



Cambios en la financiación del déficit público

Jaime Caruana

Los cambios que se están produciendo en la financiación del déficit público son un buen reflejo de los que se están produciendo en el comportamiento de la economía española.

Posiblemente, el cambio más importante y habitualmente destacado es el descenso del coste de la financiación como consecuencia de la rápida bajada de los tipos de interés.

En 1995 el coste medio de las emisiones en dicho año fue del 10 por 100, a finales de 1997 el coste medio era 5 por 100. Esta fuerte reducción del coste de financiación no es sólo importante cuantitativamente sino también muestra cambios cualitativos en la economía.

En este artículo se recogen algunos aspectos adicionales a la pura reducción de tipos de interés, que suponen cambios relevantes en la financiación del déficit y que reflejan un comportamiento diferente de la economía en su conjunto.

I. FAVORABLE FLUJO DE FONDOS

El primero de los aspectos se refiere al cambio en los flujos de fondos que financian la economía, que se ha producido en 1997 y que refleja la creciente disparidad entre dos tendencias:

La primera tendencia se refiere a la reducción de la deuda pública medida en términos de PIB, como consecuencia de la política de consolidación fiscal necesaria para conseguir un crecimiento sostenido, que es parte importante de las reglas del juego económicas de la Unión Monetaria Europea.

La segunda tendencia, es la del crecimiento del ahorro canalizado a través de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros).

Ambas tendencias se encuentran en el mercado de capitales y tienen como consecuencia un fuerte crecimiento de la demanda potencial de deuda pública (en general de todos los instrumentos de inversión) y un menor crecimiento (hasta perder peso en términos de PIB) de su oferta, consecuencia de menores necesidades de apelación al mercado por parte de los tesoros.

Vamos a tratar de cuantificar esta favorable evolución de los flujos de fondos, sus características y sus consecuencias.

En el período 1990-96 los activos de los inversores institucionales crecieron en 26,6 billones de pesetas, en ese mismo período la deuda pública creció en 29,3 billones de pesetas. Es decir, por cada peseta que crecían los activos de los inversores institucionales, la deuda crecía 1,1 peseta. Estas cifras muestran el efecto expulsión de los déficit públicos del período y también la presión sobre los tipos de interés al ser el sector público un fuerte demandante de ahorro.

No se trata de un fenómeno únicamente español, en los principales países de la OCDE se producía un fenómeno parecido si bien de menos intensidad, en términos medios, se puede estimar que por cada peseta de crecimiento de activos, la deuda pública crecía en torno a 0,7 pesetas.

En 1997, la situación de flujo de fondos cambia de forma radical y por cada peseta de crecimiento de los

activos se emite deuda por 0,2 pesetas. Se trata de un cambio de importantes implicaciones: por una parte el Estado deja sitio para que el ahorro financie la economía privada y no se dirija mayoritariamente a financiar el déficit público, y por otra parte, supone una menor demanda de ahorro que facilita un descenso del tipo de interés de equilibrio. Especialmente, cuando este fenómeno ocurre en el ámbito de los principales países de la OCDE, y por lo tanto hay una directa influencia en el ahorro global.

Una característica adicional es la continuidad del fenómeno en los próximos años. Por una parte, el entramado de la UEM basado en la obligación de financiación ortodoxa de los déficit públicos y simultáneamente la obligación de que éstos no sean excesivos. Obligación que se concreta en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La conclusión de esta disciplina fiscal es una reducción de déficit públicos y también del peso de la deuda con relación al PIB.

Por otra parte, el hecho de que la riqueza de los ahorradores crezca ganando peso con relación al PIB y que esta tendencia por razones demográficas y de ahorro precaución tienda a continuar, va a facilitar que esta favorable evolución de los flujos se mantenga en los próximos años.

En el cuadro núm. 1 se aprecia cómo en los principales países de la OCDE, con excepción de Japón, los activos de los inversores institucionales han crecido ganando peso con relación al PIB.

II. AHORRO Y TIPOS DE INTERÉS

En el apartado anterior se ha mencionado la relación entre la evolución positiva del déficit público y la deuda pública con las reducciones de los tipos de interés. Conviene detenerse en este aspecto ya que ha sido objeto de controversia y su comprobación empírica difícil.

