

# LA DEUDA PÚBLICA Y LAS CAJAS DE AHORROS

Manuel J. LAGARES CALVO

**E**N un país que ha acumulado fuertes déficit públicos durante la última década, los temas que se relacionan con la deuda pública han de tener, inevitablemente, una gran importancia. Este es, precisamente, el caso de España, que desde hace más de diez años ha venido acumulando déficit en las cuentas de las administraciones públicas por valores que han llegado, incluso, a aproximarse en ocasiones al 7 por 100 de su PIB.

Por otra parte, la conexión entre deuda pública y entidades de crédito no puede por menos que ser también de gran relevancia. En primer término, porque el sector público ha utilizado y utiliza reiteradamente a las entidades de depósito para colocar, voluntaria u obligatoriamente, la deuda pública. En segundo lugar, porque la deuda pública constituye un activo financiero que se negocia en mercados donde habitualmente actúan las entidades de depósito y, dentro de esos mercados, es posiblemente el más importante de los activos financieros disponibles.

En cuanto al papel respecto a la deuda pública de las cajas de ahorros, no cabe duda de que es también importante. En primer término, porque las cajas de ahorros constituyen una parte sustancial de las entidades de crédito españolas y, en segundo lugar, porque la Administración de nuestro país ha tenido siempre una preferencia fácilmente demostrable por utilizar a las cajas de ahorros como vehículo para la financiación obligatoria del déficit público. Trata-

remos seguidamente de exponer cuáles son, en este sentido, las opiniones que han mantenido reiteradamente las cajas de ahorros respecto al déficit público y su financiación, el papel de las cajas de ahorros en la colocación de la deuda pública y, finalmente, la situación actual del mercado de la deuda pública y las condiciones necesarias para su correcto funcionamiento.

## I. EL DEFICIT PUBLICO Y SU FINANCIACION

Plantearse cuál debe ser el sistema preferible para la financiación del déficit público obliga necesariamente a considerar, de forma previa, cuáles son las causas y las razones que pueden justificar la existencia del propio déficit público. En consecuencia, trataremos primeramente de considerar los motivos por los que se genera actualmente el déficit público, y ello nos permitirá comprobar la posible justificación del mismo para, posteriormente, tratar de responder a la pregunta de cuál puede ser el mejor modo de financiar el déficit público existente.

### 1. Causas del déficit público

Habitualmente el déficit público tiene escasa justificación en cualquier país. Existe una regla básica de la Hacienda Pública que señala que los impuestos en los países democráticos vienen a ser precios que se satisfacen por los servicios

públicos y que, en consecuencia, lo que se recauda mediante los tributos debería cubrir el coste de producción de tales servicios públicos. En ello precisamente se fundamenta el principio de suficiencia, que es uno de los que habitualmente se considera que debe cumplir todo sistema tributario —cubrir con su recaudación el coste de la totalidad del gasto público—, pues introduce un criterio de disciplina propia del mercado, ya que, como es bien conocido, ninguna empresa puede subsistir a largo plazo si sus ingresos son inferiores a sus gastos.

Excepcionalmente, son posibles situaciones en las que el déficit público —es decir, el exceso de los gastos públicos sobre los ingresos de esta naturaleza— sea necesario. Tal ocurre cuando una insuficiencia de la demanda global justifica una política keynesiana de gasto público financiado a déficit como medio de conseguir el pleno empleo de los recursos de una economía. Esa situación, sin embargo, no parece encontrarse en la raíz de nuestro déficit público actual, pues la crisis que desde hace más de una década viene padeciendo la economía mundial se ha caracterizado en casi todos los países —y, desde luego, también en España— por un exceso de demanda sobre oferta que ha dado origen a fuertes desequilibrios en los precios interiores y en la balanza de pagos.

