

EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO AL INICIO DE LA UME

Ignacio Ezquiaga, Leonor Mora y Ángel Ferrero(*)

De acuerdo con la definición del Protocolo de Déficit Excesivo del Tratado de la Unión Europea (TUE) –valores y créditos–, la deuda pública española se elevaba a 56.547 m.m. de pesetas a mitad de este año. Al final de 1997 este endeudamiento suponía un 68,2% del PIB, una cifra inferior a la del año anterior por primera vez. La deuda del Estado representaba un 57,9% del PIB, mientras la de las comunidades autónomas se elevaba a un 6,7%. La deuda de las corporaciones locales, que se había mantenido en torno al 4–4,3% del PIB a lo largo de los años 90, descendió al 3,8% en 1997. La deuda de la seguridad social también se reducía hasta un 0,5% del PIB. Entre 1992 y 1997 la deuda había aumentado 20 puntos porcentuales sobre el PIB: aproximadamente, 17 puntos por cuenta del Estado y 3 por la de las comunidades autónomas.

Desde un punto de vista normativo el concepto de deuda pública es más estricto: incluye toda la deuda del Estado pero sólo la parte de la correspondiente a las comunidades autónomas autorizada por el Consejo de Ministros, es decir, los valores y las deuda en divisa. Las ventajas de esta calificación de deuda pública son importantes: no necesidad de folleto de emisión, ponderación cero en el coeficiente de recursos propios de las entidades de depósito y exclusión de los límites de concentración de riesgos, consideración especial en los límites de los fondos de inversión o posibilidad de cotización en la central de anotaciones.

El proyecto de Ley de acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado para 1999 incluye una amplia, reforma de la ley Reguladora de las Haciendas locales –a la que después nos referiremos más extensamente– en la, entre otras cuestiones pasa a considerarse como “deuda pública” la deuda de las corporaciones locales autorizada, siguiendo la misma fórmula que la LOFCA. Esta reforma abrirá a los valores

emitidos por las corporaciones locales –hoy muy escasos: sólo las dos grandes ciudades y los dos grandes Cabildos Insulares canarios– las ventajas antes descritas.

Una de las cuestiones más importantes a considerar en el inicio de la UME es la capacidad de la deuda pública para hacer frente a su función más relevante: ser el instrumento que canalice recursos desde el sector privado residente y no residente hacia la inversión pública.

El buen cumplimiento de esta función –la eficiencia– exige el desempeño por la deuda, como tal instrumento, de un doble y simultáneo papel:

— Adaptarse a las características de las infraestructuras que financian, de tal forma que se respete la equidad intergeneracional, preservando la sostenibilidad del conjunto de la deuda viva.

— Adaptarse a las necesidades de los inversores que los utilizan como fórmula de ahorro.

El carácter periférico de la economía española y de su divisa, la peseta, así como la intensa bancarización de nuestro sistema financiero impidieron que el fuerte crecimiento de la deuda pública viva de los años 80 y 90 se materializara en una estructura eficiente, por diferentes razones, en ninguno de los niveles de gobierno: Estado, comunidades autónomas y gobiernos locales.

Desde que en 1987 se pusiera en marcha el sistema de anotaciones en cuenta de la deuda del Estado, al que a lo largo de los 90 se han incorporado crecientemente grandes comunidades, como la Junta de Andalucía, e incluso pequeñas, la orientación al mercado de los emisores ha fructificado en un mercado de deuda

CUADRO NÚM. 1
LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA 1992-1998 (1)

	CIFRAS EN M.M. DE PTAS.				CIFRAS SOBRE PIB (DIRECTIVA PIBV)				
	Total	Estado	Seguridad Social	Corporaciones locales y comunidades autónomas	Total	Estado	Seguridad Social	CCAA	CCLL
1992	28.627	23.798	304	4.525	48,10	40,40	0,50	3,60	4,00
1993	36.949	31.154	301	5.494	60,10	50,30	0,50	4,60	4,30
1994	40.877	34.217	303	6.357	62,60	52,40	0,50	5,40	4,30
1995	46.055	38.493	421	7.140	65,60	54,80	0,60	5,90	4,30
1996	52.005	43.668	498	7.838	70,20	58,90	0,70	6,40	4,20
1997	53.968	45.337	420	8.211	68,20	57,90	0,50	6,70	3,80
1998-jun.	56.547	47.789	315	8.441	—	—	—	—	—

(1) Según Protocolo de Déficit Excesivo del TVE.
Fuente: Banco de España.

CUADRO NÚM. 2
ENDEUDAMIENTO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS 1992-1997

	EN M.M. PTAS.		EN % PIB (DIRECTIVA PNB)		
	Déficit no financiero	Necesidad de endeudamiento	Déficit no financiero	Necesidad de endeudamiento	Pro-memoria depósitos en Banco de España m.m. pts.
1992.....	2.451	3.912	4,10	6,60	83
1993.....	4.276	7.721	7,00	12,60	2.173
1994.....	4.138	4.727	6,30	7,20	-1.358
1995.....	5.124	6.090	7,30	8,70	283
1996.....	3.423	6.215	4,60	8,40	968
1997.....	2.042	2.610	2,60	3,30	893

Fuente: Elaboración propia sobre BE (Contabilidad Nacional).

que cabe considerar entre los más competitivos del mundo.

Podrían, sin embargo, enumerarse cuatro grandes desafíos a los que debe hacerse frente, en respuesta a los problemas y carencias que, en nuestra opinión, muestra todavía la estructura de la deuda viva en España:

1. Asentamiento del mercado español de deuda pública en el contexto de los mercados de renta fija en euros. Lamentablemente, el mercado de deuda pública se ha limitado a cotizar deuda del Estado hasta hace poco; de hecho, este mercado está todavía cerrado a las corporaciones locales. La supervivencia del mercado español como ámbito de negociación con la UME depende de la capacidad del conjunto de los mercados financieros españoles de ofrecer economías de escala a residentes y no residentes: el problema es el escaso desarrollo del mercado de renta fija no estatal.

2. Plazo demasiado corto de amortización, resultado de un complejo conjunto de factores: las expectativas de UME, el proceso de convergencia y su impacto sobre los tipos de interés a largo plazo y la ausencia de una demanda doméstica de valores a muy largo plazo suficientemente relevante (fondos de pensiones, por ejemplo). El espectacular alargamiento de los plazos que, no obstante, ha tenido lugar en los últimos años ha sido consecuencia de la voluntad de los emisores públicos pero también de la inversión no residente.

3. Escasa implantación entre los emisores públicos territoriales de una cultura de gestión de la calidad crediticia de su deuda, bien utilizando las garantías posibles afectando ingresos al pago de la carga financiera o bien, simplemente, haciendo un seguimiento sistemático de la sostenibilidad de sus finanzas.

4. Racionalización del proceso de descentralización del endeudamiento —empresas y en-

tes u organismos públicos con capacidad de endeudamiento propia no considerados contablemente como administraciones públicas—observable en todos los niveles de las administraciones públicas. Muchos de estos procesos tratan de evitar la contabilización de déficit y deuda en los ámbitos de consolidación de la Contabilidad Nacional (SEC95).

El desarrollo de las infraestructuras se vio favorecido en los últimos 20 años por el escaso nivel de endeudamiento de Estado y comunidades autónomas. Sin embargo, los saldos vivos hoy son ya elevados y los emisores deben cuidar mucho más su calidad crediticia y sus técnicas de obtención de recursos en los mercados financieros.