Desde mitad de los 70 a mitad de los 90, se produce un fuerte proceso de incremento de los déficit públicos acompañados de un crecimiento y posterior mantenimiento de los tipos de interés reales en el ámbito de los principales países de la OCDE.

De forma esquemática se puede resumir lo sucedido en los siguientes puntos (principales países OCDE, cifras en porcentaje del PIB excepto los intereses):

CUADRO NÚM. 1
ACTIVOS FINANCIEROS DE LOS INVERSORES
INSTITUCIONALES
(Porcentaje del PIB)

	1990	1995	Incr.
EEUU	127,4	170,8	43,4
R.Unido . . .	114,5	162,3	47,8
Holanda . . .	133,4	158,4	25,0
Japón	81,7	77,4	-4,3
Francia . . .	52,9	75,3	22,4
Bélgica . . .	44,8	53,6	8,8
Alemania . .	36,5	46,1	9,6
España . . .	16,3	38,3	22,0
Italia	13,3	20,6	7,3

Fuente: OCDE.

— Descenso del ahorro público de 7 puntos del PIB al pasar de +5 por 100 (73) a -2,3 por 100 (94).

— Aumento del déficit público en 4 puntos, pasando de 1,1 por 100 (73) a -5 por 100 (94).

— Disminución del ahorro nacional en 9,7 puntos al pasar de +27,4 por 100 (73) a 17,7 por 100 (94).

— Caída de la inversión en 7,3 por 100, pasando de +26 por 100 (73) a 18,7 por 100 (94).

— Incremento de los tipos de interés real cerca de 8 puntos. Pasaron de ser negativos -1,7 por 100 (73) a ser positivos y situarse en 6,1 por 100 (94).

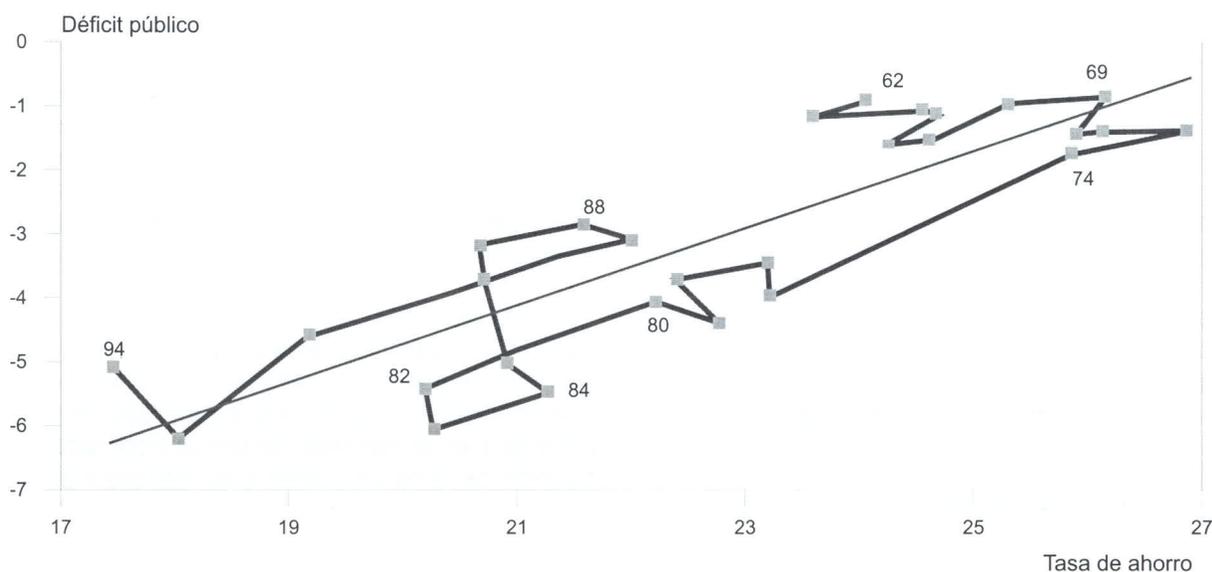
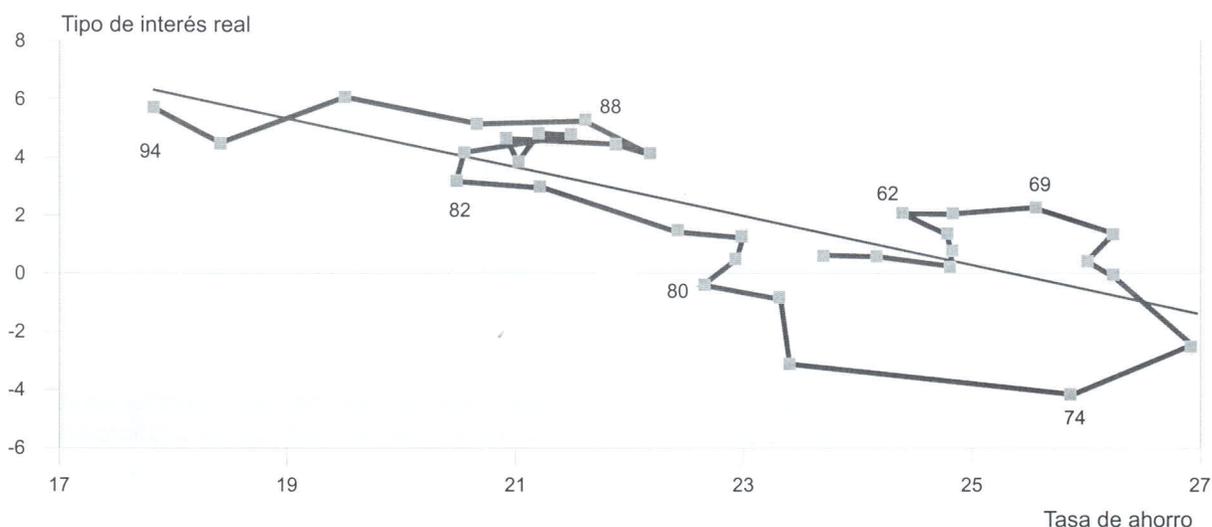
Estos datos y los gráficos adjuntos reflejan que el aumento del déficit público fue acompañado de una caída del ahorro nacional, sin que la caída de ahorro público fuese acompañada de un incremento del ahorro privado.

