

PRESENTE Y FUTURO DE LA POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

Raimundo ORTEGA

I. INTRODUCCION

1. Una reflexión histórica sobre la política de deuda pública

PUEDE afirmarse que existe deuda pública en España desde que contamos con un Estado, pues la utilización del crédito público como medio de financiar sus gastos es tan vieja como la propia organización política de nuestro país en Estado. No es por ello casual que las primeras modalidades de deuda —los juros reales— aparecieran hace algo más de cinco siglos. Desde entonces el Estado español no ha dejado de emitir deuda.

Pero, por desgracia para ese Estado y para todos sus súbditos, la política de deuda ha sido, salvo contadísimos períodos, una acumulación de dislates y despilfarros.

Para empezar, durante largos períodos de tiempo no se ha sabido cuál era la deuda viva ni se ha contado con un organismo encargado de pagar los compromisos económicos que llevaba anejos. Normalmente faltaban criterios para saber qué clase de deuda, cuándo, cómo y dónde se emitía, así como qué efectos económicos o financieros producía sobre la deuda en circulación la nueva deuda emitida. Se ha recurrido también, con harta frecuencia, a todo tipo de técnicas e intermediarios para emitirla y colocarla, y ello

casi siempre con grave quebranto para la hacienda pública y mucho beneficio para la fortuna personal de quienes así intermediaban.

En más de una ocasión se orillaron normas legales, se olvidaron derechos reconocidos o se impusieron unilateralmente modificaciones de importancia en las condiciones de la deuda viva, y ello trajo más perjuicios que beneficios, pues los ahorros en la carga de lo debido no compensaron el desprestigio que cayó sobre el emisor ni la desconfianza provocada en los mercados.

Preciso es reconocer que a veces, pocas, se llevaron a cabo gigantescos esfuerzos para ordenar el caos en el cual ha solido vivir nuestra deuda pública: se simplificaban la multitud de emisiones en circulación; se armonizaban sus condiciones; se amortizaban unas y convertían otras; sentando, en una palabra, directrices coherentes que presuponían la existencia de «una política de deuda pública». Se ha «arreglado la deuda», por utilizar la expresión clásica en nuestra historia de la deuda pública, en unas pocas y memorables fechas.

Y en esa azarosa historia de nuestra deuda pública las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España —lo que equivale a decir las relaciones entre política de manejo de la deuda y política monetaria— constituyen un capítulo de especial relevancia, capítulo que ha ido cobrando una significación creciente en los últimos años.

2. El marco legal de la deuda pública

Quando no se distinguía entre los derechos y obligaciones pertenecientes al Rey, a la Corona y al Estado, las deudas se materializaban en operaciones sencillas, documentadas en contratos personales o en asientos contables y dependían, en último lugar, de la fortuna y la voluntad del Monarca.

Sólo en la Constitución de 1812 comenzó a diferenciarse entre bienes pertenecientes al Rey y al Estado, y sólo a partir de esa fecha, si bien en forma muy sencilla al principio, aquellos contratos se transformaron en títulos amparados en normas legales definitorias de sus características principales.

Largo y difícil ha sido el camino de la «legalización» de la deuda pública, y muy curioso el hecho de que rara vez las mentes jurídicas más agudas de la Administración del Estado hayan prestado más que una ocasional atención al aparato legal que rodea a esta actividad del Estado como prestatario.

No extrañará, por lo tanto, el escaso desarrollo que el estudio de la deuda como rama del derecho financiero público ha tenido en nuestra doctrina y, mucho menos, las notables lagunas e incertidumbres que hoy dominan el correcto encaje de la deuda pública en los tres grandes cuerpos legales que deben constituir los pilares sobre los cuales se asiente: me refiero, claro es, a la Constitución de 1978, a la Ley General Presupuestaria de 1977 y a las leyes de presupuestos generales del Estado que anualmente aprueban las Cortes.

3. Política de manejo de la deuda y política monetaria

Se suele decir, y es muy verdad, que la deuda viva en circulación no es sino la acumulación de los déficit y superávit presupuestarios del pasado. Esa deuda viva refleja las decisiones políticas adoptadas por los representantes de los ciudadanos en el Parlamento y, por ello, su aumento y disminución únicamente puede ser obra de decisiones igualmente políticas. Pero la composición de esa deuda depende del manejo de la deuda seguido por el Tesoro y de la política monetaria adoptada por el banco emisor.

Ambas políticas tienen efectos económicos diferentes. Un primer efecto económico es de carácter fiscal y directo, pues responde a las repercusiones que el exceso de gastos sobre ingresos públicos tiene en la demanda agregada de la economía; el segundo grupo de efectos es de carácter monetario e indirecto, y se relaciona con las consecuencias que, también sobre la demanda agregada, tiene la tenencia por el sector privado de la economía de títulos de deuda contra el Estado. El primero de los efectos, el fiscal, funciona a través de la influencia que gastos e ingresos presupuestarios ejercen en las rentas del sector privado de la economía; el segundo, el efecto monetario, es de mayor pervivencia en el tiempo, y su influencia discurre por medio del impacto que el volumen y la composición de la deuda pública tienen en la riqueza privada.

Pero, en todo caso, estas distinciones entre decisiones y efectos de la política de manejo de la deuda y de política monetaria deben llevar, por encima de precisiones semánticas y especializa-

ciones institucionales, a la urgencia de cobrar conciencia de su íntima relación y, en consecuencia, de la necesidad de que estos dos potentes instrumentos funcionen debidamente coordinados en el marco de una política económica clara y decidida.

Este trabajo se va a ocupar, por ello, de examinar tres grandes cuestiones: primera, cuál es el marco legal en que se afirma la política de deuda pública; segunda, cuáles han sido las bases de una política adecuada de deuda pública, sentadas desde 1983 hasta la actualidad; tercera y última, cuál es el futuro de la política de deuda pública y qué medidas deberían adoptarse para que cumpliera, digna y eficazmente, el papel asignado como instrumento de política económica, sin demérito de ese otro gran instrumento que es la política monetaria.

II. CONCEPTO Y MARCO LEGAL DE LA DEUDA PÚBLICA

1. El concepto de deuda pública

La generalidad de los tratadistas coinciden en que la deuda pública del Estado nace como resultado de la entrega de recursos financieros al Tesoro público en concepto de crédito, que éste queda obligado a reembolsar en el momento, bajo la forma y con las condiciones establecidas legalmente.

Este concepto general encubre tres modalidades diferentes: a) los empréstitos públicos; b) las operaciones singulares de préstamo o de apertura de crédito; y c) los anticipos del Banco de España al Tesoro público. En este trabajo

no me ocuparé de la segunda categoría, analizando únicamente tanto esa modalidad pura de crédito público que es la deuda pública como la otra, más peculiar, constituida por los anticipos del Banco de España al Tesoro.

2. La deuda pública en el ordenamiento jurídico español

El ordenamiento jurídico español utiliza tradicionalmente la denominación de *Deuda Pública del Estado* para caracterizar la actividad del Tesoro público mediante la cual éste obtiene fondos que ingresa normalmente en el Presupuesto, y por los cuales asume una posición deudora.

Ello supone la combinación de algunos rasgos, entre los cuales conviene tener muy presente los siguientes:

a) Los fondos allegados mediante la emisión de deuda pública no han sido coactivamente recaudados ni constituyen contraprestación alguna de bienes o servicios prestados por el Estado a sus acreedores.

b) Dichos fondos son obtenidos, contra el crédito público, gracias a *emisiones* autorizadas por una ley y dirigidas al público en general, con alguna excepción que sólo confirma la regla.

c) La operación de crédito que supone la emisión de deuda pública se formaliza de diversos modos, siendo los más generales el del título-valor y el de anotación en cuenta de los derechos del titular contra el Estado.

d) La operación no supone una vinculación permanente entre el Tesoro público y sus prestamistas, pues normalmente el Te-

soro se reserva la posibilidad de darla por concluida antes de la fecha fijada para el vencimiento —amortización anticipada— o de transformar esa obligación en otra mediante la aceptación voluntaria del acreedor; igualmente, éste puede deshacerse de su derecho de crédito, traspasándolo a otras personas gracias a los diversos mecanismos de negociación y transmisión establecidos en los mercados secundarios de deuda pública existentes.

Establecidas las notas más características del concepto de deuda pública, es forzoso examinar su regulación en nuestro derecho positivo. Este examen se va a referir, primero, a la que se encuentra en la vigente Constitución de 1978, para pasar después al estudio de la Ley General Presupuestaria de 1977 (LGP) y de las leyes de presupuestos generales del Estado aprobadas anualmente por las Cortes españolas.

A) LA DEUDA PÚBLICA EN LA CONSTITUCIÓN DE 1978

El artículo 135 de la Constitución establece lo siguiente:

«El Gobierno habrá de estar autorizado por Ley para emitir Deuda Pública o contraer crédito.

Los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda Pública del Estado se entenderán siempre incluidos en el estado de gasto de los presupuestos...»

Según nuestro texto constitucional, la deuda pública es, pues, una forma de recibir u obtener crédito. El ámbito de aplicación de este artículo debe entenderse, por lo tanto, que abarca no sólo a la forma tradicional de empréstitos documentados en títulos valores

que se ofrecen al público, sino a cualquier otra forma de puesta a disposición del Estado de una cantidad de dinero, comprometiéndose éste a reembolsarla y a pagar los intereses pactados. Ha de concluirse, por tanto, que la Constitución ofrece a todo crédito contraído por el Estado las mismas garantías respecto a la devolución del capital y al pago de los intereses. En buena lógica, es de acuerdo con este concepto como deben entenderse los artículos —28 y siguientes— que la LGP dedica a la deuda pública.

Examinemos ahora el alcance que debe darse al principio, básico, de legalidad, según el cual «El Gobierno ha de estar autorizado por Ley para emitir Deuda Pública».