1. LA DEUDA PÚBLICA DEL ESTADO

1.1. La naturaleza del riesgo público en la UME

Entre los objetivos de la política de deuda pública de un Gobierno el más importante es, sin duda, el de cubrir las necesidades de endeudamiento generadas por la Administración 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 del Estado de los últimos años. En todo caso, el proceso de convergencia y la UME han impuesto un corsé de disciplina a las políticas de deuda pública, que han debido desarrollarse en condiciones de competencia similares a las de cualquier otro emisor, haciendo más relevante la innovación y el cuidado del secundario. Así, la UEM ha cambiado la naturaleza del riesgo crediticio público. Con la UME se da un paso adicional en este sentido.

Si bien hasta 1984 el Estado —no así el resto de administraciones— había gozado de privilegios ante el Banco de España en su financiación, tanto directamente como a través de coeficientes obligatorios impuestos por éste a las entidades de crédito, desde entonces ha tenido lugar un proceso de desarrollo de una política de deuda activa, orientada al mercado y cada vez más respetuosa con la independencia del Banco Central. El año 1993 fue el del avance definitivo de la ortodoxia en la financiación, con el establecimiento de reglas específicas que aseguren una financiación del déficit del Estado bajo el respeto absoluto de las reglas del mercado, 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 superara 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 m.m. de pesetas.

La nueva regla, que no puede ser vulnerada en ningún momento a lo largo de cada ejercicio, 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 del Tesoro. Estos principios también se recogen en la Ley de Autonomía del Banco de España, de 1994, en su revisión posterior y, por supuesto, en los estatutos del SEBC.

Tan importante como este paso hacia la ortodoxia financiera, que garantiza un desarrollo independiente de la política monetaria respecto de la política de deuda, es el alargamiento del plazo medio de amortización de la deuda que ha tenido lugar en los últimos años. Al cierre de 1997 el plazo medio de vida residual de la deuda se situaba en el entorno de los 3,7 años (ver tabla II.2), 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 tempo-

CUADRO NÚM. 3
SALDOS VIVOS INCORPORADOS AL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA PÚBLICA 1993-1997

	Estado Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones del Estado	Total	Otras administraciones públicas
1993.....	10.723	14.314	25.055	268
1994.....	11.713	15.728	27.441	451
1995.....	11.748	19.405	31.153	639
1996.....	13.402	22.549	35.952	896
1997.....	11.942	26.613	38.557	1.012

Saldos a fin de año en miles de millones de pesetas.

ral 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, primero, y el avance de la inversión colectiva residente, después.

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% de éstas. La crisis de la peseta de 1992 redujo de nuevo este porcentaje al 42,4%, para situarse en 1993, el año de los fuertes descensos de tipos de interés, en el 115,4%. Esta evolución muestra una clara política de deuda dirigida a aumentar el peso de los valores a medio y largo plazo en el endeudamiento.

La Ley de Autonomía del Banco de España y el estatuto del SEBC otorgan a éste una independencia completa respecto a la política de endeudamiento de las administraciones públicas, pero define la posibilidad de un apoyo técnico a la tesorería y a las políticas de deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas que así lo soliciten. En los términos en que se convenga con el Tesoro o con las Comunidades Autónomas, el Banco de España puede prestar el servicio financiero de la deuda pública, contribuyendo con sus medios técnicos a facilitar los procedimientos de emisión, amortización y, en general, gestión de aquélla, siempre respetando un claro principio de independencia. De hecho, el Banco de España no puede adquirir deuda pública de ninguna modalidad directamente del emisor, aunque sí puede hacerlo en los mercados secundarios en el ejercicio de sus funciones de intervención monetaria.

Evidentemente, estos elementos suponen un cambio en la naturaleza del riesgo crediticio de los gobiernos soberanos —que se consideraban de la máxima calidad por descansar en ellos la soberanía monetaria—. El esquema de soberanía compartida que implica la UEM ha hecho que las agencias de *rating* se replanteen sus calificaciones y consideren que frente a los AAA implícitos de los gobiernos soberanos en moneda local la calificación en euros debía ser equivalente a la que estos gobiernos tenían en moneda extranjera. Así, el *rating* del Reino de España en moneda local —el euro— ha pasado a ser Aa2 (Moody's) o AA (Standard & Poors): una degradación implícita.

Por otra parte, las agencias de calificación han pasado a considerar a los antiguos gobiernos “soberanos” como uno más: es decir, su *rating* ya no puede actuar como techo para los demás *ratings* nacionales. Esto implica que algunos emisores —sobre todo administraciones subcentrales y “utilities”— podrían llegar a ser calificados con mejor *rating* que sus gobiernos centrales respectivos.

La experiencia del proceso de consolidación presupuestaria llevado a cabo en el área euro en los últimos años y el grado de cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento firmado por todos sus integrantes (ver tabla), serán elementos básicos en la evolución convergente o no de los *rating* de los antiguos soberanos en los próximos años.

Pocos han sido los avances que en términos de homogeneización de convenciones o de armonización y conexión de sistemas de compensación se ha alcanzado entre los mercados nacionales de deuda pública en estos años previos al inicio de la UME. Sin embargo, como ocurre con todos los mercados organizados, los de deuda pública no son objeto de aplicación del principio “no prohibición/no obliga-

CUADRO NÚM. 4
CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA EN LA UNIÓN EUROPEA

	SUPERÁVIT O DÉFICIT PÚBLICO. PORCENTAJE DEL PIB						Año en que la ratio de la deuda descenderá por debajo del 60% del PIB ⁽³⁾
	Datos oficiales		Previsiones del programa de convergencia				
	1997	1997	1998	1999	2000	2001	
Bélgica.....	-2,1	-2,9	-2,3	-1,7	-1,4		2011
Dinamarca ⁽¹⁾	0,7	0,7	0,7	0,9	1,1		1998
Alemania.....	-2,7	-2,9	-2,5	-2,0	-1,5		2001
Grecia.....	-4,0	-4,2	-2,4	-2,1			2007
España.....	-2,6	-3,0	-2,5	-2,0	-1,6		2003
Francia.....	-3,0	-3,0	-2,8	-2,3	-1,8	-1,4	Deuda <60%
Irlanda.....	0,9	0,4	0,3	0,7			1998
Italia.....	-2,7	-3,0	-2,8	-2,4	-1,8		2016
Luxemburgo.....	1,7						Deuda <60%
Países Bajos.....	-1,4	-2,2	-2,25				2002
Austria.....	-2,5	-2,7	-2,5	-2,2	-1,9		2004
Portugal.....	-2,5	-2,9	-2,5	-2,0	-1,5		1998
Finlandia.....	-0,9	-1,3	-0,1	0,3	1,0	1,9	Deuda <60%
Suecia.....	-0,8	-1,9	0,6	0,5	1,5		2001
Reino Unido ⁽²⁾	-1,9	-1,6	-0,3	-0.1/0.4	0.5/1.5	0.9/2.4	Deuda <60%
Unión Europea.....							2004

⁽¹⁾ Se prevé un superávit público igual al 2,8% del PIB para el 2005.

⁽²⁾ Ejercicios financieros.

⁽³⁾ Cálculos de los Servicios de la Comisión.

Fuente: Comisión Europea.

ción” durante el periodo transitorio del comienzo de la UME: en ellos son los órganos rectores quienes deciden el ritmo de la transformación al euro. Por otra parte, el Consejo Europeo de Madrid (diciembre de 1998) decidió, para reforzar la credibilidad del proceso, que los gobiernos emitieran en euros sus valores con amortización posterior al 2001 a partir del primer día de la UME. No obstante, la mayor parte de estos gobiernos, como ocurrirá en España, redenominarán toda su deuda pública anotada al euro y realizarán todas sus emisiones ya en esta moneda desde el inicio de la UME.

