciones ha dotado de una estructura y un soporte básicos al mercado, haciéndolo equiparable a los principales mercados internacionales de deuda, además de permitir una financiación más ortodoxa del déficit presupuestario y una instrumentación más precisa de la política monetaria.

Juan José Toribio va más allá de la descripción del momento presente y lanza un reto al Banco de España: el traslado de la titularidad del mercado al sector privado. **Toribio**, presidente del mercado AIAF de renta fija, señala que no es frecuente que un banco emisor se constituya en entidad rectora del mercado de deuda pública, y añade que, si bien tuvo sentido en su momento, para impulsar la creación del mercado, se debería plantear la posibilidad de que la titularidad se transfiriera gradualmente al sector privado, sin perjuicio de que los poderes públicos establezcan las correspondientes regulaciones. Este es el caso de los restantes mercados de capitales, y no se entiende bien por qué el de deuda pública debe constituir una excepción, añade.

Raimundo Ortega, por su parte, cita dos inconvenientes del mercado español de deuda: su fuerte

dependencia de la actuación de los inversores extranjeros y su extremada correlación con los mercados exteriores, en especial con el bono alemán.

El mercado de deuda pública se ha visto complementado con el desarrollo de los productos derivados. Los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones de cobertura de los activos subyacentes. MEFF Renta Fija ha experimentado un fortísimo crecimiento de su volumen de contratación, que ha pasado de una negociación de veinte billones en 1992 a un volumen de 115 billones de pesetas al cierre del primer semestre de este año, lo que le sitúa como el cuarto mercado europeo. Entre enero y junio se negociaron 78,71 billones de pesetas en el contrato de futuro sobre el bono a diez años, con una media mensual de 13 billones. No obstante, se echan de menos por parte de algunos de los entrevistados ciertos elementos dinamizadores como la reducción de comisiones, una mayor liquidez en algunos segmentos y el desarrollo de otros contratos. **Javier Zoido** pone de manifiesto la necesidad de desarrollar contratos de divisa, que supone una carencia grave para los fondos de inversión. **Juan José Toribio** destaca cómo MEFF superó en 1993 con éxito la competencia planteada por el mercado Liffe de Londres en la contratación de futuros sobre el bono nacional español, reteniendo una cuota de mercado tan elevada que obligó a Liffe a abandonar el proyecto. **Guillermo Ibáñez** alerta sobre el riesgo de la gestión de estos activos financieros en un entorno de gran volatilidad, como ha puesto de manifiesto recientemente un informe del Grupo de los Treinta.

Una de las consecuencias más claras del importante desarrollo de la deuda pública en nuestro país ha sido la fuerte competencia desatada con la financiación del sector privado. No obstante, la competencia entre el sector público y el sector privado hay que considerarla en términos relativos, afirma **Emilio Ontiveros**, ante la diferencia de tamaño entre ambos mercados. Así, mientras el saldo vivo de deuda de las administraciones públicas se elevaba a 27 billones de pesetas al cierre de 1993, las obligaciones emitidas por empresas no financieras apenas superaban el 10 por 100 de este importe. **Zoido** considera que esta competencia es la lógica y normal, y que no ha creado tensiones en los tipos de interés.

Raimundo Ortega, por su parte, indica que la competencia por la captación del crédito en el sector financiero ha hecho variar la lucha entre las emisiones públicas y las privadas. En su opinión, el hecho de que algunos bancos y cajas estén dispuestos a prestar dinero a tipos de interés muy competitivos (Mibor + 0,20/0,40) hace que resulte poco atractivo para las empresas salir a los mercados, donde difícilmente podrían encontrar fondos a estos tipos de interés.

Guillermo Ibáñez, por el contrario, opina que esta competencia sector público-sector privado es muy importante, aun cuando podría parecer que en épocas de atonía inversora como las actuales el sector privado no es demandante de fondos. La financiación del déficit público a través de la emisión de deuda provoca un efecto expulsión (*crowding out*) sobre la financiación del sector privado que tiene implicaciones tanto en los flujos de financiación como en los tipos de interés de las economías nacionales.

El actual tratamiento fiscal de la deuda pública, que desde enero de 1991 discrimina a los residentes frente a los no residentes, exentos de tributación, levanta ampollas entre la mayoría de los participantes en este cuestionario. El privilegio del que gozan los no residentes está provocando el desarrollo de actividades cuasi-defraudatorias como el «lavado de cupón», que consiste en compartir el lucro cesante, a costa de Hacienda, con el comprador del citado cupón, que es un no residente. Estas prácticas, dice **Juan Antonio Gisbert**, están muy alejadas de la normal formación de precios. Además, **Juan Antonio Ketterer** indica que la distorsión más importante de la asimetría fiscal entre residentes y no residentes consiste en la clara preferencia del capital no residente por la deuda pública, en detrimento de la inversión privada, con una fuerte entrada de capitales desde 1991.

Raimundo Ortega considera que este tratamiento fiscal viene forzado por la existencia de un déficit público tan elevado que impide imaginar, «me temo que por mucho tiempo», la posibilidad de eliminar la retención de un 25 por 100 para los residentes. No obstante, propone agilizar el sistema de devolución de las retenciones a los residentes a través de la introducción de los *strips*, títulos que permiten negociar por separado el principal del bono o la obligación y el cupón. Respecto a los no residentes, señala que deberían identificarse con una clave especial en la Central de Anotaciones de tal forma que no se llegara a producir la retención, evitando el engorroso sistema actual de retención y devolución.

En última instancia, la modificación de la fiscalidad de la deuda pública forma parte del problema del rediseño global del sistema tributario aún pendiente, dice **Juan José Toribio**. La armonización fiscal con la Unión Europea contribuiría a fortalecer los lazos económicos y sería un paso firme en el camino hacia la Unión Económica y Monetaria.

Juan Antonio Gisbert opina que pese a algunos efectos adversos, sin la colocación exterior de nuestra deuda probablemente no fuera posible para el Tesoro la reducción del coste de su endeudamiento ni la posibilidad de compensar nuestra balanza de pagos, habida cuenta de la débil atracción que para el inversor español todavía presenta el endeudamiento a largo plazo. Al mismo tiempo, indica, tampoco se habría conseguido la liquidez,

profundidad y evolución positiva de los mercados de derivados ni el elevado número de partícipes.

Javier Zoido considera que la dependencia de nuestro mercado respecto a los inversores extranjeros no es excesiva. El problema estriba más bien en la poca participación de las entidades españolas en los otros mercados europeos, indica. **Zoido** se muestra partidario de una visión más abierta de las tesorerías y fondos de inversión, que incluyese todo tipo de bonos europeos en su espectro de inversiones.

Juan José Toribio apunta que hoy no existe ninguna diferencia, ni legal ni *de facto*, entre lo que los españoles y los extranjeros pueden hacer con su dinero. Debemos, por tanto —dice—, dejar de prestar tanta atención al origen de los fondos y preocuparnos en cambio del alto nivel alcanzado por el endeudamiento público español, próximo a superar la barrera del 60 por 100 del producto interior bruto establecida en el tratado de la Unión Monetaria Europea.