

INTRODUCCION

DECIR que tras el espectacular crecimiento de la deuda pública española en la última década se encuentran los déficit públicos crecientes y que, por tanto, toda reducción del endeudamiento público requiere la previa corrección de tales desequilibrios no agota el campo problemático que el aumento de los pasivos financieros públicos plantea.

Mientras el déficit público exista —y su naturaleza estructural no permite pronosticar reducciones drásticas a corto plazo— es necesaria la obligada consideración de su financiación adecuada. Una financiación correcta del déficit público no resuelve los problemas económicos que el desequilibrio de las cuentas públicas genera, pero una financiación inadecuada añade a estos problemas otros distintos, amplificando los aspectos negativos del déficit público.

Por ello, parecía ineludible plantearse —y es el objeto de este cuarto grupo de colaboraciones en el presente número— la discusión y análisis de los criterios seguidos en la financiación del déficit español o, lo que es lo mismo, de los principios y formas a los que se ha ajustado la reciente política de endeudamiento español.

Esta pretensión de partida se ha tratado de instrumentar en una doble dirección.

Por una parte, el endeudamiento público español, tan rápidamente creciente, tiene un marco legal al que ha de ajustarse, y ha debido tener tras de sí, de forma más o menos explícita, unos criterios orientadores de su gestión y administración. Al estudio valorativo de ambos aspectos y al diseño de lo que debería ser la política de endeudamiento público del futuro se dedica al extenso y documentado trabajo de **Raimundo Ortega**, director general del Banco de España.

Por otra parte, es obvio que la deuda pública en cualquiera de sus manifestaciones constituye un activo financiero competitivo de otros productos de las instituciones del sistema financiero, y que, además, es susceptible de utilizar la red comercial de las instituciones financieras para su colocación entre el público, e incluso constituir una inversión alternativa para bancos, cajas de ahorros y otras entidades. El análisis de esta perspectiva de la deuda pública, vista desde el ángulo de su conexión con las instituciones financieras privadas del sistema, tiene en el presente número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA dos cualificados intérpretes: **Rafael Termes**, presidente de la Asociación Española de Banca, y el profesor **Manuel Lagares**, director adjunto de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, quienes, en sendos artículos, opinan sobre la deuda pública española desde la perspectiva de sus respectivos campos institucionales. La nota elaborada por el profesor **Carlos Contreras** completa esta perspectiva con sus útiles comentarios sobre la deuda pública y el proceso de desintermediación e innovación financiera en España.

A pesar del intenso crecimiento de la deuda pública española desde 1978, sorprenden dos hechos que destaca **Raimundo Ortega** en su trabajo:

a) El escaso desarrollo del tratamiento jurídico de la deuda pública, cuya consecuencia práctica es el importante número de lagunas e incertidumbres que existen sobre aspectos clave de su regulación legal, escasamente contenida en la Constitución, en la Ley General Presupuestaria de 1977 y en las leyes generales de presupuestos de cada año.

b) La práctica ausencia de una «política de deuda», en sentido estricto, hasta 1983.

Tal vez la relativa modernidad de niveles preocupantes en los déficit públicos y la reiterada práctica del recurso al Banco de España sean las razones explicativas de esa ausencia de un adecuado tratamiento legal y del diseño conveniente de una política de administración de la deuda pública.

A partir de 1983 se inicia una etapa de gestación de una política de endeudamiento público propiamente dicha, cuyos principios y metas han informado la actuación pública en este sentido, y en cuya continuidad se asienta el futuro de la deuda pública como instrumento financiero al servicio de los intereses del Estado.

Tal, como describe con detalle Raimundo Ortega, una política de esa naturaleza requiere, al menos, la consideración de cuatro aspectos distintos:

1. Propiciar el desarrollo de una gama de activos financieros públicos a medio y largo plazo que complete el tramo, más desarrollado hasta ahora, de los títulos a corto plazo, y permita así una diversificación de opciones a los inversores e instituciones del sistema financiero.
2. Estructurar el funcionamiento de los mercados mediante una política de emisiones ordenadas y sistemáticas, la organización institucional de los mercados y proseguir e impulsar el sistema de anotaciones en cuenta para facilitar la emisión y negociación de la deuda pública.
3. Flexibilizar el marco fiscal, de forma que interfiera lo menos posible en el funcionamiento de las operaciones con deuda pública.
4. Sentar unas nuevas bases en la regulación legal del recurso del sector público al Banco de España, limitando su dimensión y estableciendo un marco de relaciones que evite las fuertes distorsiones actuales sobre la instrumentación conveniente de la política monetaria.