En este sentido, la UME comenzará con unos mercados de deuda que desarrollarán su actividad en euros pero que seguirán una dinámica absolutamente “nacional” en su funcionamiento operativo, incluso de forma más pronunciada que la observable en el mercado interbancarios del euro, en la medida en que la UME comienza sin un acuerdo de armonización y conexión de los sistemas de compensación (a pesar del avance que supone el Target en la conexión de los sistemas de liquidación). Es más, desde el inicio se va a desarrollar una aguda competencia entre mercados. Evidentemente, la interna-

cionalización de todos los mercados de deuda de la UME es ya muy alta, por lo que a pesar de ello la formación de precios será simultánea en todo el área, como lo es con los mercados de EE.UU. y Japón.

Tres pueden considerarse los grandes impactos de la UME en este mercado:

— La elección del procedimiento de redenominación.

— El proceso de formación de precios en el mercado: benchmark.

— La lucha por la supervivencia de los mercados regionales que no es sino el desarrollo del debate entre la conexión de sistemas de compensación nacionales y la alternativa de implantación y extensión de sistemas internacionales.

1.2. La redenominación

La Central de Anotaciones en Cuenta ha optado por una redenominación “de una sola vez” y “de abajo a arriba”(1). La redenomina-

CUADRO NÚM. 5
LA REDENOMINACIÓN AL EURO Y LAS CONVENCIONES DE LOS MERCADOS NACIONALES DE DEUDA PÚBLICA

	Redenominación del mercado de deuda pública	CONVENCIONES	
		Actual	Para las nuevas emisiones UME
Austria.....	Una selección de las referencias más líquidas	30/360 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act Calendario TARGET (1) Cupón anual
Bélgica.....	Valores desmaterializados OLOS, certificados del Tesoro y STRIPS	30/360 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act Calendario TARGET Cupón anual
Finlandia.....	Bonos anotados en cuentas y pagarés del Tesoro	30/360 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act (1) Calendario TARGET Cupón anual
Francia.....	Toda la deuda negociable (OAT, BTAN, BTF)	Act/act Calendario nacional Cupones anuales	Act/act en estudio Cupón anual
Alemania.....	Bonos, MTNs y letras del Tesoro (gobierno federal) con vencimiento después del 19/1/99	30/360 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act Calendario TARGET (1) Cupón anual
Irlanda.....	Bonos y pagarés del gobierno central	Act/act, act 365 y 30/360 Calendario nacional Cupones anuales y semestrales	Act/act Calendario TARGET (1) Cupones semestrales
Italia.....	Deuda negociable / BOT (CT, BTP y CTZ)	30/360 Calendario nacional Cupones semestrales	Act/act Calendario TARGET (1) Cupón anual
Luxemburgo.....	Todos los bonos desmaterializados (OLUX)	30/360 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act Calendario TARGET Cupón anual
Holanda.....	Deuda negociable con vencimiento después de 1999	30/360 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act Calendario TARGET Cupón anual
Portugal.....	Deuda negociable con vencimiento después de 31 de diciembre de 1999	30/360 Calendario nacional Cupones anuales y semestrales	Act/act Calendario TARGET Cupón anual
España.....	Toda la deuda anotada (bonos, obligaciones, pagarés y letras)	Act/365 Calendario nacional Cupones anuales	Act/act Calendario TARGET(1) Cupón anual

(1) Probable.

Fuente: Banco de Inglaterra (1998).

ción se realizará sobre los saldos individuales de cada referencia que un titular posea. El volumen nominal de los títulos redenominados será, obviamente, la suma de todos los saldos de las referencias en circulación. En paralelo, el nominal pasa a ser de un cent de euro para todas las referencias, escindiéndose cada saldo individual en valores unitarios renominalizados de un cent de euro. El nuevo importe de los lotes mínimos negociables de valores de deuda pública pasa a ser de 10.000 euros (valor nominal de un millón de cents) en el caso de las letras del Tesoro y de 100 euros en el caso de los bonos y obligaciones del Estado.

Con este procedimiento existe la posibilidad de que una vez agrupados los cents que cada titular posee en lotes mínimos de negociación se generen lotes que no alcancen los mínimos establecidos (10.000 o 100 euros), co-

nocidos como "picos". Cada entidad gestora comprará dichos picos –no podrá vender valores para completar lotes–, agrupándolos por referencias hasta reconstruir nuevos lotes de negociación.

1.3. La formación de precios

El proceso de convergencia previo a la UME ha desatado expectativas cambiarias que han dominado en los últimos años los diferenciales entre las curvas de tipos de interés subyacentes a los mercados de deuda de los diferentes candidatos a participar en ella (ver gráficos II.1 y II.2). A partir de la fijación irrevocable de los tipos de cambio respecto al euro, los diferenciales entre las rentabilidades internas de los valores de deuda pública de los emisores de la UME dependerán de tres factores:

— La calidad crediticia del emisor y las garantías con que en su caso se emitiera el valor.

— La estructura de flujos de los valores (cupón, periodicidad de éste, plazo de vida residual).

— Las condiciones del mercado: liquidez, fiscalidad, profundidad del mercado y desplazamientos transfronterizos de carteras.

En este contexto, el mercado tratará de expresar las rentabilidades de los bonos domésticos en euros como resultado de añadir un diferencial en respuesta a los factores anteriores a la rentabilidad de una referencia o benchmark en euros. Esta referencia deberá cumplir condiciones óptimas en los tres factores señalados, por lo que el mercado habrá de elegir sus benchmarks AAA entre los bonos del gobierno francés (OAT) y los del gobierno federal alemán (bunds). En la medida en que las condiciones de liquidez de unos y otros serán cambiantes, es probable que la referencia para cada plazo sea también cambiante. Por otra parte, el mercado presionará en favor de la homogenización de las bases de cálculo de las cotizaciones y las rentabilidades, haciendo más transparente la formación de precios. Como puede observarse en la tabla la tendencia es a la armonización hacia el sistema act/act de capitalización compuesta en los cálculos de rentabilidades internas de los mercados de bonos.

Seguramente también, con la UME se desarrollará ampliamente el mercado de swaps sobre el euribor, como hemos señalado ya. Las rentabilidades “a la par” de la rama fija de éstos se convertirán también en referencia –y al revés– para el mercado de deuda de la zona euro.

La responsabilidad de las políticas de deuda es por tanto elevada: la gestión puede contribuir a mejorar los diferenciales frente al benchmark AAA si los métodos de emisión, los canales de distribución o los sistemas de liquidación y compensación son eficientes.

1.4. La supervivencia de los mercados organizados “regionales”

En el ámbito financiero, se entiende por

“mercado organizado” el conjunto de sistemas de liquidación y compensación, de difusión de precios y de patrones de comportamiento (convenciones y códigos éticos) en la contratación, que tienen como resultado una formación de precios eficiente. Aunque hoy los mercados financieros difícilmente pueden estar localizados geográficamente, la distinción entre mercados organizados y mercados OTC es muy relevante, sobre todo para países como España con un nivel de desarrollo financiero medio. La existencia y aceptación de mercados organizados eficientes localizados en una misma plaza financiera genera economías de localización en las entidades financieras operantes en ellos. En un área monetaria amplia, como la del euro, la tendencia a que las entidades especializadas se localicen en las grandes plazas financieras con tradición histórica internacional no tiene por qué ser contradictoria con la pervivencia de importantes plazas de carácter más regional.