No se cumplió, por tanto, la hipótesis de equivalencia ricardiana según la cual los consumidores consideran que un aumento del déficit público supone mayores impuestos futuros y, por tanto, incrementan su ahorro en la cantidad necesaria como para pagar esos impuestos futuros, compensando la caída de ahorro público de forma que el ahorro total permaneciese al mismo nivel.

En el gráfico 1 puede verse la correlación directa entre el déficit público y el ahorro total de la economía en el período considerado y también la correlación inversa entre la tasa de ahorro y los tipos de interés reales.

No se trata de entrar en el debate de la influencia entre la política fiscal y los tipos de interés. El único

GRÁFICO I
TASA DE AHORRO OCDE 1962-1994



objetivo de esta reflexión es llegar a la conclusión de que el nuevo contexto de consolidación fiscal asociado con la UEM supone de alguna forma deshacer el camino andado y que el ahorro público debería llevar a un mayor ahorro global y a unos menores tipos de interés reales. Proceso que ya se ha iniciado pero que posiblemente no haya agotado su recorrido. Esta tendencia a menores tipos de interés reales se superpondría a las condiciones propias de la posición de la economía en el ciclo económico.

III. VALORACIÓN Y CURVA DE TIPOS DE INTERÉS

Si se analiza la evolución de la inflación en los países de la Unión en los últimos 25 años, se pueden observar tres características fundamentales:

En primer lugar, el notable grado de convergencia en las tasas de inflación, en segundo lugar, la reducción en los niveles medios de inflación y, finalmente, una reducción en la volatilidad de la misma.

En el cuadro núm. 2 pueden observarse las tres características: Si descomponemos el período 1970-97

**CUADRO NÚM. 2
IPC MENSUALES SOBRE AÑO ANTERIOR**

		ESPAÑA	ALEMANIA	EE.UU.	OCDE
Media.....	1970-97	10,3	3,7	5,5	7,2
	1970-89	12,3	3,9	6,3	8,4
	1990-97	4,9	3,0	3,4	3,9
Desv. estándar.....	1970-97	5,7	2,0	3,1	3,1
	1970-89	5,4	2,1	3,2	2,7
	1990-97	1,3	1,4	1,0	1,1

en dos subperíodos 1970-89 y 1990-97 podemos ver cómo la inflación española se ha reducido acercándose a la alemana. De una media de 12,3, en las décadas de los setenta y ochenta, 8,4 puntos más que la alemana, hemos pasado a una media en los noventa de 4,9, 1,9 puntos mayor que la alemana. Las últimas cifras de 1997 apuntan a una diferencia de apenas 0,2 puntos.