El principio supone, por tanto, que ninguna deuda puede existir sin previa Ley que la autorice. Este principio es traducción de lo que se ha dado en llamar «Derecho Constitucional Financiero», y su justificación más palmaria es la necesidad de que sus normas sean emanación directa del poder legislativo, en cuanto éste lo componen los representantes de quienes soportan las cargas económicas que la deuda emitida lleva consigo. Al igual que sucede con los tributos, el Ejecutivo ha de estar autorizado por Ley para tomar caudales a préstamo, pues no olvidemos que la emisión de deuda supone tanto un ingreso presupuestario como un gasto para presupuestos futuros.

Este ha sido, además, el principio tradicional en nuestra historia constitucional (art. 86 de la Constitución de 1876; art. 117 de la de 1931). Como luego se verá, pueden mantenerse dudas fundadas respecto a si la deuda del Tesoro regulada en la LGP —caracterizada por una amplísima dele-

gación en el ministro de Hacienda— encaja en el precepto constitucional.

La siguiente cuestión que debe ahora preocuparnos es la de cuál ha de ser la amplitud de la autorización legal correspondiente al Legislativo. ¿Debe señalar todas las características de la emisión o sólo algunas? Inicialmente una respuesta adecuada indicaría que la Ley de autorización debe incluir, cuando menos, la cantidad de deuda a emitir y la clase de deuda.

Una interpretación aceptable de nuestros principios constitucionales se traduciría en que no es suficiente con que la Ley contenga una autorización genérica, sin señalar las condiciones más generales —cuantía y clase de deuda.

El artículo 102.1 de la LGP precisa, como luego veremos, que la Ley de autorización «... determinará su importe, características y finalidad...» añadiendo que «... el tipo de interés será establecido por el Gobierno (si la Ley de creación no lo hubiese fijado)».

Existen tres excepciones a este principio en nuestra legislación positiva de rango inferior al constitucional:

a) El ministro de Hacienda podrá establecer las condiciones en los contratos de préstamos exteriores, con el fin de acomodarlos a las exigencias y prácticas de los mercados internacionales de capitales (artículo 102.2 b, LGP).

b) La autorización genérica concedida por la LGP al ministro de Hacienda para fijar las condiciones de la deuda del Tesoro no parece cumplir con los principios de constitucionalidad. Una interpretación correcta debería exigir, como mínimo, que la Ley de Presupuestos señale el límite máximo de deuda del Tesoro cuya emisión se autoriza.

c) Deuda no representada en títulos-valores. Aun cuando el artículo 102.3 de la LGP afirma solamente que este tipo de deuda debe estar autorizado por Ley, ha de entenderse que, de acuerdo con el mandato constitucional, la norma legal ha de determinar, cuando menos, importe y clase de la deuda a concertar.

Por último, la garantía de que el Estado cumplirá las obligaciones económicas propias de la deuda emitida se halla en la Constitución, cuando ordena en su artículo 135.2 que se incluyan entre los gastos presupuestarios «los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda Pública...»; añadiendo que «... no podrán ser objeto de enmienda o modificación mientras se ajusten estrictamente a las Leyes que autoricen la emisión». Se plantea aquí un interesante problema legal respecto a posibles «arreglos» de la deuda, al estilo de los que han sido frecuentes en la historia de nuestra deuda pública.

B) LA LEY GENERAL PRESUPUESTARIA

La exposición de motivos de la LGP sienta claramente su pretensión de «formular y definir... los principios generales que presiden la actividad de la Hacienda Pública...», afirmando que «... esta Ley ocupa una posición general y prelativa en su ordenación [la de Hacienda Pública] jurídica».

La propia exposición de motivos, en el apartado dedicado al endeudamiento público, resalta el propósito de llevar a cabo una «regulación con criterios eminentemente realistas», prueba de lo cual es tanto la aceptación de formas representativas de la deuda diferentes del título-valor como la inclusión del crédito público en un

marco jurídico más amplio que el estrictamente referido a la deuda pública.

Estas pretensiones de rigor, generalidad y novedad chocan, sin embargo, con el rango normativo que la propia LGP declara como propio al reconocerse paladinamente en la propia exposición normativa como una «ley ordinaria». Como luego se verá, al analizar la ordenación que de la deuda pública hacen las leyes de presupuestos, la LGP sólo tiene una cierta preeminencia lógica, que no jurídica, como lo prueba tanto el que las leyes de presupuestos posteriores hayan autorizado modalidades de emisión no previstas en la LGP como, y esto es, acaso, lo más importante, que esa pretensión de ofrecer un marco general riguroso aparezca hoy en día como totalmente injustificada.

1. *Principio de legalidad*

El artículo 102.1 de la LGP establece que la creación y la conversión de deuda del Estado deben autorizarse por ley, y que ésta determinará su importe, características y finalidad. De esta forma, se adapta a la Constitución este texto preconstitucional.

2. *Forma de representación*

La deuda del Estado puede estar representada por títulos-valores o por cualquier otro documento o cuenta que formalmente la reconozca (art. 101.2). La deuda pública del Estado representada por títulos-valores se clasifica, a su vez, en deuda del Estado y deuda del Tesoro. La primera, con un plazo de amortización superior a 18 meses, se destina a la financiación del gasto público o del crédito oficial; la segunda, emitida en el mercado interior, debe reembolsarse

en un plazo máximo de 18 meses y se utiliza para satisfacer necesidades transitorias de caja o para cumplir finalidades de política monetaria (art. 101.3).

La deuda del Tesoro puede adoptar, a su vez, dos modalidades: deuda del Tesoro, destinada a cubrir las necesidades del Tesoro público derivadas de las diferencias de vencimientos entre gastos e ingresos (art. 112.1.b), y bonos del Tesoro, emitidos sin finalidades recaudatorias, como un instrumento más de política monetaria (art. 114.1 y 2).

De acuerdo con la LGP, al ministro de Hacienda corresponde acordar la emisión de deuda del Tesoro, en la acepción restringida antes indicada, señalar sus características y determinar la exención fiscal de sus intereses. Sin embargo, la amortización debe efectuarse, en todo caso, durante el mismo año natural en que se emita (art. 112.2).

Igualmente corresponde al ministro de Hacienda la emisión de bonos del Tesoro y la determinación de sus características. El producto de esta deuda no puede tener efectos recaudatorios, se ingresa en una cuenta especial en el Banco de España y sólo puede aplicarse al reembolso de la misma. Los títulos no son pignoraables, redescontables ni computables en los coeficientes de inversión de las entidades adquirentes, y su transmisión no requiere la intervención de fedatario público (art. 114).

3. *Otros aspectos*

Brevemente pueden mencionarse otras cuestiones relativas a la deuda pública, y que se recogen en diversos artículos del título IV de la LGP. Dichas cuestiones se

refieren al procedimiento aplicable en caso de sustracción, pérdida o destrucción de los títulos, y la prescripción de los derechos al reembolso de los capitales prestados y a los intereses devengados. Así, el producto de la deuda pública debe ingresarse en el Tesoro y aplicarse a los presupuestos del Estado o del correspondiente organismo, o a la financiación del crédito oficial (art. 103); igualmente, y para atender el pago de los títulos al portador que hayan sido robados, hurtados o hayan sufrido extravío o destrucción, se seguirá el procedimiento establecido en los artículos 548 a 565 del Código de Comercio. Por último, los plazos de prescripción de los capitales presuntamente abandonados, de los capitales llamados a conversión y de los intereses y capitales llamados a reembolso se establecen en 20, 10 y 5 años, respectivamente.

4. *Dificultades de interpretación*

En contra de su intención, explícitamente manifestada en la exposición de motivos, puede afirmarse que la LGP crea más problemas que los que resuelve. Señalemos únicamente los más destacados para ilustrar tan grave afirmación.

El primero es el de la ambigüedad del propio término «deuda pública», que unas veces cubre la totalidad del crédito frente al Estado o sus organismos autónomos mientras que en otras ocasiones se emplea con una acepción más reducida, al excluir la deuda del Tesoro. Los mismos problemas de equívocidad rodean a la «deuda del Estado», término utilizado en ocasiones para referirse, con carácter general, a cualquier empréstito del Estado mientras que otras

veces cubre sólo a la deuda a medio o largo plazo emitida por el Estado para financiar inversiones y bajo la forma de títulos-valores.

Parecidas dificultades interpretativas plantea el concepto de deuda del Tesoro en la LGP. En primer lugar, la Ley denomina así tanto al endeudamiento a corto plazo formalizado en títulos-valores como a una de las dos modalidades específicas que regula —concretamente la destinada a financiar desfases temporales entre pagos e ingresos del Tesoro. Desde un punto de vista económico, parece como si los redactores de la LGP hubieran estado dominados por dos grandes preocupaciones al delimitar las finalidades de la deuda del Tesoro: primera, contraponerla a la deuda del Estado —instrumento típico de financiación del gasto público— y, segunda, circunscribirla a una financiación interina, que no absorbe recursos con carácter definitivo —lo cual justificaría la ausencia de una autorización legal específica y diferente de la de la propia LGP— o asignarla una finalidad de instrumento monetario.

Igualmente imprecisa es la LGP cuando intenta distinguir entre deuda del Estado representada en títulos-valores y la formalizada en otros documentos o cuentas. En el primer caso, la Ley lleva a cabo un desarrollo del régimen jurídico de la deuda representada en títulos, mientras que en el segundo parece aceptar un régimen más liberal en lo relativo a plazo, condiciones y finalidad, siempre que exista autorización legal.

Pero, con todo, el mayor escollo que la LGP presenta al intérprete actual es el diferente régimen de autorizaciones a que están sometidas la deuda del Estado y la deuda del Tesoro. La primera se encuentra sujeta a un régimen es-

tricto, plenamente concorde con el mandato constitucional, por cuanto se autoriza mediante ley, que también fijará su importe, características y finalidad. Por el contrario, la deuda del Tesoro, ya adopte la modalidad de deuda del Tesoro propiamente dicha ya la de bonos del Tesoro, puede ser autorizada libremente por el ministro de Hacienda, de quien dependerá la fijación de sus condiciones de emisión, tipo de interés y régimen tributario.