En España, el desarrollo del sistema financiero ha estado muy vinculado a la constitución, por iniciativa del Banco de España respaldada por las entidades residentes –entre las que se encontraban muchas extranjeras–, de mercados financieros eficientes: el mercado interbancario y el mercado de deuda pública, liquidados y compensados por sistemas domésticos, reconocidos internacionalmente (ver tablas II.6 y II.7). Sólo las entidades –de capital español o extranjero– residentes pueden ser miembros del mercado. Además de contribuir a reforzar Madrid como plaza financiera relevante, estos mercados han permitido la aparición de otros, como los MEFF de Barcelona (renta fija) y del propio Madrid (renta variable) o han definido un modelo que se ha reproducido en las bolsas de acciones o en el mercado AIAF de renta fija. Nuestra ley del mercado de valores apoya esta estrategia estableciendo la categoría de mercado organizado como transición a “mercado oficial”.

La pervivencia de Madrid como plaza financiera –con su extensión a Barcelona– depende crucialmente de la capacidad de los sistemas nacionales de compensación de valores, no sólo de adaptarse al euro para sus transacciones actuales, como ya están haciendo, sino para ponerse de acuerdo entre ellos para crear un sistema euro que aproveche las ventajas del Target como sistema de liquidación. De lo con-

trario, serán las compañías privadas –Euroclear o Cedel– y los proyectos “internacionales” ya en marcha –CHAPS Clearing Company del Reino Unido, con su CHAPS Euro(2), o EBA (Euro Banking Association)– quienes den respuesta a la necesidad de los inversores de servicios de custodia integrados.

Desde mayo de 1997, la European Central Securities Depositories Association (ECSDA), que integra ya a 15 centrales nacionales de depositaria, viene reuniéndose con el objetivo de desarrollar los vínculos entre estas centrales nacionales, creando una red de conexiones con el inicio de la UME. Sus trabajos se están distribuyendo en los siguientes aspectos:

— Gestión de colaterales: infraestructura necesaria para dar soporte a los movimientos transfronterizos de valores que permita la gestión de colaterales necesaria en el contexto de las operaciones de política monetaria del SEBC.

— Aspectos legales de las conexiones entre centrales nacionales, con el establecimiento de un modelo de contrato.

— Conexiones entrega contra pago.

— Características técnicas de las conexiones.

En paralelo, los emisores se esfuerzan por desarrollar sus políticas de deuda, lo que también debe contribuir a consolidar los mercados nacionales. Así deben contextualizarse las mejoras introducidas por el Tesoro Público recientemente:

— Emisiones a 30 años, desde enero de 1998

— *Strips*, desde enero de 1998.

— Canjes de valores a lo largo de 1998.

— Emisión de obligaciones en ecu-euro a 10 años como futuro benchmark.

— Mejoras en el mercado primario, como el anuncio de objetivos de colocación.

— Preservar el mercado primario a las entidades residentes como mecanismo protector.

CUADRO NÚM. 6
ESTRUCTURA DE LA NEGOCIACIÓN CON LETRAS DEL TESORO 1993-1997
(Cifras totales anuales en m.m. de pesetas)

	COMPRAVENTAS CON PACTO DE RECOMPRA A FECHA FIJA			
	Compraventas simples al contado	Total	Del cual entre miembros	Compraventas con pacto de recompra a la vista
1993.....	18.871	185.168	65.158	960
1994.....	15.639	170.846	39.353	640
1995.....	21.235	160.578	34.993	538
1996.....	22.147	215.351	42.479	146
1997.....	31.198	375.770	71.586	174

Fuente: Banco de España.

CUADRO NÚM. 7
ESTRUCTURA DE LA NEGOCIACIÓN CON BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO
(Cifras totales anuales en m.m. de pesetas)

	Compraventas simples al contado			Compraventas con pacto de recompra		Compraventas simples a plazo	
	Total	Del cual, miembros	Porcentaje Miembros	Fecha fija	A la vista	Total	Del cual "mercado ciego"
1993.....	229.264	54.053	23,58	274.372	1.158	7.375	1.016
1994.....	249.363	72.854	29,22	381.183	1.867	6.357	568
1995.....	170.107	63.639	37,41	353.356	614	5.425	263
1996.....	269.457	95.589	35,47	541.882	697	4.776	153
1997.....	338.756	83.810	24,74	767.214	996	4.060	10

Fuente: Banco de España.

1.5. Consideraciones estratégicas

No sólo los problemas operativos de la re-nominación preocupan en los mercados; también los aspectos estratégicos vinculados al reforzamiento de la integración en la zona euro de la UE son objeto de atención. Con la desaparición de la peseta nuestro país pasará a ser una región –en el sentido económico– de la zona euro, por lo que nuestros mercados serán también “regionales”. ¿Sobrevivirán nuestros mercados domésticos a la integración? ¿Se trasladarán las salas de mercados de las grandes entidades financieras a los núcleos de contratación europeos con economías de localización? ¿Que ocurrirá con los diferenciales crediticios de las rentabilidades de los bonos domésticos?

Dos grandes bloques pueden destacarse en el debate sobre la capacidad de reacción de los mercados financieros “regionales” ante el euro. Por una parte, el punto de vista del inversor: la cuestión de los cambios previsibles en la estructura riqueza financiera de las familias, que habrán de afectar también a la estructura de los mercados en España. Por otra, la opción del emisor: el proceso de desbancarización y titulización.

Dentro del primer bloque de cuestiones, cabe destacar los cambios estructurales que

implica el euro. En primer lugar, más allá del resultado del descenso de la tasa de inflación que la continuidad de las políticas macro y la liberalización y reforma estructural de la economía han propiciado, el euro implicará la permanencia en el tiempo de un nivel de tipos de interés reales espectacularmente bajo en términos históricos, en un contexto de desarrollo de vehículos para la inversión primados fiscalmente –fondos de inversión, fondos o planes de pensiones y mutualidades–: el descenso de los tipos de interés reales no sólo no desincentivará el ahorro sino al contrario. La elevada tasa de inflación del pasado y su alta volatilidad propiciaron un ahorro escaso, muy vinculado al mercado inmobiliario –ahorrar en “ladrillos”– y en el que el tratamiento de las rentas del capital en el IRPF ha sido siempre penoso. En este contexto, los altos tipos de interés reales que siguieron a la desaparición del control de cambios mediados los años 80 no favorecieron el ahorro financiero y menos el ahorro a largo plazo.

¿Cómo se comportará el inversor español con una divisa cuyos tipos de interés serán muy próximos a los que históricamente han caracterizado a los países más estables? Muchos de los efectos se están produciendo ya: mayor propensión al ahorro financiero frente al materializado en inmuebles, mayor ahorro orientado al largo plazo –jubilación, “colchón” de se-

CUADRO NÚM. 8
PRINCIPALES MERCADOS DE RENTA FIJA
(Miles de millones de dólares)

	Total		Tesoros		Bonos Internacionales		Resto (1)	
Dólar EEUU	8.837	43%	2.546,5	30%	829,9	37%	5.460,9	56%
Yen japonés	3.807	19%	2.002,7	24%	346,1	15%	1.458,6	15%
Marco alemán	2.283	11%	727,1	9%	280,6	12%	1.275,2	13%
Lira	1.084	5%	858,9	10%	59,6	3%	165,9	2%
Franco	1.024	5%	489,9	6%	141,7	6%	392,4	4%
Libra	541	3%	361,4	4%	149,5	7%	30,0	0%
Peseta.....	219	1%	160,5	2%	12,4	1%	46,1	0%
Otros.....	2.687	13%	1.240,3	15%	438,1	19%	1.088,8	10%
TOTAL.....	20.483	100%	8.387,3	100%	2.257,9	100%	9.837,9	100%
CONVERSIÓN A EUROS								
	Total		Tesoros		Bonos Internacionales		Resto (1)	
EEUU	8.837	43%	2.546,5	30%	829,9	37%	5.460,9	56%
Euro.....	6.892	34%	3.485,6	42%	856,5	38%	2.549,8	26%
Yen japonés	3.807	19%	2.002,7	24%	346,1	15%	1.458,6	15%
Otros.....	947	5%	352,5	4%	225,4	10%	368,6	4%
TOTAL.....	20.483	100%	8.387,3	100%	2.257,9	100%	9.837,9	100%

(1) Agencias, corporaciones y gobiernos regionales y locales principalmente.