La diferencia en volatilidad también se ha reducido. Si en el período 1970-89 la volatilidad de la inflación española era de más del doble que la alemana en los años noventa es similar.

Un entorno de inflación baja y menos volátil, es un entorno diferente para la valoración de activos.

Los tipos de interés a corto plazo, directamente vinculados a la política monetaria, serán bajos y los tipos a largo plazo, contruidos sobre los tipos a corto añadiendo las expectativas de inflación y una prima de riesgo, tenderán también a reducirse al ser menor la volatilidad de la inflación, y por tanto más predecible, y precisar una menor prima de riesgo.

IV. TENEDORES DE BONOS Y ESTABILIDAD DEL MERCADO

La evolución de los tenedores de bonos y obligaciones ha experimentado cambios importantes en los dos últimos años.

Junto con el crecimiento de la inversión institucional, principalmente fondos de inversión y de pensiones, el peso de la inversión extranjera ha cambiado.

La inversión de no residentes fue un elemento determinante en el desarrollo del mercado de bonos y obligaciones en España, en 1993 representaba un 49 por 100 del mercado (en términos de tenencias). Durante la crisis de los bonos de 1994 pierden peso rápidamente, en 1997 pasan a tener un peso cercano al 25 por 100. Esta pérdida de peso se debe, por una parte, a la disminución de las tenencias de

extranjeros en valores absolutos pero, también, al crecimiento del mercado apoyado por los inversores españoles: sistema crediticio, fondos de inversión y pensiones, etcétera.

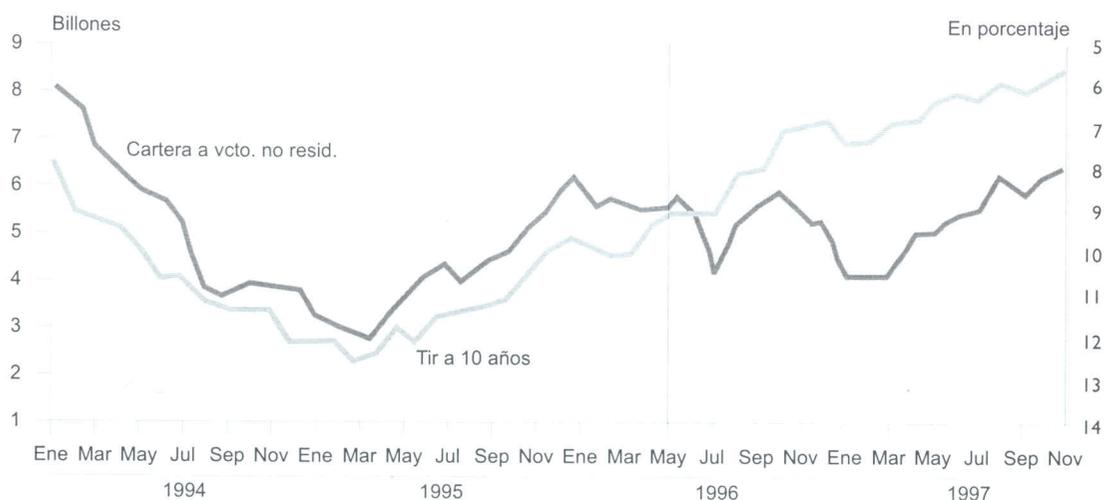
Este desarrollo del mercado español sobre la base de los inversores domésticos ha proporcionado una gran base de estabilidad al mercado. El papel de los fondos es muy relevante, no únicamente como inversores de deuda a vencimiento sino como financiadores de la deuda en las carteras del sistema crediticio a través de operaciones dobles (cuadro núm. 3).

Esta mayor estabilidad del mercado, consecuencia de su mayor madurez y profundidad, puede apreciarse en el gráfico 3 en el que se recoge, en un eje, el rendimiento de la deuda pública a diez años con la escala invertida, y en el otro eje las tenencias de deuda a vencimiento de los no residentes.