Independientemente de que el legislador estuviese pensando en una deuda que se amortizaba forzosamente en el ejercicio en el cual se emitía, o era utilizada como instrumento de control monetario y sometida a una contabilización especial, aquí se revela ese carácter preconstitucional de la Ley de 1977. Hay que pensar, por lo tanto, que una deuda emitida en esas condiciones no sería hoy legal.

C) LAS LEYES DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO

Las leyes de presupuestos generales del Estado suelen contener tradicionalmente, dentro del título dedicado a operaciones financieras, un artículo sobre deuda pública. Desde hace varios años la estructura de este artículo, en el cual se disponen las operaciones de deuda, responde a un esquema básico cuyo resumen es el siguiente:

1. *Autorizaciones al gobierno*

1) En un primer apartado se establecen los límites de emisión de las distintas clases de deuda pública que el gobierno queda

autorizado para realizar dentro del ejercicio presupuestario.

2) También se suelen incluir diversas autorizaciones referentes, entre otras cuestiones, a la posibilidad de emitir una u otra clase de deuda del Estado, según convenga por razones de política económica, de balanza de pagos o situación de los mercados de capitales; sustituir, modificar, refinar o reembolsar anticipadamente operaciones de crédito contraídas o que se contraigan a partir de la entrada en vigor de la correspondiente Ley de Presupuestos, todo ello con vistas a reducir la carga financiera de la deuda o prevenir fluctuaciones en las condiciones de mercado; establecer las condiciones para que dichas deudas puedan obtener determinados beneficios fiscales.

3) Por último, el gobierno queda autorizado por la Ley para fijar el límite de emisión de la deuda del Tesoro, la forma de representación —títulos-valores o anotaciones— que podrá adoptar, así como su contabilización presupuestaria y la aplicación del producto de la misma.

2. *Autorizaciones al ministro de Hacienda*

A su vez, el ministro queda autorizado por la Ley de Presupuestos Generales para:

1) Señalar las condiciones definitivas de las emisiones de deuda pública autorizadas por el gobierno —esto es, tipo de interés, plazos de amortización, sistema de emisión, nominal y clase de títulos, y demás condiciones—, así como los posibles beneficios fiscales.

2) Proceder a reembolsar anticipadamente operaciones de crédito, sin sustituirlas por otras.

3) Llevar a cabo toda una amplia gama de operaciones financieras —intercambio de operaciones de crédito, trueques de tipo de interés y demás.

En resumen, las leyes anuales de presupuestos generales del Estado establecen una doble estructura de autorizaciones. Al gobierno no queda encomendada la fijación de los límites asignados a cada instrumento de deuda del Estado dentro del máximo global fijado por la Ley, la emisión de deuda del Tesoro hasta el límite precisado en la norma, así como la posibilidad de manejar las nuevas deudas a emitir o las ya emitidas para conseguir diversos fines de política económica general o de buen funcionamiento de los mercados de capitales. Por lo que se refiere al ministro de Hacienda, recibe autorización para instrumentar los aspectos concretos de la política de emisiones.

Se pueden plantear, por tanto, dos interrogantes respecto a la deuda pública en relación con su plasmación en las leyes de presupuestos. La primera es su encaje con el marco general contenido en la LGP; la segunda, hasta qué punto se cumple el mandato constitucional respecto a los requisitos que la emisión de deuda pública debe acatar, de acuerdo con su artículo 135. Examinemos la primera cuestión.

Podemos decir que, si bien la LGP contiene el marco general de regulación de la deuda pública, no existe preeminencia respecto a las leyes anuales de presupuestos. Estas no sólo materializan las autorizaciones en las que se plasma, año a año, la política de deuda, sino que, como veremos en seguida, recogen modalidades de emisión de deuda que no se ajustan a las previsiones de la LGP. La comprobación de esta realidad

lleva a preguntarse si no sería mejor olvidarse lisa y llanamente de la LGP y atenerse a lo que cada año establezcan las leyes de presupuestos. La otra opción residiría en plantearse una reforma de la LGP. Sobre este punto se volverá a hablar en el capítulo de conclusiones de este trabajo; ahora enfrentémonos con la cuestión de las diferencias entre la LGP y las leyes anuales de presupuestos y más concretamente, entre las diferentes deudas del Tesoro que en ambas se regulan.

A partir de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1979 (1), los textos legales que establecen el Presupuesto han venido autorizando una deuda del Tesoro que no es la definida en la LGP. Las diferencias residen tanto en su finalidad como en su plazo. Efectivamente, ni la deuda emitida al amparo de estas autorizaciones está destinada a financiar desfases temporales entre pagos e ingresos presupuestarios —tal y como establece el artículo 112.1 b) de la LGP—, sino que su producto se aplica a la financiación de gastos presupuestarios —inversiones o creación de puestos de trabajado en la ley 1/1979, inversiones en la Ley 42/1979 y en la Ley 74/1980, o cualquier gasto presupuestario en las leyes de presupuestos posteriores—; ni respeta la limitación de amortizarse dentro del año natural en que se emitió, de acuerdo con lo establecido en el artículo 112.2.

La LGP prevé, en su artículo 114.1 y 2, la emisión de una deuda del Tesoro con finalidades exclusivas de política monetaria: estamos haciendo referencia a los bonos del Tesoro, título que efectivamente fue utilizado con esta finalidad entre 1982 y 1984.

Sin embargo, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para

1982 autorizó al gobierno para sustituir el recurso al Banco de España —regulado en el artículo 20 del Decreto-Ley 18/1962 y en el 112.1 a de la LGP— por una mayor emisión de deuda del Tesoro sobre la autorizada por motivos presupuestarios. Esta autorización se ha repetido, bajo una u otra forma, en sucesivas leyes de presupuestos.

La continuidad de un elevado déficit público, junto con una política monetaria que ha aspirado a ser más estricta con el paso del tiempo, forzó al Tesoro público a usar dicha autorización y a emitir durante estos años deuda del Tesoro —materializada en pagarés— que se entregaba al Banco de España a fin de que éste la utilizase como instrumento de drenaje mediante ventas con pacto de recompra. Es evidente que ésta no es la deuda prevista en el artículo 114.1 de la LGP.

La segunda cuestión antes mencionada se refiere al encaje de las leyes de presupuestos en el mandato constitucional recogido en el artículo 135 de la Ley de leyes.

Ya antes se indicaba cómo, siguiendo la doctrina comúnmente aceptada, la deuda pública debe reunir cuatro condiciones: estar autorizada por ley y que esa ley determine su importe, su finalidad y las restantes características básicas. Pues bien, la práctica legal habitualmente seguida a lo largo de los últimos años, y que antes se ha intentado resumir, muestra que la deuda se emite en virtud de una ley —la de Presupuestos—, que en ella se fijan los límites absolutos de emisión —si bien el gobierno puede adjudicar a las distintas clases de deuda del Estado los importes que estime convenientes dentro de ese límite global (2)—, se establece su finalidad y se determinan algunas, pero no

todas, las características esenciales de la deuda a emitir, pues parte de ellas —y podría pensarse que las más relevantes— quedan reservadas al ministro de Hacienda.

El problema que se plantea es el de si la práctica legislativa en materia presupuestaria es acorde con el mandato constitucional; o, dicho de otra forma, si cabe interpretar el artículo 135 en el sentido de que cada emisión de deuda o cada operación de crédito esté autorizada por una ley concreta.

Como hemos visto, la aplicación que nuestros poderes legislativo y ejecutivo han hecho de aquel precepto ha consistido en considerar que la amplitud del mandato permite entender que se ha habilitado una ley general —en este caso la de Presupuestos—, que apoya las operaciones específicas de deuda realizadas a lo largo del año. Tal interpretación parece perfectamente asumible, dada la complejidad de las razones que pueden justificar la realización de cada emisión en un momento determinado, así como la urgencia para llevarla a cabo en unas fechas y no en otras. No se olvide, además, que las propias leyes de presupuestos ordenan al gobierno dar cuenta al poder legislativo, a través de las comisiones de presupuestos del Congreso y del Senado, de todas y cada una de las autorizaciones realizadas, que la Ley atribuye al propio gobierno y al ministro de Hacienda.

3. *Los anticipos del Banco de España al Tesoro*

En las largas y complicadas relaciones entre el Tesoro público y el Banco de España, el recurso del Tesoro al crédito del banco emisor adoptó diversas formas hasta que la Ley de Ordenación Ban-

caria de 1921 inició la práctica de fijarlo en términos de un porcentaje de los presupuestos de gastos; práctica seguida en el artículo 20 del Decreto-Ley 18/1962, de nacionalización y organización del Banco de España, y consagrada en la fórmula actual de anticipos contenida en el artículo 112 a de la LGP.

Aun cuando se ha buscado desvirtuar su naturaleza, la doctrina considera que estamos ante una modalidad de deuda pública caracterizada por que ambos sujetos no conciertan voluntariamente el crédito, sino que uno lo concede y otro dispone de él dentro del marco fijado por la Ley, que determina los supuestos y condiciones en los cuales puede llevarse a cabo. Es decir, que el Tesoro se convierte en deudor del Banco, situación que refleja perfectamente el balance del banco central, en cuyo activo lucen esos créditos al Tesoro público.

De acuerdo con nuestro derecho positivo, podemos destacar tres notas características de los anticipos del Banco de España al Tesoro. Dichas notas son las siguientes:

- 1) Se trata de una modalidad de crédito susceptible de ser utilizada en sucesivos ejercicios presupuestarios.
- 2) Tiene un límite legal, que no puede sobrepasarse, establecido por Ley.
- 3) El objeto del anticipo es financiar desfases transitorios de tesorería; es decir, diferencias temporales entre gastos e ingresos del Tesoro público en el curso del ejercicio presupuestario.

Pero antes de concluir este examen de la figura del anticipo del Banco al Tesoro, creo necesario referirme a una práctica legalmente discutible, que se ha instaurado

en los últimos años; de un lado, como resultado de los fortísimos y continuados déficit presupuestarios y, de otro, por la lógica resistencia por parte de los responsables de la hacienda pública a aumentar la carga financiera aparente de la deuda. Me refiero a la consolidación de los anticipos en crédito sin interés ni plazo de amortización.