Fuente: Salomon Brothers

guridad permanente, etc.-; otros, se desarrollarán con el comienzo de la UME. En este sentido, cabe esperar una creciente internacionalización de las carteras en España –el dólar de EEUU o el franco suizo serán contemplados por el inversor español como opciones de diversificación más aceptables desde la perspectiva del euro que desde la de la peseta– y, sobre todo, en valores de la UME, sin riesgo de cambio; máxime teniendo en cuenta que, seguramente, nuestros mercados están sufriendo una cierta crisis de escasez de papel, al haber aumentado mucho más el ahorro a través de vehículos que han de invertir en valores, como los fondos –desbancarizando el ahorro–, desarrollando la demanda de valores, que la oferta de valores en pesetas promovida por los emisores nacionales.

La oferta agregada de valores en euros pasará a ser el campo natural de actuación de la inversión “regional” doméstica lo que afectará a las condiciones de los mercados. Las carteras financieras de las familias están hoy extraordinariamente concentradas en la peseta, como consecuencia de la tradición histórica de controles de cambios, altos tipos de interés nominales y reales y fuerte volatilidad cambiaria: es previsible una diversificación creciente que desvíe parte de la demanda, que hoy se concentra en valores de renta fija y acciones, hacia el exterior.

2. LA DEUDA PÚBLICA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

A las Comunidades Autónomas les corresponde una parte importante del saldo vivo de la deuda pública española. Siguiendo el compás de la asunción de competencias, su peso ha sido creciente en el conjunto de la administración pública en los últimos años, pasando de suponer menos del 2.0% del PIB nacional a principios de los noventa, a un 6.8% sobre el PIB al cierre de 1998 –según estimaciones CAP–.

Si bien en los primeros años de los noventa la principal vía de financiación de las comunidades autónomas fueron los préstamos y créditos, con más de un 70% de la deuda total, utilizando como fuentes de financiación fundamentalmente las entidades especializadas en financiación pública (Cajas de Ahorros, BCL e

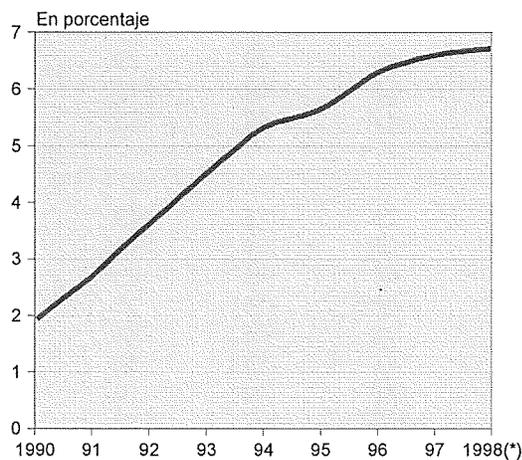
ICO), este comportamiento ha sufrido un vuelco espectacular en los tres últimos años, creciendo el peso de los valores (deuda pública) hasta el 60% del total del endeudamiento –con datos al tercer trimestre de 1998– de la mano de la mayor demanda de la banca institucional privada y los fondos de inversión y de pensiones, tanto de ámbito nacional como internacional.

Siguiendo las bases establecidas por el exitoso programa de la Junta de Andalucía, iniciado en diciembre de 1995, varios han sido los Gobiernos regionales que se han “estrenado” con éxito en el mercado de valores en el año 1998 –Aragón, Murcia, Castilla-La Mancha–. Adicionalmente, el resto de emisores autonómicos tradicionales han continuado e incluso intensificado la línea seguida en 1997 –Andalucía, Cataluña, Castilla y León, Navarra, País Vasco, Valencia, etc.–. De este modo, próximos a concluir el año más del 70% del endeudamiento de las comunidades en 1998, se formalizó a través de emisiones de deuda pública.

De acuerdo con los presupuestos iniciales de 1998, el saldo no financiero de las CC.AA. se sitúa en 179 mm de pesetas. Con todo, la previsión realizada por CAP para el cierre del año 1998 sitúa al endeudamiento autonómico, sin contar con la deuda de organismos y empresas dependientes, en 5,2 billones de ptas., un 4% superior al saldo final registrado en 1997. No obstante, dicho volumen supone tan sólo un crecimiento del 0,04% sobre el PIB nacional. En este sentido, las Comunidades cumplirán de forma global, tanto en la vertiente del déficit como la de deuda, los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento firmado este año entre la administración central y las Comunidades en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera.

Este cambio cuantitativo ha venido acompañado de varios cambios cualitativos significativos como son el proceso de desbancarización de su endeudamiento y su diferenciación frente a la renta fija privada. Así, son varias las razones que explican este giro radical tanto en el comportamiento de los inversores como de las políticas de endeudamiento de las CC.AA. En primer lugar, las emisiones autonómicas son valores que pueden utilizarse como *colateral* en las operaciones de liquidez con el Banco de España, así como en las futuras operacio-

GRÁFICO NÚM. 1
DEUDA PÚBLICA AUTONÓMICA SOBRE PIB
NACIONAL



(*) Estimación.
Fuente: CAP.

nes de descuento del BCE, lo que dota a las entidades financieras que los poseen de un instrumento con el que obtener liquidez inmediata.

En segundo lugar, la deuda pública autonómica, al igual que la del Estado, no consume *recursos propios* en las entidades financieras, a diferencia de los préstamos y créditos de prestatarios autonómicos que ponderan un 20%, o de las emisiones de renta fija privada (ponderación del 100%). En tercer lugar, el nivel de riesgo de crédito de las Comunidades es un rasgo mejor conocido y analizado hoy en día por los inversores que hace varios años. Buena parte de este cambio tiene que ver con el mayor número de administraciones autonómicas que han ido solicitando un *rating*, instrumento interesante para emisores e inversores a la hora de acudir a los mercados de capitales. Esta circunstancia ha permitido analizar y evaluar con claridad y exactitud el nivel de riesgo de crédito de las CC.AA., las cuales cuentan