Hasta mayo de 1996 aproximadamente, la evolución de la rentabilidad de la deuda en el mercado y de los movimientos de las carteras de no residentes tenía una correlación muy elevada. La entrada de inversión extranjera en el mercado de bonos implicaba una reducción de tipos de interés y su retirada automáticamente se traducía en elevaciones de rentabilidades en el mercado secundario.

A partir de mayo de 1996, la correlación rentabilidad bonos-flujo de no residentes se hace cero o negativa y en todo caso no significativa. El comportamiento de los no residentes no parece seguir ninguna tendencia, aunque desde mediados de 1997 parecen incrementar sus posiciones, mientras que los tipos de interés han mantenido su clara tendencia a la reducción. La evolución del mercado se ha hecho más dependiente del comportamiento de los inversores nacionales que han mostrado una mayor preferencia por los largos plazos de lo que era habitual.

GRÁFICO 3
CARTERA DE DEUDA DE NO RESIDENTES Y TIR A DIEZ AÑOS



V. VIDA MEDIA DE LA DEUDA

A medida que la prima de riesgo de la deuda española se reducía con relación a la de Alemania y los inversores mostraban más interés en aumentar la duración de sus carteras, el Tesoro ha ido aumentando la vida media de la deuda emitida, reanudando una tendencia que se paralizó durante el período 1993-1996.

En el cuadro núm. 5 puede verse la evolución de la vida media de la deuda española en pesetas y cómo se estabiliza en torno al 3 por 100 desde 1993 hasta 1997, año en el que se alarga y alcanza una vida media de 3,6 años, frente a 3,09 años a fines de 1996.

El aumento de la vida media en 1997 ha supuesto que el crecimiento de la deuda en circulación (1,7 billones de pesetas.) se haya centrado en las emisiones de bonos y obligaciones que han aumentado en 4 billones. Este aumento contrasta con la evolución de las letras del tesoro, donde la financiación ha sido negativa y su saldo vivo ha disminuido en 1,5 billones.

VI. TIPOS DE INTERÉS Y COSTE DE FINANCIACIÓN

Sobre un volumen total de 45 billones de pesetas, una reducción de cerca de 4 puntos del rendimiento

CUADRO NÚM. 3
DISTRIBUCIÓN POR TENEDORES DE LOS BONOS Y OBLIGACIONES
(Millones de pesetas)

FECHA	BANCO ESPAÑA	SISTEMA CREDITICIO	SVB Y CIAS. SEGUR.	II COLEC. FONDOS PENSION.	SEGUR. PREV. SOCIAL	ESTAB. FINANC. CREDIT.	PERSON. FISICAS	EMPRES.	INVERS.N O RESIDENT.	TOTAL BONOS Y OBLIGAC.
1993.	498	4.252	230	1.149	423	18	234	494	7.015	14.314
Porcentaje . . .	3,5	29,7	1,6	8,0	3,0	0,1	1,6	3,5	49,0	100,0
1994.	518	7.082	412	1.494	894	37	267	963	4.060	15.728
Porcentaje . . .	3,3	45,0	2,6	9,5	5,7	0,2	1,7	6,1	25,8	100,0
1995.	553	8.495	938	1.362	1.264	22	380	985	5.486	19.484
Porcentaje . . .	2,8	43,6	4,8	7,0	6,5	0,1	1,9	5,1	28,2	100,0
1996.	567	9.387	998	2.997	1.577	42	411	115	5.443	22.549
Porcentaje . . .	2,5	41,6	4,4	13,3	7,0	0,2	1,8	0,5	24,1	100,0
1.997	558	9.681							6.608	26.613
Porcentaje . . .	2,1	36,4							24,8	100,0

CUADRO NÚM. 4
DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN(*)
(Nominal en m.m.)