Por el contrario, se ha podido comprobar para el caso concreto de nuestro país que, en primer término, el déficit público se ha originado en estos años básicamente por un desequilibrio entre gastos e ingresos públicos de raíz estructural, y no como consecuencia de decisiones pretendidas por la política fiscal para elevar el nivel de la demanda global, y, en segundo lugar, que el desequilibrio

estructural origen del déficit se encuentra más en el ámbito de los gastos que en el de los ingresos, como el cuadro n.º 1 permite comprobar. El sistema tributario español ha funcionado muy bien en los últimos años y ha recaudado cantidades crecientes a ritmos muy superiores a los alcanzados en otros países próximos al nuestro. Pese a ello, no ha sido capaz de recaudar lo suficiente para cubrir unos gastos públicos aceleradamente crecientes que no responden, en su mayor parte, a una política consciente de sostenimiento de la demanda global, sino que han sido consecuencia de graves problemas estructurales de la economía española.

En el contexto anterior, es evidente, en consecuencia, que los actuales niveles de déficit público tienen escasa justificación y que la mayor parte de nuestro déficit público debería ser rápidamente eliminado. Esa eliminación, por otra parte, debería derivarse, en todo caso, de la reducción en el ritmo de crecimiento de los gastos públicos y no de un aumento aún más acelerado de los ingresos tributarios.

## 2. Comunidades autónomas, corporaciones locales y déficit público

En el crecimiento del déficit público de los últimos años empiezan a tener un papel de cierta consideración las comunidades autónomas y las corporaciones locales. Como puede comprobarse a través de los datos del cuadro número 2, la necesidad de financiación de las administraciones territoriales ha pasado en los tres últimos ejercicios de representar aproximadamente un 1 por 100 de

CUADRO N.º 1

### INGRESOS, GASTOS Y DEFICIT PUBLICO (En % del PIB de cada año)

Años	Ingresos	Gastos	Déficit público
1980 .....	30,4	33,1	2,7
1981 .....	31,9	35,8	3,9
1982 .....	32,1	37,7	5,6
1983 .....	34,2	39,0	4,8
1984 .....	34,1	39,6	5,5
1985 .....	35,7	42,4	6,7
1986 .....	36,8	42,5	5,7

Fuente: Banco de España, Informe anual, y elaboración propia.

las necesidades de financiación totales del sector público a suponer casi un 10 por 100 de tal magnitud, concretamente el 8,6 por 100 en 1986. Es evidente, en consecuencia, que en la generación del déficit público van teniendo, desgraciadamente, un peso creciente también las administraciones territoriales, y ese peso puede aumentar rápidamente en el futuro a medida que las transferencias de servicios a las administraciones territoriales sean cada vez más amplias y no se establezca alguna regla que permita financiar más ortodoxamente los gastos de estos entes.

El problema —como resulta evidente— es complejo y de enorme trascendencia, porque cualquier norma que estableciese limitaciones a la capacidad de generar déficit por parte de las administraciones territoriales tendría que ir acompañada posiblemente de una redistribución importante de las fuentes tributarias de financiación del sector público y del papel de las administraciones territoriales respecto a tales fuentes.

## 3. La financiación del déficit

Es evidente que, una vez que el déficit público se ha producido, cualquiera que sea su origen y el subsector que lo haya experimentado, el problema con el que hay que enfrentarse es con la forma más adecuada de financiarlo. Para ello existen fundamentalmente dos caminos distintos. El primero consiste en financiar el déficit mediante la expansión de la base monetaria. El segundo, mediante la emisión de deuda pública colocada entre los particulares o las entidades privadas de crédito.

Como es bien conocido, cada uno de estos procedimientos de financiación tiene, sin embargo, efectos muy diferentes. Si para financiar el déficit se utiliza el procedimiento de aumentar la base monetaria del sistema, sus efectos sobre la demanda global serán más fuertemente expansivos y, en consecuencia, más elevados también serán los riesgos inflacionistas del déficit público. Por el contrario, si se recurre a la emisión de deuda pública para financiar el déficit, sus efectos sobre la demanda global serán más reduci-

CUADRO N.º 2

**NECESIDADES DE FINANCIACION DEL SECTOR PUBLICO**  
(En % del PIB de cada año)

A ñ o s	Total administraciones	Administraciones territoriales	% territoriales sobre total
1980 .....	2,7	—	0,3
1981 .....	3,9	0,1	2,8
1982 .....	5,6	0,6	11,5
1983 .....	4,8	0,2	4,1
1984 .....	5,5	0,1	1,1
1985 .....	6,7	0,5	7,6
1986 .....	5,7	0,5	8,6

Fuente: Banco de España, *Informe anual*, y elaboración propia.

dos y menores también las tensiones inflacionistas generadas por el desequilibrio de las cuentas públicas.