CUADRO NÚM. 9
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA VIVA TOTAL DE LAS CC.AA.
SOBRE INGRESOS CORRIENTES
(En porcentaje)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
CC. AA. Régimen Foral							
NAVARRA.....	23,6	57,8	57,8	58,6	45,0	48,2	38,7
PAÍS VASCO	29,3	37,2	44,0	50,3	49,1	53,2	51,7
TOTAL GRUPO	27,9	38,0	47,6	52,7	48,3	52,0	50,1
CC.AA. Régimen Común							
<i>Art. 143</i>							
ARAGÓN.....	95,7	136,3	100,9	97,7	71,5	85,1	86,6
CASTILLA-LA MANCHA.....	31,2	28,7	26,8	27,3	24,2	28,2	32,9
CASTILLA Y LEÓN.....	46,3	25,4	37,7	42,4	37,7	49,7	44,3
EXTREMADURA.....	85,7	98,1	117,7	117,0	67,5	61,7	57,8
ASTURIAS	100,6	115,2	94,1	108,9	84,5	85,0	82,6
BALEARES.....	95,7	113,3	101,9	95,1	75,8	59,4	48,6
CANTABRIA.....	138,6	135,2	77,9	106,9	87,6	57,8	68,3
MADRID	124,3	101,8	111,8	123,7	133,9	106,6	96,9
MURCIA	142,1	154,8	145,9	161,1	107,2	109,6	90,6
LA RIOJA.....	100,6	109,0	91,1	85,3	69,3	62,4	82,9
TOTAL GRUPO	90,6	96,1	86,8	88,7	73,7	71,4	68,4
<i>Art. 151</i>							
ANDALUCÍA.....	32,1	39,6	41,6	45,6	27,0	49,7	47,8
CANARIAS	28,1	45,1	33,5	30,6	32,3	30,3	32,8
CATALUÑA	39,2	47,7	54,1	69,4	49,5	77,3	76,9
GALICIA.....	35,8	43,2	50,0	53,5	55,0	55,4	53,1
C. VALENCIANA.....	25,4	33,8	39,4	47,7	62,0	62,1	55,9
TOTAL GRUPO	33,2	41,7	45,5	52,9	50,3	59,0	56,8
TOTAL	40,5	49,6	53,0	59,4	52,5	60,4	58,2

(*) Datos sobre presupuestos iniciales 1998.
Fuente: Consultores de las Administraciones Públicas.

CUADRO NÚM. 10
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA VIVA TOTAL DE LAS CC.AA. SOBRE INGRESOS CORRIENTES
(En porcentaje)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998(*)
CC. AA. Régimen Foral							
NAVARRA.....	-26,5	-19,0	-15,3	-2,3	2,8	2,9	-2,3
PAÍS VASCO	-1,0	-7,4	-3,9	-5,0	-0,1	-1,1	-1,3
TOTAL GRUPO	-7,4	-10,5	-6,5	-4,2	0,2	0,1	-0,9
CC.AA. Régimen Común							
<i>Art. 143</i>							
ARAGÓN.....	-39,8	-44,6	-31,3	-2,8	-11,8	-4,9	-10,6
CASTILLA-LA MANCHA.....	-14,1	-6,3	-4,7	-2,6	-3,8	-1,2	-1,5
CASTILLA Y LEÓN.....	-16,2	-16,5	-6,0	-4,5	-3,1	0,3	-2,1
EXTREMADURA.....	-58,3	-21,5	-2,8	-0,6	-1,0	1,5	-0,8
ASTURIAS	-30,0	-16,4	-2,0	1,8	-5,5	-9,1	-11,7
BALEARES.....	-30,4	-8,3	5,0	0,6	5,5	-2,6	-1,2
CANTABRIA.....	7,9	5,1	49,0	22,6	4,2	1,3	-6,4
MADRID	-20,6	-12,2	-19,9	-17,8	-12,7	-3,9	-6,0
MURCIA	-18,3	-13,1	-8,3	-1,7	1,4	-2,1	-1,5
LA RIOJA.....	-18,0	-5,7	1,9	-3,3	8,3	1,8	-11,4
TOTAL GRUPO	-22,0	-13,5	-7,4	-5,4	-5,3	-2,1	-4,4
<i>Art. 151</i>							
ANDALUCÍA.....	-4,9	-7,7	-7,6	-4,0	-3,4	-0,5	-1,3
CANARIAS	-5,8	-11,3	2,9	-6,7	-6,7	-0,5	-0,7
CATALUÑA	-10,2	-13,5	-6,4	-5,3	-2,9	-1,5	-1,0
GALICIA.....	-14,5	-9,5	-8,2	-5,9	-3,8	-2,9	-2,2
C. VALENCIANA.....	-7,7	-7,5	-11,3	-5,8	-13,6	-9,1	-1,3
TOTAL GRUPO	-8,2	-9,7	-7,0	-5,1	-4,8	-2,4	-1,3
TOTAL	-10,0	-10,4	-7,1	-5,1	-2,6	-1,5	-2,0

(*) Datos sobre presupuestos iniciales 1998.

Fuente: Consultores de las Administraciones Públicas.

con la más elevada calidad crediticia de entre los emisores españoles, tanto públicos como privados, incluso igualando en algunos casos al propio Estado español.

Otro aspecto que aventaja a las emisiones autonómicas y, por tanto, incrementa su atractivo respecto al resto de títulos de renta fija no estatal es el tratamiento fiscal de los rendimientos explícitos de sus emisiones, derivada de la condición de su *segregabilidad*. En efecto, desde julio de este año, cuando comenzaron las primeras emisiones segregables de comunidades autónomas, los tenedores de bonos y obligaciones autonómicas sujetos al Impuesto de Sociedades ya no sufren *retención* fiscal sobre el cupón.

Por último, un factor adicional que ha influido en esta trayectoria ha sido la mejora del funcionamiento tanto del *mercado primario* como del *secundario* de este segmento de la deuda pública. Sin duda, el Banco de España, con su apoyo técnico en la celebración y resolución

LOS VALORES AUTONÓMICOS

Colateral en operaciones de liquidez ante BE
No consume recursos propios
Elevada calidad crediticia
Posibilidad de segregación
No retención, en el caso de valores segregables

de las subastas, así como los mecanismos de funcionamiento de la Central de Anotaciones con que cuenta el Mercado de Deuda Pública Anotada, uno de los mercados de valores más avanzados, transparentes, seguros e innovadores de los mercados europeos, han jugado un papel determinante en todo este proceso. Asimismo, no hay que olvidar que este mercado cuenta con más de un centenar de entidades miembros lo que facilita el acceso de las entidades a la emisiones, universalizando las subastas públicas de deuda, al estilo del Tesoro público español. En este sentido, el procedimiento de aseguramiento o colocación privada es un mecanismo de emisión ya olvidado por prestatarios públicos maduros.

Queda todavía un largo camino por recorrer. Así, la liquidez de los valores es quizás en el aspecto que más debe hacerse hincapié en las emisiones autonómicas. Sin duda, la figura de los creadores de mercado con que cuentan diversos emisores han ayudado a la profundidad de este mercado, si bien el saldo vivo de cada una de las emisiones, desde 10.000 a los 60.000 millones, seguirá estando obviamente muy alejado del saldo vivo que alcanzan la emisiones del Estado. Un segundo aspecto en el que queda por avanzar es la fiscalidad de los títulos a corto plazo, esto es, de los pagarés, cuyo tratamiento continua discriminado frente a las letras del Tesoro.

Con todo, parece que los inversores institucionales, tanto domésticos como extranjeros, han tomado consciencia finalmente de la verdadera calidad crediticia de estos emisores autonómicos y de que realmente se trata de deuda pública y no de renta fija privada.