He calificado de discutible esta práctica de la consolidación de los anticipos en créditos en atención a un criterio muy sencillo. La normativa legal concibe los anticipos como un medio de atender desfases temporales de tesorería dentro del marco temporal del ejercicio presupuestario. La financiación de las diferencias entre gastos e ingresos presupuestarios exige, en buena lógica, la utilización de medios más permanentes: reducción de gastos, aumento de impuestos o emisión de deuda pública.

Pues bien, la consolidación —establecida a partir de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1981— supone una utilización permanente de los recursos del Banco, que, según el artículo 21 del Decreto-Ley 18/1962, exige una ley previa que determine las condiciones de utilización de esos fondos. Por lo tanto, lo que se ha venido repitiendo en las leyes de presupuestos desde 1981 es, sencillamente, convalidar operaciones de crédito efectuadas con anterioridad, sin conocimiento del Parlamento y, en ocasiones, para financiar operaciones que cabe dudar que estén incluidas en los presupuestos de gastos aprobados por el Legislativo.

Conscientes probablemente de esta anomalía, los responsables de la hacienda pública cambiaron a partir de la Ley de junio de 1983 la redacción de las leyes de pre-

supuestos, dejando de hablar de *anticipos* y pasando a referirse a *créditos* concedidos por el Banco al Tesoro. Lo que sucede es que si en el primer caso la posible irregularidad deriva de que la Ley de Presupuestos convalida *a posteriori* una utilización de los recursos del Banco de España cuya finalidad y modalidades no ha sido aprobada ni controlada por el Parlamento, en el segundo caso la contradicción resulta más flagrante, pues ni el Banco ha concedido crédito ni ha existido, como preceptúa la norma constitucional, una autorización legal previa.

III. LAS BASES DE UNA NUEVA POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA

Que la justificación, conveniencia y efectos económicos del déficit presupuestario no son cuestiones que entran en el campo de este trabajo apenas si es necesario subrayarlo. Aquí sólo interesa discutir la cuestión de, dado un déficit, cuáles son las consecuencias de financiarlo de una u otra forma para la propia política presupuestaria, para la política monetaria y, en último lugar, para el buen funcionamiento del mercado de capitales.

Si se acepta esta perspectiva, no resultará atrevido afirmar que hasta 1983 no existió, propiamente hablando, una política de deuda pública. En parte porque el déficit presupuestario del Estado comenzó a adquirir dimensiones preocupantes únicamente a partir del año 1978, pero sobre todo porque durante estos años se recurrió a los anticipos del Banco de España para financiar en muy elevada proporción el déficit, volviendo la espalda al mercado, al entender que de esa forma se minimizaba la carga financiera reflejada en sucesi-

vos presupuestos. Los evidentes males que tal política implicaba no fueron jamás analizados, desoyendo las reiteradas quejas del banco emisor. Paradójicamente, la única parcela de la política de deuda que fue objeto de cierta atención por parte de los responsables de la política de deuda fue el endeudamiento exterior. Por desgracia su actuación resultó muy deficiente; de tal forma que en 1983 había mucho que corregir y poco que aprovechar en esa parcela. Por último, si no existía una política de deuda pública mal podía haber mercados para ese tipo de títulos, y esa deficiencia ha ido manifestándose hasta llegar a ocupar un papel primordial a medida que se acrecentaba el volumen de deuda viva.

Se perfilan así dos de las tres metas principales que la política de la deuda pretendió alcanzar entre 1983 y 1985: financiar adecuadamente el déficit y hacerlo mediante una política de emisiones bien planeada y correctamente ejecutada. La tercera, a que también me referiré, es la de contar con un marco fiscal lo menos beligerante posible. Pasemos revista a continuación a lo que significaban estos tres objetivos, dejando el juicio sobre en qué medida se cumplieron para la tercera parte del trabajo.

1. Financiar adecuadamente el déficit público

El Tesoro fue consciente desde un principio de la necesidad de evitar que el déficit público y su financiación promovieran expansiones monetarias excesivas y persistentes, que siempre acababan traduciéndose en un impulso in-

flacionista. Por ello se decidió emprender una política de deuda pública que, en sus rasgos más generales, puede caracterizarse como orientada hacia el recurso al mercado de capitales, con emisiones de títulos adecuados a las preferencias de los ahorradores y tipos de interés competitivos.

Aunque desde un principio se comprendió la necesidad de alargar la vida media de la deuda en circulación, la elevada magnitud del déficit presupuestario hacía imprescindible, en un principio, mantener las emisiones de pagarés del Tesoro, título que pronto alcanzó el favor de inversores y mercados, dado su ajuste a la preferencia por la liquidez de los inversores particulares y su ductilidad para convertirse en instrumento de la política de tesorería de empresas no-financieras.

A estas razones se unió la decisión, adoptada a finales de 1983, de que el Banco de España cesara en la emisión de certificados de regulación monetaria —que fueron sustituidos a su vencimiento, a lo largo de 1984, por pagarés del Tesoro—, pasando la deuda a corto del Estado a convertirse en el instrumento básico de la política de control monetario.

Los certificados de regulación monetaria habían sido emitidos por el Banco de España ante la necesidad de mantener el control monetario en momentos en los cuales el déficit estaba creciendo y los responsables del Tesoro se negaban a hacer política de deuda, empeñados, como he dicho antes, en utilizar casi exclusivamente el recurso al banco de España. Prueba de ello es que entre 1977 y 1982 el crédito del banco emisor financió, en promedio, el 94,3 por 100 del déficit de caja, con la peculiaridad que en dos años —1978 y 1980— la financia-

ción del Banco de España fue superior a ese concepto de déficit.

Por el contrario, entre 1983 y 1986, el recurso promedio al Banco financió tan sólo el 19 por 100 del déficit de caja, con un año —el de 1984— en el cual el Tesoro fue capaz de devolver fondos al Banco, y no precisamente en cuantía escasa.

Un aspecto criticable de esa política de monetización del déficit presupuestario era, sin duda, el que hurtaba a la opinión pública uno de los rasgos más importantes del déficit, precisamente aquél que la nueva política de deuda se empeñó en desvelar desde sus principios: mostrar con toda crudeza su coste.

Una de las razones de la preferencia por la monetización del déficit público mediante el recurso al Banco de España, a pesar de sus evidentes desventajas de tipo macroeconómico, es que oculta temporalmente el coste de mantener el déficit. Aun cuando nadie podía ignorar la importancia que adquirió el pago de los intereses de los CRM emitidos por el Banco para controlar la expansión de la liquidez, originada por el déficit presupuestario, lo que podríamos denominar el «velo de la financiación del déficit» se ha seguido manteniendo, mostrando de forma palmaria cuán impermeables son los mitos a su destrucción por la razón. En efecto, introducir la idea de que el recurso al Banco de España tan sólo mejora en apariencia las cuentas públicas, y de que basta consolidar Tesoro y Banco en un único agente económico para darse inmediatamente cuenta de la falacia encerrada en las supuestas ventajas de utilizar el crédito del banco emisor, es un empeño que las luchas de los últimos años no han conseguido lograr.

2. Establecer una política de emisiones adecuada

Dos propósitos principales debía cumplir la política de deuda pública inaugurada en 1983, dos propósitos desde luego difíciles y que, por lo tanto, pueden desvanecerse en cuanto el Tesoro baja la guardia por una u otra razón: el primero podríamos resumirlo diciendo que se trataba de regularizar calendarios, afinar instrumentos y precisar técnicas de emisión; el segundo consistía en lograr la necesaria coordinación entre la política de deuda y la política monetaria. Examinemos ambos.

a) *Calendarios, instrumentos y técnicas de emisión*

El Tesoro venía practicando una política de emisiones ciertamente imprevisible. El mercado de capitales desconocía las pautas de emisión del Tesoro y el simple rumor de que iba a abrir sus ventanillas originaba expectativas poco gratas entre los restantes emisores habituales, especialmente entre los de carácter público, a quienes no agradaba en absoluto competir con el Estado, y menos aún verse relegados, a veces sin preaviso, a fechas diferentes de aquéllas para las cuales habían planteado cuidadosamente y con mucha anticipación su presencia en el mercado.

Por lo que al Tesoro respecta, el sistema utilizado tampoco era bueno. Aparecer esporádicamente, rodeando la emisión de un bombardeo publicitario, para desaparecer después en un letargo, en ocasiones de muchos meses, no era beneficioso. Desde un principio se orientaron los esfuerzos realizados en este campo a programar desde comienzos de año el

calendario de emisiones, de tal forma que los inversores y los restantes emisores públicos y privados conociesen de antemano las fechas en las cuales el Tesoro iba a «estar en el mercado». Ciertamente que el objetivo no se ha cumplido aún a plena satisfacción, pues la observancia de los requisitos legales implícitos en el sistema de autorizaciones contenido en la Ley de Presupuestos y la necesidad de aprobación de las emisiones mediante decretos ha obstaculizado en más de una ocasión el respeto a los calendarios previamente trazados. Esta es una meta que queda por alcanzar y a la que me referiré después.

Esta política de regularización de las emisiones iba acompañada de un esfuerzo constante de divulgación y propaganda dirigido a insuflar entre el público inversor la idea de que siempre puede adquirir papel del Estado. Es decir, que cuando no hay emisiones la alternativa es un mercado secundario de deuda pública cada día más amplio y líquido.

Paralelamente, se intentó mejorar los métodos de emisión. Parecía a todas luces evidente que el sistema de emisión abierta, con tipo de interés prefijado, presentaba inconvenientes claros en épocas caracterizadas por tipos de interés fluctuantes y por condiciones inestables de mercado. La emisión de bonos del Estado al 16 por 100 de octubre de 1982 fue una muestra clara de los errores que los gestores de la deuda pueden cometer al utilizar este sistema de emisión.