Sin embargo, emitir deuda pública obliga a tener que satisfacer en el futuro intereses por la misma y, en consecuencia, a soportar en ejercicios posteriores la carga que ello representa. El gasto público futuro habrá de ser más elevado —pues incluirá los intereses de la deuda y los pagos por amortización—, y ello puede conducir a una situación explosiva en la que el déficit público genera mayor deuda y ésta, a su vez, mayores gastos públicos para atenderla y, finalmente, mayor déficit público. En ocasiones, esta posibilidad de autogeneración explosiva de déficit público que se abre cuando, para financiar los déficit, se recurre a la deuda ha sido vista como una importante virtud de tal procedimiento de financiación del déficit frente al de la financiación mediante aumento de la base monetaria, virtud que se une a la tampoco despreciable de sus menores efectos inflacionistas. La razón de ello se encuentra en que si el Estado recurre a la deuda pública para financiar el déficit, no le queda más remedio que autocontro-

larse y tratar de reducirlo, porque si no la carga de la deuda pública acabará haciendo explosivo el crecimiento del gasto.

No es de extrañar, pues, que quienes analizan la mejor forma de financiar el déficit se inclinen generalmente por la emisión de deuda pública en lugar de por el aumento de la base monetaria. Sin duda, no todo crecimiento en la base monetaria conduce de modo automático y rígido a un aumento en los precios, pero resulta extremadamente peligroso recurrir para financiar el déficit a este procedimiento en una economía recalentada con importantes tensiones en los costes internos —salarios y costes financieros, especialmente— y con fuertes niveles de inflación importada, como ha sido el caso de la economía española desde la crisis del petróleo. La deuda pública, por el contrario, ofrece no sólo menores efectos inflacionistas sino, además, un elemento de autodisciplina importante al sector público, aunque pueda crear fuertes tensiones sobre los tipos de interés y afectar negativamente a la inversión privada.

#### 4. Déficit público e innovación financiera

Relacionado con la forma de financiar el déficit público —y, especialmente, con la emisión de deuda pública— se ha planteado en ocasiones el tema de cuál ha sido el papel que la financiación del déficit ha tenido en el intenso proceso de innovación financiera que se ha producido en la economía española durante los últimos años.

Sin duda, las causas del proceso de innovación financiera han sido múltiples y complejas. Muchas de ellas han sido externas al propio sistema financiero, y se han derivado de la crisis económica y de la apertura al exterior que ha experimentado durante estos años la economía española. Otras se han derivado del proceso de cambio tecnológico que se ha producido en todos los ámbitos de la actividad productiva y que, en los últimos tiempos, ha afectado también con gran intensidad al sector servicios, donde el sistema financiero se encuadra. Por último, las actuaciones de las autoridades propiciando fuertes aumentos de los niveles de competencia, la equiparación de entidades financieras y los cambios que sucesivamente se han introducido en los instrumentos de control del sistema financiero y de las magnitudes monetarias han provocado también la aceleración del proceso de innovación financiera.

En este contexto, no cabe duda de que el déficit público también ha debido colaborar a la innovación financiera, básicamente por dos vías distintas, pero claramente interconectadas. La primera de ellas debido a que el déficit público ha estimulado la creación de nuevos instrumentos y mercados financieros: así, la aparición de los

pagarés y de las letras del Tesoro y de una gama más amplia de deuda pública ha supuesto la formación de mercados ágiles y dinámicos para esos nuevos instrumentos de financiación, con todo lo que ello ha representado de innovación en el sistema financiero. La segunda, porque al sector público el volumen del déficit y las circunstancias de la crisis le han obligado a alterar de modo sustancial la forma de colocación de sus activos entre las entidades financieras, recurriendo más a la colocación voluntaria de los mismos que a la obligatoria o compulsiva propia de etapas anteriores.