En los próximos años la llegada del euro va a jugar un papel importante en las políticas de

endeudamiento de las Comunidades. Así, la demanda de valores de los fondos de inversión y de pensiones europeos, encuentran un nuevo segmento donde materializar el patrimonio de sus fondos, con el objetivo de diversificar sus carteras. En efecto, esta tendencia ya está siendo latente en las últimas subastas de deuda autonómica donde más del 50% de las emisiones están siendo compradas por entidades extranjeras, principalmente de Alemania e Inglaterra. Finalmente, no hay que olvidar que las necesidades brutas de financiación del Estado serán cada vez menores, con menos emisiones de bonos y obligaciones, consecuencia de los límites establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y, por otro lado, del proceso de descentralización hacia los Gobierno autonómicos y locales, lo que traerá unas mayores necesidades de financiación de éstos. Es por ello que estamos frente a un mercado de renta fija con una gran proyección en los próximos años.

Por último, en materia de normativa del endeudamiento autonómico, hay que señalar que

CUADRO NÚM. 11
ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE CC.AA. AL CIERRE DE 1997

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
CC. AA. Régimen Foral							
NAVARRA.....	100%	0%	0%	100%	100%	0%	128.268
PAÍS VASCO	80%	20%	0%	100%	100%	0%	355.062
TOTAL GRUPO	85%	15%	0%	100%	100%	0%	483.330
CC.AA. Régimen Común							
<i>Art. 143</i>							
MADRID	87%	13%	56%	44%	78%	22%	484.756
MURCIA.....	86%	14%	72%	28%	100%	0%	91.492
EXTREMADURA.....	87%	13%	100%	0%	100%	0%	96.334
ASTURIAS	79%	21%	100%	0%	100%	0%	75.826
ARAGÓN.....	100%	0%	100%	0%	100%	0%	130.927
BALEARES.....	100%	0%	63%	37%	100%	0%	40.379
LA RIOJA.....	100%	0%	100%	0%	100%	0%	19.560
CANTABRIA.....	100%	0%	100%	0%	100%	0%	30.961
CASTILLA Y LEÓN.....	88%	12%	72%	28%	88%	12%	152.154
CASTILLA-LA MANCHA.....	87%	13%	98%	2%	98%	2%	83.545
TOTAL GRUPO 143	89%	11%	75%	25%	90%	10%	1.205.933
<i>Art. 151</i>							
CATALUÑA	96%	4%	63%	37%	68%	32%	1.299.511
GALICIA.....	84%	16%	54%	46%	100%	0%	402.145
C. VALENCIANA.....	85%	15%	37%	63%	81%	19%	526.272
ANDALUCÍA.....	82%	18%	38%	62%	90%	10%	988.562
CANARIAS	94%	6%	66%	34%	100%	0%	131.872
TOTAL GRUPO 151.....	89%	11%	50%	50%	82%	18%	3.348.361
TOTAL CC.AA.	88%	12%	52%	48%	85%	15%	5.037.625

Fuente: Consultores de las Administraciones Públicas.

con la introducción del euro, según se recoge en la disposición adicional tercera de la Ley sobre introducción del euro, no se considerará financiación exterior, a los efectos de su preceptiva autorización por parte del Ministerio de Economía y Hacienda, las operaciones concertadas o emisiones denominadas en euros que se realicen dentro del espacio territorial de los países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea.

3. EL ENDEUDAMIENTO LOCAL EN EL PROYECTO DE LEY DE ACOMPAÑAMIENTO A LOS PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO

Son muchas las novedades previstas en la nueva LRHL que se introducirán por la Ley de Acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado para 1999 –ya aprobada en el Congreso y en trámite de aprobación en el Senado–, referidas al endeudamiento local. Gran parte de estas propuestas parecen estar encaminadas a hacer más estricto el control indirecto de la apelación al endeudamiento. En este sentido, quizá lo más destacado es el establecimiento de un nuevo límite a la apelación antes discrecional a la deuda financiera –el 110% de deuda viva sobre ingresos corrientes liquidados, que sustituye al más flexible del 25% para la carga financiera (anualidad teórica)– y el endurecimiento del referido al ahorro neto legal, establecido por primera vez el pasado año. Analizaremos con más detalle estas cuestiones.

3.1. El ahorro neto

El *ahorro neto legal* –diferencia entre el ahorro bruto primario y la anualidad teórica derivada del saldo vivo de deuda a medio y largo plazo– debe ser, tras la modificación de la LRHL, positivo o igual a cero. En caso de no ser así el ayuntamiento deberá aprobar un plan de saneamiento que le permita la recuperación del mismo en un período no superior a tres años. No obstante, se prevé un período transitorio de dos años, 1999 y 2000 durante los cuales el ahorro neto legal podrá situarse en posiciones negativas del –1,5% y –0,75%, respectivamente, sin que por ello el ayuntamiento pierda su discrecionalidad para autónomamente apelar al endeudamiento.

Desde una perspectiva económica parece razonable considerar que la solvencia económica de un Ayuntamiento se garantiza cuando su ahorro neto no es negativo (positivo o igual a cero), lo que supone que se generan ingresos ordinarios suficientes para cubrir los gastos corrientes y el pago del servicio de la deuda (amortización e intereses de la deuda a largo plazo).

La situación contraria, ahorro neto negativo, supondría la necesidad de financiación de gasto corriente o de gasto por pago del servicio de la deuda con ingresos de capital –financieros o no–, lo que si bien es aceptable puntualmente en términos de caja, –se generarían desviaciones de financiación u obligación futura de gastar en inversión los ingresos de capital afectados–, no sería una situación sostenible en el tiempo. Como proponen la reforma y ya se recogía en la reforma a la LRHL por la Ley 13/1996, la fórmula para reconducir la situación de desequilibrio por desahorro corriente pasa por la planificación financiera a medio plazo, esto es, la elaboración de planes de saneamiento que contemplen las medidas necesarias para la recuperación de esta situación.

Terminaremos esta referencia al ahorro neto con la redefinición del concepto contenida en el proyecto de Ley de Acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado para 1999. Se propone una definición en la que se analiza con detalle el concepto de operaciones corrientes, dado que el artículo 50 tal y como quedó definido tras la Ley 13/1996, excluía los ingresos y los gastos corrientes del cálculo del ahorro bruto, –y por lo tanto del ahorro neto legal–, si bien tan sólo excluía el capítulo III de gastos financieros de los gastos corrientes no ordinarios. Se consideran ingresos corrientes no ordinarios, y por lo tanto conceptos a excluir para el cálculo del ahorro neto, a los ingresos afectados a gastos no realizados durante el ejercicio de referencia, mientras que por el lado de los gastos se excluyen –además del citado capítulo III–, los financiados en dicho ejercicio con ingresos afectados procedentes de ejercicios anteriores.

3.2. Límite a la deuda viva total

Además del ahorro neto legal como límite a la capacidad autónoma de endeudamiento, se

establece un límite adicional: el 110% de deuda viva total de corto y largo plazo sobre ingresos corrientes, que viene a sustituir al 25% de carga financiera sobre ingresos corrientes. Sobrepasado el mismo, se hace necesario recurrir a la autorización de la administración que ostente la tutela financiera, –Estado o Comunidad Autónoma en su caso–, para la concertación de nuevas operaciones de endeudamiento. No obstante, se propone en la disposición transitoria la posibilidad de eludir dicho límite a condición de que el Ayuntamiento que lo sobrepase presente ante el órgano autorizante un compromiso firme de reducción de deuda que permita alcanzar dicho porcentaje a 31 de diciembre de 2003. Siendo dicho compromiso objeto de seguimiento por parte del órgano tutelar.