Puesto que en 1983 no existía un mercado secundario amplio y flexible, ni contábamos en nuestro país con la tradición necesaria para ello, las ventajas características del sistema de emisión continuada difícilmente podían alcanzarse en

nuestro país. Era claro, por tanto, que el Tesoro debía encaminar sus pasos hacia la implantación plena de un sistema de emisión basado en el juicio del mercado: me estoy refiriendo al sistema de subasta.

Tal sistema se aplicó inicialmente a la emisión quincenal de pagarés del Tesoro, para traspasarse después a la deuda a medio y largo plazo. Así, la emisión de obligaciones del Estado de octubre de 1983 fue la primera en la cual el Tesoro tanteó la situación del mercado para fijar el tipo de interés de sus títulos. El sistema no dejaba de tener sus propias dificultades —a las que se añadirían, desde mediados de 1985, las derivadas de una interpretación rigorista de la ley de activos financieros—, lo cual explica que hasta 1986 no se haya aplicado a los bonos y obligaciones del Estado. A partir de esa fecha, toda la deuda del Estado, cualquiera que sea su plazo, se emite por subasta, con la excepción reciente de los pagarés del Tesoro, a los cuales la Ley de Activos Financieros y el régimen de coeficientes de inversión han arrinconado hasta convertirlos en una especie de cédulas para inversiones que se suscriben en fechas y a tipo de interés prefijados.

Otro de los problemas que la nueva política de deuda pública debía resolver era el de utilizar flexible y económicamente la financiación exterior.

La deuda exterior del Estado a finales de 1982, si bien era de cuantía relativamente importante —un 15 por 100 de los pasivos del Estado—, distaba mucho de satisfacer los que deben ser los objetivos básicos de cualquier política eficiente de manejo de esta clase de deuda: era cara, presentaba una concentración peligrosa en

una sola moneda —el dólar americano—, su vida media resultaba corta —4, 3 años— y carecía de los mecanismos precisos para flexibilizar su manejo de forma tal que pudiera mejorarse la carga financiera que para nuestro país suponía. Eran, pues, esos objetivos los que debían perseguirse.

Si el Reino de España pretendía ser un prestatario continuo y prestigioso en dichos mercados, había de desecharse inmediatamente el objetivo —aparentemente sensato— de endeudarse al mínimo coste posible en cada operación realizada. Por el contrario, la finalidad perseguida por el Tesoro consistió en conseguir el coste medio mínimo posible para la totalidad de la deuda exterior viva en cada momento.

Ello supuso en más de un caso rechazar la tentación de obtener las condiciones más favorables en una operación concreta, a fin de mantener el mejor mercado posible para el Reino de España en el futuro. De tal forma que con cada operación se buscaba, por así decirlo, mejorar las condiciones de la siguiente o siguientes.

Esta finalidad estaba íntimamente relacionada con la necesidad de prestar una atención especialmente cuidadosa a los mercados secundarios. Es evidente que la cotización del papel del Reino en los mercados secundarios influye poderosamente en el coste de las futuras emisiones.

La política de endeudamiento exterior de un gran país como España es, ciertamente, compleja, y debe prestar cuidadosa atención a una serie de factores tales como:

a) Ampliar los mercados en los cuales puede obtener préstamos, pues ello facilita el abarata-

miento del total de los fondos conseguidos.

b) Cuidar la percepción que el mercado tiene del prestatario, lo cual no significa estar pendiente del *ranking* que se ocupe en clasificaciones más o menos caprichosas, sino mostrar una economía lo más sana y equilibrada posible.

c) Evitar un riesgo indebido por concentración del endeudamiento en unas pocas divisas y planificar cuidadosamente las decisiones del endeudamiento exterior.

d) Utilizar prudentemente la amplia gama de nuevos instrumentos y técnicas que hoy en día permiten a los prestatarios avisados un ahorro sustancial en la carga financiera de su deuda.

b) *Coordinación entre política de deuda y política monetaria*

Era evidente desde un principio que la decisión de conceder a las emisiones de deuda la responsabilidad principal en la tarea de financiar el déficit público —relegando el recurso al crédito del Banco de España a un papel lo más secundario posible— ponía en primer plano el problema de afinar la conexión entre estos dos poderosos instrumentos.

La situación se presentaba, a finales de 1982, muy clara. La existencia de un déficit público importante y persistente, combinada con la necesidad de una política monetaria restrictiva —que se juzgaba vital para combatir la inflación y apoyar la evolución del tipo de cambio de la peseta—, planteaba un dilema inmediato. No podía seguir existiendo una duplicidad de instrumentos —los pagarés del Tesoro y los certificados de

regulación monetaria del Banco de España— y, consiguientemente, de mercados, por lo que, a comienzos de 1984, se procedió a suspender la venta de certificados por el Banco de España, y el Tesoro se hizo cargo de la tarea de emitir los pagarés necesarios tanto para cubrir la mayor parte de la financiación del déficit presupuestario como para facilitar el drenaje de activos de caja por parte del Banco.

En aquellos momentos esta deuda pública a corto plazo tenía tres clases de demandantes: las entidades de depósito, que la adquirieron a raíz de las operaciones de canje con los certificados de regulación, a medida que éstos iban venciendo o por deseo de materializar en estos títulos del Tesoro sus excedentes de tesorería; las empresas y particulares, que veían en los pagarés un instrumento idóneo para la materialización de los extremos más líquidos de sus carteras; por último, el propio Banco de España, en cuanto precisaba adquirir pagarés con el fin de constituir una cartera que le permitiese drenar liquidez del sistema bancario mediante la oferta de estos activos.

A esas fuentes de demanda se unió muy pronto otra de considerable importancia. Efectivamente, a raíz de la publicación del Real Decreto-Ley 6/1984, de 8 de junio, las entidades de depósito se vieron forzadas a constituir una demanda cautiva en pagarés para cumplir el coeficiente de inversión en deuda pública del Estado o del Tesoro, que la citada norma implantó para ayudar a financiar el déficit y ayudar al control monetario.

Pero a los pocos meses, exactamente a finales del invierno de 1985, comenzaron a plantearse las primeras dificultades en el manejo de ambos instrumentos. La de-

manda de pagarés había ido creciendo rápidamente a lo largo del otoño y el invierno de 1984-85, debido sobre todo a la fuerte demanda por parte de las empresas y los particulares. El mecanismo fundamental de alimentación de tal demanda fue la cesión temporal de pagarés, con pacto de recompra, por parte de las instituciones financieras. Habida cuenta de que el Banco de España había pasado a considerar los activos líquidos en manos del público (ALP) como principal variable instrumental en su proceso de control monetario, se produjo una autoalimentación muy notable en su tasa de crecimiento, que llevó al Banco a intentar frenarla a partir de abril de 1985 mediante la oferta de pagarés de su cartera, en cesiones temporales primero y a vencimiento después, a tipos más elevados que los que el Tesoro parecía dispuesto a aceptar en sus emisiones quincenales.

La situación se complicó por los efectos derivados de la Ley 14/1985, que establecía el nuevo régimen fiscal de determinados activos financieros. La discusión del proyecto de Ley originó una transformación masiva en pagarés de activos emitidos por entidades diferentes del Tesoro, habida cuenta de los privilegios fiscales de que éstos gozarían desde el momento de entrada en vigor de la Ley. En consecuencia, empezó a erosionarse la conexión hasta entonces existente entre los mercados de pagarés y los restantes mercados de activos financieros privados competitivos, que tan importante había sido para la eficaz transmisión de la política monetaria. Esta quiebra en el principio de utilización armónica de la política de manejo de la deuda y de la política monetaria se vio pronto reforzada por otras dos circunstancias: la primera, derivada estrictamente

del régimen fiscal establecido por la ya citada Ley 14/1985; la otra, producto de la instrumentación aplicada por el Banco de España en su conducción de la política monetaria. Analicemos a continuación, sin detenernos en excesivos detalles, el primero de ambos factores.

La entrada en vigor de la ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros originó, como se acaba de indicar, un cuantioso flujo adicional de demanda de esta clase de deuda a corto plazo, por motivos presumiblemente ligados a razones diversas de ocultación fiscal. Los beneficios de ésta, no obstante, se limitaban casi exclusivamente a los particulares, pero no a las entidades de depósito ni a la mayoría de las empresas. Se produjo, pues, una diferenciación en la demanda de pagarés: la proveniente de sujetos interesados en mantener la ocultación fiscal y eludir la retención, que adquirirían pagarés a largo plazo y estaban dispuestos a aceptar rentabilidades bajas, y aquélla relacionada con el conglomerado de demandantes desinteresados en ocultar patrimonios o evitar retenciones, que dirigía sus peticiones a los plazos cortos y no estaba dispuesta a aceptar rentabilidades artificialmente bajas.

El resultado fue una curva de tipos de interés a corto invertida, con tipos más altos en los plazos hasta tres meses, aproximadamente, y más bajos a partir de los seis meses. Este perfil inicial fue acentuándose a medida que avanzaba el año 1985, con lo cual se ampliaba el diferencial entre los tipos de interés de los pagarés y los de los activos negociados en los restantes mercados monetarios. A los efectos directos que esta segmentación de mercados produjo en el grado de eficacia de la trans-

misión de las decisiones de política monetaria en el continuo de mercados a los cuales habitualmente afecta, debe añadirse la inestabilidad provocada en los multiplicadores monetarios y la consiguiente falta de fiabilidad en las sendas de intervención mensualmente trazadas por el Banco de España.

Comentemos ahora el segundo escollo antes indicado. Es bien sabido que la instrumentación de la política monetaria depende, en último lugar, de que el Banco sea capaz de atemperar el volumen de financiación neta ofrecida por el sistema bancario al ritmo de expansión de los ALP perseguido por el banco emisor. Pues bien, para ellos debe contar con un marco de referencia razonablemente estable, de tal forma que pueda conceder créditos de regulación monetaria o colocar pagarés —antes sus propios pasivos— en los volúmenes adecuados a la finalidad antes señalada. Desde mediados de 1985 ese esquema se vio bruscamente alterado; las entidades de depósito perdieron alicientes para mantener excedentes sobre los coeficientes legales y disminuyó la posibilidad de colocarlos entre su clientela. La fluidez y eficacia de la política monetaria quedó así condicionada por dos factores ajenos al Banco: el deseo del público de obtener pagarés de las carteras de los mayoristas —fundamentalmente bancos y cajas de ahorros— y la política de emisión practicada por el Tesoro, política en la que iban a pesar cada vez más las consideraciones ligadas a la finalidad de reducir la carga financiera de la deuda, utilizando a fondo las ventajas fiscales concedidas por la Ley.