Pero el déficit público no sólo ha coadyuvado a la innovación financiera del modo directo que acaba de indicarse, sino también de un modo indirecto, pero muy efectivo, ya que los nuevos instrumentos y mercados han dado origen a la aparición de imitadores en el ámbito de las empresas, que se han apresurado a crear también nuevos instrumentos de financiación similares a los utilizados por el sector público. La consecuencia final de todo ello ha sido una sustancial alteración de los activos financieros disponibles, con el correlativo aumento del número de mercados en que se negocian, y también un evidente aumento del grado de desintermediación en todo el sistema financiero.

La conclusión, sin embargo, no puede ser en ningún caso la de que sin déficit público no se habría producido innovación financiera en España. Como ya se ha indicado, han sido muchas las causas que han originado ese proceso de innovación y, si bien el déficit público ha tenido el papel que acaba de exponerse, ni ese papel ha sido único ni quizá tampoco decisivo. Buena prueba de ello es que la innovación financiera se

ha producido también en otros países —y, en ocasiones, a mayor ritmo y con más amplia extensión que en España—, países que han soportado en estos años escasos niveles de déficit público.

## II. EL PAPEL DE LAS CAJAS DE AHORROS EN LA COLOCACION DE LA DEUDA PUBLICA

Señaladas ya las ventajas que la deuda pública supone en la financiación del déficit público respecto al aumento de la base monetaria, resulta necesario ahora establecer cuál es el papel de las instituciones financieras respecto a la deuda pública. Desde luego, son posibles dos formas de colocación de la deuda pública: una primera, la colocación compulsiva u obligatoria en un intermediario financiero que, además, ha de mantener esa deuda en su activo como parte de sus inversiones permanentes; otra, la colocación más o menos voluntaria en un intermediario financiero, pero permitiendo que éste coloque posteriormente la deuda entre sus clientes, sin obligación de mantenerla en su activo de modo permanente. La situación española respecto a esas posibles formas de colocación y al papel de las instituciones financieras en las mismas constituirá el objeto de los siguientes epígrafes de este trabajo.

### 1. Colocación obligatoria de la deuda pública: coeficientes de inversión

La colocación obligatoria de la deuda pública en un intermediario financiero es una práctica antigua

en España, aunque ha tenido distintos matices a lo largo de la historia. En algunas ocasiones esa práctica se ha disfrazado, manteniéndose por las autoridades que se obligaba a la entidad de depósito a suscribir deuda pública para dotarla así de unos determinados niveles de garantía y seguridad en la inversión de los fondos captados entre el público. De hecho, sin embargo, el Estado lo que ha pretendido siempre es encontrar un mercado cautivo y fácil para colocar cuantiosas emisiones de deuda a tipos y condiciones inferiores a los de mercado, lo cual dice poco en favor de la pretensión proclamada habitualmente de salvaguardar la solvencia y seguridad de las entidades «protegidas». Los coeficientes de inversión obligatoria fueron, en su momento, la consecuencia inevitable de esa colocación compulsiva de deuda pública entre los intermediarios financieros.

Para ceñirnos al caso concreto de las cajas de ahorros —y aunque pueden encontrarse antecedentes de inversiones compulsivas en deuda pública para estas entidades incluso durante el siglo pasado—, un buen punto de partida, relativamente próximo, podría encontrarse en el decreto legislativo de 14 de marzo de 1933, por el que se aprobó el Estatuto del Ahorro. Se señalaba en la referida disposición que el 30 por 100 de las inversiones de las cajas de ahorros deberían materializarse obligatoriamente en la adquisición de fondos públicos. Este porcentaje fue drásticamente elevado hasta el 60 por 100 de los recursos ajenos de estas entidades por el decreto de 9 de marzo de 1951, y en torno a ese nivel se mantuvo a lo largo de toda la década de los años cincuenta la inversión obligatoria en deuda pública de las cajas de ahorros.