AÑO	DEUDA EN PESETAS				Asumida (**)	DEUDA EN DIVISAS (***)	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL BRUTO	PORCEN- TAJE DEL PIB	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL NETO
	A m/l plazo			Préstamos			(1)	(2)	(1+2)		
	Corto plazo	Bonos	Obligaciones							Resto	(Cta. cte.)
1976	1			560	33	72	12	678	9,5	68	745
1977	0			670	31	203	8	913	10,0	130	1.042
1978	90			829	29	145	7	1.100	9,9	182	1.283
1979	118			1.069	28	139	5	1.358	10,5	317	1.675
1980	170			1.270	88	142	4	1.674	11,1	643	2.317
1981	210			1.480	96	224	653	2.663	15,7	465	3.128
1982	115			1.639	233	388	1.124	3.580	18,3	1.037	4.617
1983	1.310	163	34	1.716	368	626	2.067	6.284	28,1	228	6.513
1984	3.675	209	176	2.247	342	793	2.449	9.890	39,1	-812	9.079
1985	5.100	317	362	2.315	612	834	2.913	12.453	43,9	-834	11.620
1986	5.963	1.730	774	2.265	526	511	3.550	15.319	47,1	-2.112	13.207
1987	7.870	2.094	774	2.087	495	474	683	14.477	39,8	449	14.926
1988	8.709	3.132	740	478	524	460	715	14.758	36,5	203	14.960
1989	9.975	3.484	667	368	392	444	902	16.231	35,8	254	16.485
1990	11.090	4.150	650	286	412	636	2.020	19.243	38,2	-994	18.250
	57,6%	21,6%	3,4%	1,5%	2,1%	3,3%	10,5%	100%			
1991	10.341	5.777	1.090	427	426	869	1.980	20.910	37,8	-945	19.965
1992	10.521	5.829	2.187	1.109	433	1.575	1.949	23.603	39,7	-1.028	22.575
1993	10.723	9.764	4.567	1.057	468	2.423	1.917	30.920	50,4	-3.201	27.719
1994	11.713	10.061	5.667	1.197	544	2.862	1.878	33.922	52,1	-1.843	32.078
1995	11.748	11.287	8.118	1.139	809	3.223	1.839	38.162	54,3	-1.561	36.601
1996	13.402	12.557	9.992	1.076	1.036	3.491	1.799	43.354	58,4	-2.528	40.825
1997	11.945	13.846	12.767	27	755	3.940	1.760	45.040	57,7	-1.636	43.404
incrm.	-1458	1289	2775	-1049	-280	449	-39	1686		893	2579

(*) Deuda viva a fin de cada período.

(**) Deuda asumida en pesetas. Incluye también las deudas en que sólo se ha asumido la carga financiera.

(***) Propia y asumida.

efectivo de la deuda emitida supondría un ahorro anual de 1,8 billones de pesetas. si toda la deuda estuviese emitida al último tipo. Lógicamente, la deuda viva a finales de 1997 está compuesta de deuda emitida a lo largo de varios años y recoge un conjunto de tipos de interés.

La vida media de la deuda nos proporciona una primera aproximación de la velocidad de transmisión de la reducción de los tipos de interés a la carga financiera de la deuda. Un incremento de la vida media de la deuda, supone que reducciones adicionales de tipos de interés se transmitirán a la carga con mayor lentitud.

El gráfico 4 recoge la estructura de tipos de interés de los bonos y obligaciones a fin de 1997. Si nos fijamos en los extremos del gráfico, nos indica que el 100 por 100 de los bonos y obligaciones vivos tienen rendimientos inferiores al 14 por 100 y que sólo un 14 por 100 de los bonos y obligaciones vivos tienen rendimientos inferiores al 6 por 100.

Es de destacar que, prácticamente, la mitad de la deuda (46 por 100) tiene todavía rentabilidades superiores al 9 por 100. Recordemos que, desde enero de 1996, no se emiten bonos a tres años a tipos superiores al 9 por 100. Desde marzo de 1996, para el caso de bonos a cinco años, y junio de 1996 para los bonos a diez y quince años.

Las principales conclusiones son:

— La reducción de tipos de los dos últimos años no se ha transmitido más que en parte a la carga financiera. Si la transmisión hubiese sido completa y a los tipos de fin del año 1997, la carga financiera en los presupuestos para 1998 sería de cerca de 900.000 millones menor.

— La carga financiera de la deuda del Estado (a igualdad de deuda viva) seguirá disminuyendo mientras la nueva deuda se emita a rendimientos inferiores a la media de la deuda viva, lo que en estos momentos supone emitir por debajo del 9 por 100.