Quedaba así claro que el buen funcionamiento de la política monetaria dependía de la política de deuda del Tesoro. Si éste, domi-

nado por consideraciones ligadas a la carga financiera de la deuda, no emitía cuando y en la cuantía que hacía falta para cubrir los gastos presupuestarios en la proporción establecida en la Ley de Presupuestos, y recurría en cambio a descubiertos en su cuenta en el Banco de España, la política se enfrentaba a una misión imposible. La experiencia del primer semestre de 1987 constituye, creo, prueba palmaria de ello.

3. Corregir la beligerancia de la política fiscal

En 1978, al referirse a la tributación de los valores mobiliarios, el *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores* afirmaba que «el sistema tributario español produce un efecto discriminatorio frente a la inversión en valores mobiliarios, puesto que la grava en mayor medida que a la inversión en otros activos». En opinión de la Comisión, esto era debido, primordialmente, a la mejor información que la Administración fiscal tiene tanto de los rendimientos como del capital de los títulos-valores.

Siete años después parecía como si esa misma Administración, no contenta con dicho sistema de información, y preocupada por la proliferación de los que se han llamado «nuevos activos financieros», estuviese lista a reforzar sus exigencias sin preocuparse en exceso de los posibles efectos en los mercados de valores. Pero más destacable es que esa misma posición de desconfianza, aun cuando pueda parecer paradójico, se aplicó también a una parte de los títulos emitidos por el propio Estado.

Aquí también las constantes innovaciones a que durante los úl-

timos cuatro años se ha visto sometida la política de deuda pública —así como los mercados organizados en torno a ella— exigían un marco fiscal lo suficientemente flexible como para no entorpecer su desarrollo. Por desgracia, no ha sido esa la situación, pues si bien la Ley 14/1985 ofreció, en principio, un conjunto de normas cuya incidencia en la política de deuda pública podía considerarse más o menos razonable, la posterior interpretación reglamentaria —y más aún su aplicación en la política cotidiana— la ha ido transformando en una escolástica fiscal, cuyo espíritu último parece ser el de frenar toda innovación, y ello es especialmente grave para el doble objetivo que la política de deuda debe perseguir en el futuro inmediato: a saber, reducir el coste de la financiación del déficit presupuestario al tiempo que se sientan las bases para un desarrollo ininterrumpido de mercados secundarios amplios y profundos.

Desde esta perspectiva, y mirando al pasado, he indicado ya mis diferencias respecto al tratamiento que la Ley 14/1985 otorga a los pagarés. Ya afirmé que la exención de retención debía haber sido la única ventaja razonable concedida a la deuda a corto del Tesoro; las restantes han conducido a este instrumento a un callejón sin salida. Mirando hacia el futuro, lo importante, quizás, es no repetir los errores del pasado cuando se encuentre en pleno funcionamiento el sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública.

Y es que determinadas interpretaciones de la Ley 14/1985, que la desarrolló, pueden dificultar extraordinariamente la política de deuda del Tesoro.

La interpretación que se dé a determinados preceptos de la ley

de activos financieros afecta directamente a las técnicas de emisión de deuda del Estado, y de forma muy especial cuando se emplea la técnica de subasta. En efecto, es bien sabido que las primeras subastas de obligaciones se realizaron de acuerdo con un procedimiento según el cual cuando existían ofertas en las que el tipo de interés solicitado era igual o inferior al tipo medio de la subasta, estas ofertas pagaban el 99,5 por 100 del valor nominal, de los títulos solicitados. Por el contrario, en aquéllas en las que el tipo de interés solicitado era superior al tipo medio de la subasta, el Tesoro utilizaba un procedimiento especial para determinar el precio a pagar por cada título; procedimiento que aseguraba que el tipo de rendimiento obtenido era el de un título por el cual se había pagado el 99,5 por 100 de su valor nominal, y cuyo tipo de interés fuese el solicitado por el concurrente a la subasta.

Pues bien, una interpretación excesivamente rigurosa del concepto de «intereses y demás contraprestaciones por la cesión de capitales ajenos», incluido en el artículo octavo, 1, de la tan citada Ley 14/1985, obligó al Tesoro a modificar sus sistemas de emisión, tal y como se deduce de la lectura de la O.M. de 9 de mayo de 1986, por la que se disponía la emisión, por vez primera mediante subasta, de bonos del Estado. Y es que, en su artículo 3.2, se sustituye el sistema anteriormente descrito de la prima del 0,5 por 100 por el pago de un «cupón complementario de intereses, prepagado», al tiempo que cambia el sistema de subasta al llamado «sistema holandés», practicado en las subastas quincenales de pagarés.

Me temo que las consecuencias de esta decisión no auguren nada bueno para el futuro. En primer

lugar, la implantación generalizada del sistema de subasta holandesa supondría para el Tesoro un mayor coste de emisión, al obligar a dar a todas las ofertas aceptadas el rendimiento marginal; pero, además, si se entiende que no pueden subsistir como títulos de una misma emisión con rendimientos explícitos —tal cual las de bonos y obligaciones del Estado— títulos con primas de emisión diferente —pues éstos se transforman en títulos con rendimiento implícito y existen tantas emisiones como grupos de títulos con primas diversas— y títulos emitidos a la par, la fungibilidad de unos y otros desaparecerá, y los mercados secundarios, que precisan para su buen funcionamiento emisiones amplias y homogéneas, se fragmentarán y paralizarán en detrimento del emisor. Afortunadamente, la O.M. de 11 de junio ha establecido para el nuevo instrumento a corto —las letras del Tesoro— un sistema que evita la subasta holandesa, potenciando así el interés de los especialistas y minimizando el coste de emisión para el Tesoro.

Salvada en el R.D. 505/1987 la posibilidad de emitir títulos a corto con rendimiento implícito no sometidos a retención, y aclarado que las diversas modalidades de operaciones con deuda del Estado anotada no generan rendimientos del capital mobiliario y, por tanto, no están sometidos a retención los rendimientos derivados de dichas transmisiones, sólo queda confiar en que las preocupaciones de información fiscal no recorten las oportunidades de innovación financiera que los mercados pueden encontrar en el Sistema de Deuda Anotada, y de las cuales el Tesoro resultaría ser el principal beneficiario. A ello me referiré en la tercera parte del siguiente apartado.

IV. ¿TIENE FUTURO LA POLÍTICA DE DEUDA PÚBLICA?

El futuro de la política de deuda pública es, sin duda, función de la decisión, que al gobierno corresponde, de adoptar una serie de medidas que devuelvan a la política de deuda el papel que sólo en muy contadas ocasiones ha tenido en el curso de su larga historia. Ello supone aceptar, ante todo, una serie de compromisos que, si bien se han comenzado a asumir ya, todavía no aparecen claros en el cuadro de las obligaciones de un emisor tan relevante como el Tesoro público. Para ello son precisos dos pasos: asegurar la máxima flexibilidad y neutralidad del marco fiscal ante las innovaciones de unos mercados cada día más sofisticados y, en segundo lugar, reconsiderar desde sus mismos cimientos la actual regulación legal del recurso al crédito del Banco de España. Veamos a continuación las cuatro grandes tareas que ante sí tiene la política de deuda pública.

1. Recuperar el papel que le corresponde como instrumento de la política económica del gobierno

El sistema financiero español ha experimentado, en el curso de la última década, cambios muy profundos cuyas causas no son fáciles de resumir. Un factor de importancia capital ha sido, sin duda, el proceso de innovación financiera registrado en esos años. Tal proceso fue debido fundamentalmente, a dos fuerzas: por un lado, las tasas elevadas de inflación y la variabilidad de los tipos nominales de interés han inclinado

a los ahorradores hacia fórmulas nuevas que asegurasen unos valores mínimos a los tipos de interés reales; por otro, la aparición de nuevas tecnologías en los campos de la comunicación, tratamiento de datos y toma de decisiones ha favorecido la expansión de intermediarios menos regulados y caracterizados por unos costes operativos más bajos. El resultado ha sido el fenómeno conocido como desintermediación.

Pero una descripción cabal del rápido proceso de cambio experimentado por nuestro sistema financiero debe mencionar también dos hechos esenciales: la existencia de unos coeficientes obligatorios muy elevados y la presencia de un voluminoso déficit público, que exigía acuciantemente fórmulas nuevas para su financiación. Ambos factores son de sobra conocidos y no precisan una descripción detallada. El primero impulsó a las entidades a ellos sometidas a buscar fórmulas de eludirlos creando nuevos activos; por su parte, el Tesoro público debió irrumpir en los mercados monetarios y de capitales compitiendo por un ahorro cada vez más escaso mediante la oferta de una gama de instrumentos mejor adaptados a las preferencias de los ahorradores últimos; pero, aun así, se vio forzado a financiar una parte del déficit mediante la imposición de coeficientes en las carteras de las instituciones bancarias.

Como es lógico, el Banco de España también se vio afectado por este rápido y complejo cambio. Por un lado, la aparición de nuevos activos y nuevos intermediarios financieros perturbó la instrumentación tradicional de la política monetaria; por otro, la necesidad de contrarrestar los fuertes efectos expansivos del déficit público le obligó, primero, a la adopción de papeles alejados de

su cometido estricto —concretamente, la emisión de una modalidad de deuda a corto limitada a instituciones financieras—, y después a una presencia cada vez más atractiva en una gama de mercados que inexorablemente se va ampliando.