Un análisis económico-financiero de dicho límite pone de manifiesto su escasa utilidad como indicador del riesgo asumido por la hacienda local. Las condiciones del endeudamiento, principalmente plazos y tipos de interés contratados, constituyen el elemento clave para que un mismo nivel de deuda viva resulte adecuada o no sobre una misma estructura presupuestaria. En nuestra opinión, el indicador que mejor ofrece una visión sobre el riesgo derivado del endeudamiento, es sin duda alguna, la carga financiera sobre ingresos corrientes.

3.3. Régimen especial para grandes municipios

No obstante, los límites citados en los apartados 3.1 y 3.2 pueden no ser de aplicación en aquellos municipios de población superior a 200.000 habitantes, siempre y cuando sus respectivos ayuntamientos dispongan de escenarios de consolidación presupuestaria, al estilo de los existentes para las Comunidades Autónomas, presentados a los órganos competentes para autorizar operaciones de crédito. De estos escenarios habrá de ser informado el Ministerio de Economía y Hacienda.

El gobierno opta así por un control directo de los ayuntamientos de gran tamaño, frente al control indirecto aplicado para los municipios de menos de 200.000 habitantes, para los que el esfuerzo de convergencia parece medirse a

través del ahorro neto y de la totalidad de su deuda viva sobre ingresos corrientes.

3.4. Garantías

Otra de las cuestiones más relevantes en materia de endeudamiento, que se aborda en el proyecto de Ley de Acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado para 1999, es la determinación de los derechos y bienes susceptibles de ser aportados en garantía en la concertación de operaciones de endeudamiento. La reforma propuesta al artículo 50.5 cierra la cuestión que ya se planteaba en la Ley 66/ 1997 –y responde a su mandato–, distinguiendo dos situaciones: operaciones a corto y a largo plazo. No obstante, y al margen de las especificidades de cada una de ellas, la Participación en los Ingresos del Estado (PIE) queda claramente excluida, no constituyendo un ingreso susceptible de ser aportado como garantía.

El criterio que prevalece en la reforma es el de vincular los recursos afectados con el gasto financiado mediante la concertación de la operación siempre que exista una relación directa entre ambos. Ello otorga ya garantías jurídicas a la posibilidad de financiar infraestructuras locales con endeudamiento cuya carga financiera pudiera estar garantizada con ingresos derivados de la explotación de la propia inversión: tasas, precios públicos o contribuciones especiales, al estilo de los "revenue bonds" en EEUU (que conforman más del 60% de la deuda viva de corporaciones locales estadounidenses).

Además, la reforma de la LRHL clarifica la posibilidad de constituir garantías reales sobre los bienes patrimoniales de las corporaciones locales, los no afectos a servicios públicos, que de acuerdo con la reciente Sentencia del Tribunal

El cuadro núm. 12 detalla las posibilidades propuestas en materia de garantías crediticias.

3.5. Otros cambios en la LRHL

Al margen de las propuestas anteriores, el proyecto de Ley de Acompañamiento incluyen otras cuestiones relevantes a cerca del endeudamiento.

CUADRO NÚM. 12

OPERACIONES DE CRÉDITO A CORTO PLAZO	OPERACIONES DE CRÉDITO A LARGO PLAZO
a) Para anticipos sobre recaudación: los recursos tributarios devengados en el ejercicio económico hasta el límite máximo del anticipo concedido.	a) Con la constitución de garantía real sobre bienes patrimoniales.
b) En operaciones de su sector público (OO.AA y Empresas) el aval quedará limitado a su participación en el capital social.	b) Con los instrumentos previstos en los apartados b) y c) de lo indicado para las operaciones a corto plazo.
c) Afectación de ingresos procedentes de contribuciones especiales, tasas y precios públicos, siempre que exista una relación directa entre el recurso considerado y el gasto financiado mediante la concertación de la operación de crédito. Afectación de ingresos procedentes de contribuciones especiales, tasas y precios públicos, siempre que exista una relación directa entre el recurso considerado y el gasto financiado mediante la concertación de la operación de crédito.	c) Para inversiones cofinanciadas con Fondos estructurales europeos y con aportaciones del Estado o de las Comunidades Autónomas: los productos recaudatorios de los tributos devengados en el ejercicio económico y subsiguientes no afectados previamente.

damiento local que modifican el articulado de la LRHL:

— Artículo 49: amplía su contenido para incluir a las operaciones financieras de cobertura y gestión del riesgo del tipo de interés y del tipo de cambio como una modalidad más dentro de las posibilidades de endeudamiento de las entidades locales, sus Organismos Autónomos y Sociedades Mercantiles de capital íntegramente local.

— Artículo 50: se amplía notablemente su contenido. Además del desarrollo de las garantías ya comentado (apartado 5), se incorporan cuestiones tales como la inclusión de "la sustitución total o parcial de operaciones preexistentes" como una modalidad de apelación a la deuda (apartado 1), la referencia a "cualquier otra apelación al crédito público o privado" (apartado 2) dentro de la enumeración de los instrumentos de crédito y, finalmente, en el apartado 3, *se reconoce a la deuda pública emitida por las entidades locales los mismos beneficios y condiciones que la deuda pública emitida por el Estado.*

Sin duda alguna, las modificaciones propuestas a los artículos 49 y 50 permitirán, de ser aprobados, una mayor flexibilidad en la gestión financiera local, poniendo a disposición del gestor público más instrumentos para que éste pueda elegir la composición de su cartera de deuda: se fomenta la emisión de bonos y se reconoce la posibilidad de realizar operaciones de cobertura.

— Artículo 52: este artículo recoge la posibilidad de los entes locales de apelar al endeudamiento a corto plazo para atender necesidades transitorias de tesorería, limitando al 30% de los ingresos corrientes liquidados el volumen total de deuda a contratar. La novedad pro-

puesta por las enmiendas a la Ley de Acompañamiento consiste en detallar qué se considera deuda a corto plazo computable a los efectos del límite del 30%. En este sentido se incluyen créditos y emisiones de deuda a corto plazo, así como, los anticipos a cuenta de los productos recaudatorios de los impuestos devengados en cada ejercicio económico y liquidados a través de un padrón o matrícula.

— Artículo 53.2: Los Presidentes de las Corporaciones Locales podrán concertar las operaciones de crédito a largo plazo previstas en el Presupuesto, cuyo importe acumulado, dentro de cada ejercicio económico, no supere el 10% de sus recursos corrientes liquidados (hasta el momento este límite estaba fijado en el 5%). Para las operaciones de Tesorería el límite se fija en el 15%.

NOTAS

(*) Consultores de las Administraciones Públicas, S.A.

(1) Sobre los procedimientos de red denominación posibles, puede consultarse Comisión Europea (1997).

(2) Sobre el CHAPS puede consultarse Banco de Inglaterra (1998).

BIBLIOGRAFÍA

- Analistas Financieros Internacionales (1998): *Guía del euro*, Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.
- Banco de España (1998): "El mercado interbancario ante la Unión Monetaria Europea", *Boletín Económico del Banco de España*, febrero
- Banco de Inglaterra (1998): *Practical Issues Arising from the Introduction of Euro*, Núm.8, 11 de junio, Londres.
- Comisión Europea (1997): "The Impact of The Introduction of

The Euro on Capital Markets", *Communication from the Commission*, Bruselas.

Ezquiaga, I

— (1991): *El mercado español de deuda del Estado*, Ariel, Barcelona.

— Dir. (1992): *Los mercados de deuda pública ante la UEM*, Insti-

tuto de Estudios Económicos, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

Instituto Monetario Europeo (1997): *The Single Monetary Policy in Stage Three*, septiembre, Francfort.

Instituto Monetario Europeo (1998): *Informe Anual 1997*, mayo, Francfort.