El plan de estabilización de 1959 y la disciplina que introdujo en las administraciones públicas españolas dieron origen a la aparición de superavit presupuestarios en la década siguiente de los sesenta, y ello planteó un auténtico problema a las cajas de ahorros, obligadas por las disposiciones anteriormente citadas a invertir un 60 por 100 de sus recursos ajenos en fondos públicos y con dificultades crecientes para encontrar deuda pública en que materializar sus inversiones, debido al cambio de signo de las cuentas de las administraciones públicas en esos años. Ello condujo a que en 1962 el Estado, siempre receloso de que se le escapase permanentemente un mercado cautivo al que había recurrido con harta frecuencia para la colocación de la deuda pública, abriese transitoriamente la posibilidad de que en el coeficiente indicado se pudiesen computar como fondos públicos valores emitidos por otros entes y sectores, previa «calificación» de los mismos como fondos públicos a efectos de inversiones obligatorias, calificación que se concedía por las autoridades correspondientes.

Sin embargo, ni incluso recurriendo a las emisiones «calificadas» resultaba posible en 1964 encontrar activos suficientes para cubrir los porcentajes obligatorios, y por ello se redujeron tales porcentajes hasta el 50 por 100. Pero, temeroso sin duda el Estado de lo que las cajas de ahorros pudiesen hacer en el mercado libre con el 50 por 100 restante de recursos ajenos, consideró oportuno establecer un sistema de créditos «blandos», de carácter obligatorio, que debía afectar a un 30 por 100 de los recursos ajenos de las cajas de ahorros. En consecuencia, si bien el coeficiente de fondos públicos y valores calificados como

tales se redujo al 50 por 100 de los recursos ajenos, el nivel total de inversiones obligatorias para estas entidades se situó a partir de 1964 en nada menos que el 80 por 100 de tales recursos.

En 1977, la nueva política económica inaugurada a raíz del primer gobierno democrático inició un cambio sustancial en todas estas regulaciones, estableciendo un programa definido de reducción paulatina de los coeficientes de inversión obligatoria y procurando, además, la equiparación gradual de las cajas de ahorros con las restantes entidades financieras en materia de coeficientes, al tiempo que se iniciaba un proceso de liberalización de tipos de interés que acabó permitiendo, algunos años más tarde, la posibilidad de pasar de las colocaciones obligatorias de deuda pública a un sistema de colaboración voluntaria de las entidades financieras en la colocación de la deuda pública entre los particulares.

La última etapa, por ahora, de este proceso la ha constituido el Real Decreto 321/1987, de 27 de febrero, dictado en desarrollo de la Ley 13/1985, de 25 de mayo. El referido Real Decreto establece un coeficiente máximo de inversión obligatoria del 1 por 100 de los recursos ajenos de las entidades de depósito, si bien deja en vigor el Real Decreto 2.254/1985, de 20 de noviembre, que establecía la obligatoriedad de materialización de un 10 por 100 de los recursos ajenos de las entidades de depósito en deuda a corto plazo emitida por el Tesoro.

La historia de los coeficientes de inversión obligatoria ha sido larga y especialmente dura para las cajas de ahorros, pues los niveles de coeficientes que estas entidades han tenido que soportar han sido generalmente más ele-

vados que los padecidos por la banca privada. Esa historia, en todo caso, no puede darse todavía por cerrada, pues en la actualidad persisten los coeficientes de inversión obligatoria a los niveles ya indicados.

Los efectos que los coeficientes de inversión obligatoria han tenido sobre las cajas de ahorros pueden ser clasificados en dos grandes grupos: los efectos directos y los indirectos. Entre los primeros hay que citar la característica de impuesto implícito que tales coeficientes han tenido, la absorción de recursos que han representado, la fuerte discriminación a las entidades que han introducido y la importante redistribución territorial de fondos que han llevado a término. Entre sus efectos indirectos cabe destacar los costes de control que han generado y la inercia que han inducido en el comportamiento de muchos sectores productivos.

Los coeficientes de inversión obligatoria han constituido de hecho un impuesto oculto sobre las entidades que los han soportado, tributo que en la mayor parte de las ocasiones se ha repercutido sobre los clientes de pasivo o los de activo de tales entidades, pero que en otras ha sido soportado por las propias entidades de depósito. Ello se ha debido al hecho de que la deuda pública y los restantes valores en que se han materializado los coeficientes de inversión obligatoria se han situado a niveles de retribución inferiores a los de mercado y, en consecuencia, han representado un tributo encubierto para estas entidades.