**CUADRO NÚM. 5
DEUDA DEL ESTADO: VIDA MEDIA (Años)**

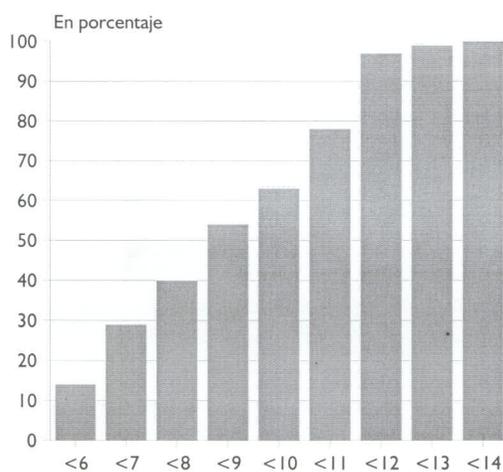
AÑO	DEUDA EN PESETAS					Asumida (*)	TOTAL PESETAS	DEUDA EN DIVISAS (**)	BANCO DE ESPAÑA	TOTAL VIDA MEDIA
	A corto plazo		A m/l plazo							
	Letras(***)	Pagarés	Bonos	Obligac.	Resto					
1976	0,06				6,22	11,54	6,50	5,20	2,40	6,29
1977	0,08				6,57	11,17	6,77	3,70	2,00	6,04
1978	0,12				6,63	10,80	6,13	5,10	1,40	5,96
1979	0,16				6,60	10,46	6,06	4,40	1,00	5,87
1980	0,12				6,26	7,25	5,63	4,50	0,50	5,52
1981	0,15	0,50			5,74	6,52	5,13	4,40		5,05
1982		0,70	1,77		5,58	6,29	5,27	4,90		5,21
1983		0,77	1,77	4,81	5,25	5,20	3,58	5,00	21,00	4,30
1984		0,40	2,51	4,45	5,41	4,55	2,65	6,50	19,09	4,48
1985		0,69	1,85	4,46	5,09	4,03	2,45	8,80	18,89	4,19
1986		0,81	2,41	6,04	4,80	3,37	2,44	5,80	18,63	3,49
1987	0,67	0,71	1,79	5,04	4,26	4,24	1,89	6,10	18,40	2,80
1988	0,46	0,66	1,49	4,24	3,29	3,99	1,25	5,70	18,19	2,13
1989	0,40	0,75	1,92	4,45	3,24	3,57	1,25	5,10	14,76	2,04
1990	0,42	0,73	1,81	3,54	2,98	3,55	1,13	5,29	14,48	1,86
1991	0,43	0,57	2,22	5,95	3,75	3,50	1,57	6,00	14,21	2,24
1992	0,37	0,10	2,20	7,49	4,02	3,57	2,01	5,90	13,68	2,66
1993	0,53		2,91	8,61	3,19	3,85	3,06	6,50	13,48	3,58
1994	0,37		2,52	8,81	2,39	4,02	2,97	6,55	14,14	3,91
1995	0,50		2,16	8,04	1,49	4,26	3,13	5,98	13,42	3,89
1996	0,50		2,23	7,63	0,56	3,65	3,09	6,24	12,69	3,76
1997	0,67		2,41	7,67	2,59	3,16	3,62	7,35	11,77	4,28

(*) Incluye también las deudas en que sólo se ha asumido la carga financiera.

(**) Propia y asumida.

(***) En la columna de Letras, hasta 1982, se incluyen los Bonos del Tesoro.

**GRÁFICO 4
ESTRUCTURA DE TIPOS DE INTERÉS DE
LOS BONOS Y OBLIGACIONES VIVOS
(Fin 1997)**



VII. REFLEXIONES FINALES

La UEM va a suponer cambios importantes en la financiación de los Tesoros públicos, tanto por lo que supone el euro en el comportamiento macro de la economía (inflación, intereses y déficit bajos) como por los cambios en los aspectos micro (mayor competitividad, mayor profundidad y cambios en la estructura de los mercados), así como los cambios en la valoración y *rating* de las emisiones, y finalmente los cambios operativos.

En los puntos anteriores, se puede apreciar cómo algunos de estos cambios empiezan a manifestarse en la financiación del Tesoro español que está en buenas condiciones para competir en la tercera fase de la Unión Monetaria Europea.