Estos cambios imponen, en mi opinión, la necesidad imperiosa de asentar definitivamente los principios adecuados de una política de gestión de la deuda pública; principios que no deberían olvidar los siguientes condicionantes:

a) El nivel muy elevado de endeudamiento del Estado y su estructura de vencimientos, de un lado, y las perspectivas de evolución futura del déficit público, de otro, implican un ritmo de apelación a los mercados monetarios y de capitales muy intenso y continuado en los próximos años. Se plantea así la necesidad de unos mercados de deuda pública amplios y eficientes, que faciliten dicha financiación en condiciones no inflacionarias, al mínimo coste y con las menores distorsiones y alteraciones posibles en el funcionamiento del sistema financiero. En este sentido, cualquier decisión relativa a la política de deuda, a la revisión de los mecanismos de intervención monetaria y, en fin, a las relaciones entre ambas, debe tratar de favorecer el desarrollo y la consolidación de mercados competitivos, líquidos y transparentes. Con ello, no sólo se atenderían las exigencias propias del mercado, sino que, además, para un déficit dado, se estimularía un mejor funcionamiento del sistema financiero y de la economía en su conjunto.

b) Las ventajas otorgadas por la ley de activos financieros a los pagarés, y la ausencia de retención en los rendimientos de las letras del Tesoro, plantean dos

grandes opciones al diseño de la política de deuda:

1. Continuar la política reciente de financiación del déficit basada en los instrumentos a corto plazo, habida cuenta fundamentalmente de las consideraciones relativas a una menor carga financiera inmediata.

Evidentemente, ésta es una opción tentadora, pero que no deja de tener graves inconvenientes, entre los cuales deben destacarse los siguientes:

- Una preferencia tan marcada por el corto plazo y el ahorro inmediato de costes tendrá una influencia negativa a medio plazo sobre el flujo futuro de la demanda.

- Se limitaría la gama de inversores interesados en la adquisición de títulos públicos, perturbando el desarrollo de los mercados de deuda, con lo cual se influiría negativamente, a medio plazo, sobre el déficit público y su financiación.

- Se correría el riesgo de perpetuar el sistema actual de coeficientes obligatorios para bancos y cajas.

- Por último, esta opción dificultaría el progreso hacia un sistema financiero más desarrollado y eficiente, con las consiguientes consecuencias perjudiciales tanto para la financiación del propio déficit como para el buen funcionamiento de la economía.

2. Cambiar la estructura de financiación del déficit, poniendo un mayor énfasis en la colocación de deuda a medio y largo plazo. En esta opción no se evitaría la continuidad inmediata de un fuerte recurso a la deuda a corto plazo materializada en letras del Tesoro, instrumento especialmente adecuado en unos momentos caracterizados por elevados tipos de

interés, pero se debería proporcionar una oferta diversificada de títulos que tuviese en cuenta los posibles desplazamientos de la demanda como resultado de cambios en las expectativas de inflación y de las incertidumbres relativas al futuro de los pagarés del Tesoro.

Es evidente que ello implica una transacción entre los intereses de los inversores —incluidas las entidades de depósito— y los del Tesoro. Este renunciaría a obtener de inmediato todas las ventajas posibles a cambio de conceder al mercado un papel más importante y duradero, tanto en la determinación de la composición de la deuda como en la fijación de la estructura de sus tipos de interés.

La puesta en práctica de esta política por parte del Tesoro proporcionaría la base necesaria para conseguir un mercado secundario de deuda pública muy amplio. Dicho mercado se vería reforzado si la instrumentación de la política monetaria se concibiese como una forma de refinanciación permanente de posiciones de deuda mantenidas por las entidades bancarias y otros mediadores en dichos mercados, de magnitud cambiante en función de los objetivos de la política monetaria. De esta forma se fomentaría la demanda de títulos por parte de dichas instituciones.

En resumen, esta opción permitiría cerrar un largo período en el que se han ido sentando algunas bases para la creación de un mercado amplio y eficiente de deuda pública, eliminar los coeficientes obligatorios, teniendo en cuenta en gran medida las distorsiones creadas por la ley de régimen fiscal de algunos activos financieros, y abriendo el camino para una instrumentación más flexible de la política monetaria mediante ope-

raciones de dobles en los mercados de letras o de deuda a medio y largo plazo.

2. Aceptar los compromisos que ello representa

De decidirse los responsables del Tesoro por la segunda opción de política de deuda que acabo de describir, sería necesario que asumieran las consecuencias que el desarrollo de tal opción lleva consigo. Los compromisos que el Tesoro debería asumir son, en mi opinión, los tres siguientes:

a) Una política de emisiones adecuada.

- Ello supone, ante todo, fijar un esquema sencillo de instrumentos suficientemente conocidos por el mercado que, cubriendo el corto, medio y largo plazo, permita al inversor escoger en cada momento la estructura de endeudamiento más apropiada y capaz de atender las demandas de aquéllos.

- Asegurar unas emisiones ordenadas y sistemáticas, basadas en unos calendarios regulares y anunciados al comienzo de cada año.

- Establecer el sistema de subasta adecuado y que favorezca la actuación de entidades especializadas.

- Revisar el actual sistema de comisiones, llegando incluso a eliminarlas si se adoptara el sistema de emisión mediante subasta apropiado.

b) Puesta en funcionamiento rápida del sistema de anotaciones en cuenta para facilitar la emisión y negociación de la deuda pública, de forma que se reduzcan los costes de emisión, transferencia, pago

de intereses y amortización. La rapidez, eficiencia y bajo coste de transacción que este sistema implica contribuirán, sin duda, a hacer más atractivos dichos valores y a dotar de mayor liquidez al mercado.

c) Propiciar la adecuada organización del mercado. En tercer lugar, es necesaria una organización del mercado de deuda pública sobre nuevas bases institucionales que aseguren una liquidez elevada y una formación eficiente de precios. El actual sistema de subasta en corro bursátil no es, desde luego, la organización de mercado apropiada para ello, y en este sentido es evidente el desplazamiento que se está produciendo hacia los mercados telefónicos. La experiencia acumulada muestra que los objetivos enunciados se alcanzan mejor en un mercado de entidades capaces de actuar por cuenta propia, asistido por mediadores que las pongan en contacto y difundan la información precisa sobre precios y volúmenes contratados, apoyados en los modernos medios informáticos. Enunciar esto, hace no muchos meses, podría resultar iluso, pero los desarrollos recientes, a los que antes he hecho referencia, han conducido a que exista un número significativo de entidades —bancos nacionales, cajas de ahorros, bancos extranjeros y SMMD— dispuestas a desempeñar un papel de creadores de mercado y un conjunto de intermediarios dispuestos a sostener un sistema de negociación basado en la difusión instantánea, por pantallas, de precios operativos y en el cierre de operaciones por teléfono, garantizando el anonimato de las partes. Así pues, existen hoy las bases necesarias para proceder a dicha reorganización del mercado que, en última instancia, depende de cómo se establezca

el conjunto de normas reguladoras del nuevo sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado y de la instrumentación de una política de emisiones sistemática que asegure un flujo regular de valores.

Es imprescindible que la organización y el funcionamiento del mercado se apoyen en reglas adecuadas para garantizar los intereses de los inversores, pero sin que ello impida un funcionamiento flexible del mercado. En consecuencia, las autoridades monetarias deberán preocuparse de asegurar la solvencia financiera y la capacidad profesional de las instituciones financieras que actúen en el mercado; la existencia de los registros apropiados de las operaciones realizadas y la utilización de unas reglas correctas de contabilización de las mismas, así como la aplicación de criterios transparentes de compensación y liquidación, todo ello sin mencionar la necesidad de mantener unas adecuadas prácticas comerciales y una ejecución de las operaciones a precios justos.

Contando con esas bases, no dudo que la deuda pública podría convertirse en el centro de los mercados financieros, con consecuencias claramente beneficiosas para la financiación del déficit y para la instrumentación de la política monetaria.

3. Flexibilizar el marco fiscal

Ya apunté antes mis temores respecto a los posibles daños que una aplicación rigurosa de las vigentes normas fiscales puede originar en el buen funcionamiento del mercado de deuda pública. También indiqué cómo las normas fiscales contenidas en el R.D. 505/1987, que creaba el sistema

de deuda anotada, han permitido salvar, siquiera sea «a los puntos», el desarrollo de estos mercados. Pero todo ello no permite ocultar que quedan importantes pasos que dar, pasos necesitados de una aplicación abierta y no recelosa de las normas fiscales.

Tengo en mente, de forma muy especial, la posibilidad de separar derechos económicos y principal de la deuda, negociándolos por separado. Ello significa, en otras palabras, que el activo inicial se transforma en dos activos diferentes: en uno, su rentabilidad proviene de la recuperación del principal en el momento de la amortización, en el otro, del flujo periódico de intereses esperado hasta la amortización. Serían, por tanto, posibles operaciones de transmisión en firme de derechos económicos y de principal, y de compra-venta simultáneas tanto de los unos como de los otros.

Por la relativa novedad que esta posibilidad supone, conviene, ante todo, no perderse en su base jurídica para no concluir, después, en un tratamiento fiscal erróneo que haga inviable esta operatoria. Ante todo, debe recordarse que es práctica antigua en nuestros mercados bursátiles la venta de derechos de suscripción preferente de los títulos de renta variable. Esos «cupones» no son sino derechos que se pueden desgajar del título principal y transmitir, estando su régimen fiscal fijado claramente en los artículos 75 del reglamento del impuesto de sociedades y 84 del referente al impuesto sobre la renta. Por lo tanto, nada se opone a que en la deuda pública se segreguen los derechos económicos del principal, pues deben considerarse accesorios a éste y se negocian separadamente.

La Ley 14/1985 no establece concretamente el régimen fiscal

aplicable a estos derechos accesorios de los valores en que se materializan unas modalidades de deuda pública con rendimiento explícito, pero en buena lógica jurídica tales derechos accesorios son la manifestación de unos rendimientos explícitos, y sobre ellos debería practicarse la retención habitual. Si lo que se produce es una diferencia entre el precio de adquisición del derecho económico y el de su posterior venta, como consecuencia de una operación «doble», típica en estos mercados, creo que un correcto tratamiento fiscal debería considerar dicha diferencia como un incremento del patrimonio, y en modo alguno un rendimiento del capital mobiliario; tesis únicamente defendible, a mi juicio, si esos derechos económicos tuvieran la consideración de activos financieros con rendimiento implícito, lo cual no cuadra con el concepto, nunca discutido, de título valor con interés explícito que tradicionalmente se ha dado a la deuda del Estado.