Cualquiera que hayan sido los criterios que han informado la política de deuda pública en el pasado, y su mayor o menor ajuste a principios de racionalidad financiera en la financiación de los déficit públicos, es evidente —como destaca en su nota el profesor **Contreras**— que un crecimiento tan intenso del endeudamiento como el producido en España entre los últimos años setenta y 1986 ha influido de forma significativa sobre los procesos de innovación y desintermediación financiera y, consecuentemente, sobre la naturaleza y nivel de actividad de las entidades financieras.

En efecto, el déficit público ha generado una corriente innovadora que ha contribuido a la consolidación de los mercados monetarios y

apunta hacia su integración con el mercado de capitales e, indirectamente, ha contribuido a impulsar la aparición de nuevos instrumentos financieros privados y ha potenciado la actividad de ciertos intermediarios e instituciones. De estos aspectos innovadores positivos habría que descontar los efectos negativos que la mayor necesidad de pasivos financieros públicos ha tenido sobre el retraso en la liberalización del sistema financiero, y las innovaciones surgidas como medio de evitar controles financieros o impositivos creados por la política de apoyo a la financiación del déficit público.

Por otra parte, la extensión de la emisión de pasivos financieros públicos para financiar el déficit ha supuesto un fuerte proceso de desintermediación, cuyo más claro indicador es que la participación de entidades financieras en los activos y pasivos de las familias y empresas no financieras se ha reducido en más de 15 puntos porcentuales entre 1980 y 1986.

Es, por ello, lógico preguntarse sobre cómo enjuician las propias instituciones financieras el nivel y forma de operar del endeudamiento público español, al menos los dos grupos de entidades —bancos y cajas de ahorros— con mayor peso y tradición en nuestro sistema financiero.

Tres aspectos comunes resaltan en las opiniones desarrolladas en las colaboraciones de **Rafael Termes** y **Manuel Jesús Lagares**.

- 1) La posición crítica respecto al *déficit público*, origen del endeudamiento, y la llamada a la moderación del gasto público como única vía con sentido para procurar la reducción del desequilibrio.
- 2) Su actitud contraria al recurso continuado del Tesoro al Banco de España más allá de la utilización transitoria que este mecanismo financiero debe tener como medio de cubrir déficit de tesorería, y ello por sus nocivos efectos sobre la instrumentación de la política monetaria y por lo que entraña de corruptela relajadora de la disciplina en el gasto público.
- 3) El rechazo a la existencia —tan vigorosa en épocas aún recientes, sobre todo para las cajas de ahorros— de circuitos obligatorios de adquisición de fondos públicos por las entidades crediticias, en la medida en que tales mecanismos encarecen el crédito al sector privado y sitúan a las instituciones financieras en una posición comparativa difícil de cara al previsto avance de la integración comunitaria hacia un mercado único en 1992.

Mientras el déficit subsista, sin embargo, no hay nada en la propia naturaleza de la actividad de bancos y cajas que les impida prestar su red comercial y su estructura organizativa para la colocación de títulos públicos. En este sentido, las instituciones financieras españolas centran su aspiración en que las emisiones de deuda respondan a las condiciones del mercado y en que la organización de sus mercados revista la forma más eficiente, de manera que permita un manejo rápido, fluido y barato de la deuda pública. Ven por ello con satisfacción las mejoras producidas hasta ahora, y sobre todo la instauración del sistema de anotaciones en cuenta recientemente creado.

El profesor Lagares, por su parte, señala el papel importante que históricamente han desempeñado las cajas de ahorros en la financiación del sector público, y particularmente su especialización en el terreno de las corporaciones locales.

Rafael Termes destaca, con preocupación, que un crecimiento excesivo de la deuda pública, aún en condiciones de mercado, puede generar un efecto *expulsión* de la financiación disponible para el sector privado, lo que —al margen de la rentabilidad inmediata— ocasionará a plazo medio problemas a la propia estructura organizativa bancaria que, al volcarse en la atención financiera al sector público, puede descuidar su auténtica misión intermediadora en el sector privado.

* * *

La idea latente en todas las colaboraciones que integran esta sección, que puede servir como patrón de referencia de su contenido, puede resumirse en pocas palabras: los efectos negativos del déficit público —auténtica raíz de los problemas de la deuda— no deben ampliarse con los derivados de una inadecuada financiación. Existe un espacio para adentrarse en los criterios y líneas a los que debe ajustarse una financiación ortodoxa de los desequilibrios reales del sector público, mientras estos subsistan. Sobre tales líneas y criterios, y sobre los negativos efectos de su abandono para el funcionamiento del sistema financiero, encontrará el lector una gran cantidad de ideas y argumentaciones rigurosas en las colaboraciones que se contienen en las páginas que siguen.