Por similares razones, las operaciones que pudieran efectuarse con el principal de la deuda pública —ya fuesen su venta a vencimiento o su cesión temporal con pacto de recompra— deberían gozar de un tratamiento fiscal igualmente claro desde un principio. Si la operación es a vencimiento, resulta palmario que el tenedor de la deuda no deberá sufrir retención alguna y que la diferencia entre el precio de compra y el importe percibido a la amortización deberá considerarse incremento del capital mobiliario. En el caso de una operación «doble», la diferencia de precios constituirá, asimismo, un incremento del patrimonio, pues la separación de los derechos económicos del título no convierte a éste en un activo con rendimiento implícito.

En resumen, sería deseable que

estas consideraciones no se echasen en saco roto, impidiendo, mediante una interpretación fiscal injustificadamente rigurosa, que el Tesoro obtenga las grandes ventajas de todo orden que la implantación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública promete. Además, no se trataría de favorecer fórmulas de opacidad informativa ni mermas de los ingresos del fisco; tan sólo de potenciar el desarrollo de técnicas y mercados que disminuirían, a buen seguro, el coste de la deuda emitida en el futuro.

4. Reconsiderar la regulación legal del recurso del Tesoro al Banco de España

En la primera parte de mi trabajo he expuesto las dudas que el tratamiento dado al recurso por el Tesoro al crédito del Banco de España suscita desde un punto de vista estrictamente legal. He examinado después algo que es de todos conocido: a saber, las perturbadoras consecuencias que la amplitud y la liberalidad de ese recurso provocan en la instrumentación de la política monetaria y, lo cual es acaso más importante, en la propia política de manejo de la deuda.

No sorprenderá, por tanto, que ahora insista en esta cuestión con la afirmación de que si no se corrige el marco legal regulador de las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España, será imposible para este último instrumentar una política monetaria eficaz y aquél continuará confundiendo política de deuda con monetización del déficit presupuestario.

También afirmé antes que no intentaba entrar en la polémica de si la continuidad de déficit pú-

blicos importantes origina presiones políticas y económicas tales que acaban obligando al banco emisor a monetizar una parte, más o menos significativa, de la deuda emitida por el Tesoro, creando de esta forma más dinero que el necesario para financiar el crecimiento real de la economía y produciendo más inflación futura.

Es para mí igualmente clara la existencia de una relación directa entre la monetización del déficit y el funcionamiento de mercados financieros desarrollados. Efectivamente, en países que no cuentan con ese tipo de mercados, como ha sido el caso de España hasta hace muy pocos años, resulta muy difícil que los potenciales inversores en deuda pública absorban los continuos incrementos de la deuda en circulación. El banco emisor se ve así forzado, en ocasiones por imposiciones legales de diverso tipo, a adquirir deuda del Estado, con lo cual los déficit públicos producen, *ceteris paribus*, un incremento automático de la base y, por ende, de la oferta monetaria. Por el contrario, en aquellos otros países que cuentan con mercados financieros amplios y profundos la nueva deuda emitida por el Tesoro puede ser absorbida por el sector privado, y el banco emisor sólo compra la necesaria para instrumentar su política monetaria. A ello se añade el que en esos países suele estar legalmente prohibido, de una u otra forma, que el banco emisor adquiera directamente deuda pública.

En España la situación es compleja. Ante todo, las normas legales permiten una monetización elevadísima del déficit —de acuerdo con esas normas el Tesoro podría monetizar el presente año el 68 por 100 del límite de emisión de deuda autorizado por la vigente Ley de Presupuestos. En segundo

término, la práctica de consolidación de los anticipos que son vehículo de aquella monetización —práctica ante cuya legalidad he expresado mis reservas— ha trastocado el balance del banco emisor hasta el extremo de que hoy en día —e incluyendo la consolidación de los anticipos concedidos en 1986— el 41,4 por 100 de su activo son créditos al Tesoro sin interés ni fecha de amortización. Ambas cuestiones son fuente de graves problemas cuya solución reclama inmediata enmienda.

Como repetidamente se ha mencionado, el Tesoro dispone hoy en día de la facultad legal de recurrir a los anticipos del Banco de España hasta el límite del 12 por 100 de los presupuestos de gastos del Estado y los organismos autónomos de carácter administrativo. Eso significa una cantidad muy superior a la que históricamente reflejan las diferencias entre gastos e ingresos y, en consecuencia, constituye una invitación irresistible a rehuir la emisión de deuda en cuanto las condiciones del mercado no son las que juzga deseables, olvidando tanto los problemas que tal decisión pueda causar a la política monetaria como la desconfianza futura de los inversores hacia la necesaria regularidad y compromiso del emisor respecto a sus mercados.

La solución sólo puede hallarse en la supresión de esa facultad de recurso al crédito del Banco. Como paso intermedio, cabría reducir el porcentaje mencionado a cifras más acordes con la justificación que dicha facultad tiene en nuestro ordenamiento legal: o sea, la de salvar desfases temporales entre pagos e ingresos presupuestarios. En este sentido, un porcentaje del, por ejemplo, 3 por 100 de los gastos presupuestarios podría ser suficiente a juzgar por

las series históricas de ambas magnitudes. A ello debería añadirse, como lógico corolario, la necesidad de que al concluir el ejercicio presupuestario esos anticipos fuesen cancelados, sustituyéndose, en último caso, por la emisión de un título de deuda, con interés explícito y fecha de amortización, entregado al Banco de España por el Tesoro.

La segunda cuestión cuya solución queda pendiente, y urge, en mi opinión, resolver, es la de los 3.554 miles de millones de pesetas de créditos al Tesoro que figuran en el activo del balance del banco emisor. La cifra produce escalofríos y justifica que los responsables del Presupuesto, agobiados ya por una carga financiera de la deuda que se resisten a admitir como secuela económicamente inevitable de ese ejercicio de despotismo paterno consistente en pasarle el resultado de nuestro despilfarro colectivo presente a las generaciones venideras, cierren una y otra vez los ojos a las perturbaciones que origina.

Lo cierto es que la situación no puede prolongarse porque un día la opinión pública se va a despertar con la inquietante noticia de que el Banco de España tiene pérdidas y, al igual que un banco en crisis, precisa subvenciones del Presupuesto. Lo mejor sería que tal situación límite no se presentase nunca. Para ello no sólo es preciso eliminar, gradualmente si se quiere, los anticipos del Banco al Tesoro, sino que habrá de encontrarse una solución a los créditos ya concedidos. Respetando nuestra tradición financiera, la salida que me parece más factible es la conversión de estos créditos en un título especial de deuda, con un interés simbólico y un plan de amortización que combine un plazo muy largo con la facultad para el Tesoro de rescatar parte

de tal deuda con cargo a los beneficios anuales del Banco.

Por último, conviene establecer los justos límites a otras posibilidades legales de utilizar los recursos financieros del banco emisor.

No dudo de la conveniencia y legitimidad de que, por ley aprobada en Cortes, se ordene al Banco financiar temporalmente un determinado gasto. Ahora bien, el banco emisor no puede ni debe, dado su especial papel en nuestro sistema económico y financiero, conceder crédito gratuito a perpetuidad. Sería conveniente, pues, que tales normas legales indicasen expresamente cómo se han de financiar definitivamente los gastos que en ellas se autorizan.

Además, el Banco de España viene financiando, dentro de nuestra vigente legislación, una serie de gastos que deberían figurar explícitamente en los presupuestos, de acuerdo con el mandato constitucional contenido en el artículo 134.2.

Ante todo, el artículo 21 del Decreto-Ley de nacionalización y reorganización del Banco permite a los organismos públicos y empresas nacionales concertar operaciones de crédito, por un plazo no superior a 18 meses, con la autorización del gobierno. En la práctica, la inmensa mayoría de las operaciones amparadas en dicha norma resultan ser financiación de gastos que, de acuerdo con el artículo antes citado de nuestra Constitución, tendrían su reflejo fiel en los capítulos de gastos del Presupuesto. La otra parte responde a problemas estructurales sin resolver, razón por la cual la financiación temporal contemplada en la norma legal citada se transforma, de hecho, en financiación a medio y largo plazo que, en ocasiones, ni siquiera es reembolsada a su vencimiento. He-

mos de recordar, por último, que el citado artículo 21 dice que «El Gobierno fijará el límite de los créditos que puedan autorizarse...», en un deseo lógico de imponer transparencia a esta vía de utilización de los recursos financieros del banco central. Que yo sepa, ese imperativo legal jamás ha sido cumplido, o al menos dado a conocer públicamente.

Queda un último sendero a través del cual el Banco de España financia compromisos de gasto del Tesoro. Me refiero a la práctica según la cual aquél anticipa a éste cantidades, a veces muy cuantiosas, para hacer frente, por ejemplo, al pago del seguro de cambio de las autopistas, o las propias del servicio financiero de la deuda pública, tanto exterior como interior. También en estos casos convendría deslindar las respectivas obligaciones, de tal modo que el Tesoro supiese que debe contar con fondos para responder puntualmente a los pagos de sus deudas.

NOTAS:

(1) *Vid.* Ley 11/1979, de 19 de julio; Ley 42/1979, de 29 de diciembre; Ley 74/1980, de 29 de septiembre; 44/1981 de 26 de diciembre; Real Decreto-Ley 24/1982, de 29 de diciembre; Ley 44/1983, de 28 de diciembre; Ley 50/1984, de 30 de diciembre; Ley 46/1985, de 27 de diciembre; y Ley 21/1986, de 23 de diciembre.

(2) El artículo 38.1 a) de la Ley de Presupuestos para 1987 constituye una novedad en este punto, por cuanto fija un límite en términos de saldo vivo a todas las clases de deuda pública que se emita durante el ejercicio presupuestario.