Pero, sobre todo, los coeficientes de inversión obligatoria han representado una importante absorción de recursos por el Estado y por los emisores de los valores

calificados como fondos públicos, y ello ha supuesto una reducción sustancial en el papel de las cajas de ahorros respecto a sus posibles clientes libres de activo. Esa clientela libre de activo ha tenido menores oportunidades de encontrar financiación en las cajas de ahorros, dado que las inversiones de éstas tenían que dirigirse hacia las colocaciones cautivas. Ello produjo, incluso, un menor desarrollo de las capacidades para gerenciar activos en las cajas de ahorros frente a sus capacidades de captación de pasivos.

Los coeficientes de inversión obligatoria también supusieron una importante discriminación en contra de las cajas de ahorros, al mantener niveles mucho más elevados para estas entidades que para las restantes entidades de crédito. Esa situación dificultó extraordinariamente las posibilidades de competir de las cajas de ahorros y limitó, en consecuencia, su crecimiento. Buena prueba de ello es que la expansión de las cajas de ahorros ha coincidido en el tiempo con el proceso de reducción gradual de los coeficientes de inversión obligatoria.

Por otra parte, los coeficientes de inversión obligatoria supusieron una importante redistribución territorial de los recursos captados por las cajas de ahorros. Como la mayor parte de tales coeficientes servían para financiar las actividades de grandes empresas públicas o semipúblicas, con inversiones concentradas geográficamente en zonas muy concretas del país, los ahorros captados en algunas regiones fueron obligatoriamente orientados hacia otras a través de este mecanismo compulsivo de inversión.

Indirectamente, el sistema de coeficientes de inversión obligatoria provocó importantes proble-

mas en el sector de cajas de ahorros. De una parte, los coeficientes tenían que ser cumplidos y había que comprobar periódicamente que se cumplían, lo cual supuso importantes costes de control, tanto para las entidades obligadas a los mismos como para las instituciones encargadas de vigilar su cumplimiento. De otra parte, el sistema de coeficientes conllevaba una fuerte inercia que conducía a su perpetuación, pues sus beneficiarios pretendieron en todo momento su prolongación indefinida en el tiempo, retrasando de este modo el ajuste de las condiciones de producción a los auténticos niveles de mercado.

## **2. Colocación voluntaria de la deuda y papel de las cajas de ahorros**

La colocación de la deuda pública ha seguido en otras ocasiones —y, especialmente, en los últimos tiempos— una vía diferente a la meramente compulsiva representada por los coeficientes de inversión obligatoria. La colocación voluntaria, al contrario que la obligatoria, no pretende que la deuda quede en poder del intermediario financiero, sino que su objetivo es aprovechar las capacidades de intermediación de la entidad de crédito para que coloque la deuda pública entre sus clientes. El servicio de intermediario se retribuye mediante las correspondientes comisiones por colocación y, en ocasiones, mediante los diferenciales que en el proceso de intermediación pueda lograr la entidad de crédito. Como ya se ha indicado, éste es el camino que se está siguiendo recientemente para la colocación de deuda pública, bonos del Estado y pagarés y letras del Tesoro, a medida que los coeficientes de

inversión obligatoria van reduciéndose gradualmente.

En ocasiones, la forma de colocación entre el público de estas emisiones es en firme, es decir, transmitiendo plenamente la propiedad del título al particular, y en otras, mediante «cesiones temporales», es decir, cediendo el título al cliente pero con pacto de recompra posterior. Adicionalmente, el sistema de transmisión se ha perfeccionado mediante las anotaciones en cuenta, que están agilizando extraordinariamente las cesiones, al evitar la manipulación física de los títulos y sustituirla por meras anotaciones contables.

Las cajas de ahorros están participando cada vez más activamente en la colocación voluntaria de la deuda entre el público. En el caso concreto de los pagarés del Tesoro —único activo público sobre el que existe experiencia suficiente, pues las letras del Tesoro son de muy reciente creación—, del total de los que estaban en circulación en abril de 1987 —6.140,7 miles de millones de pesetas— se encontraban en manos del público aproximadamente un 60 por 100 y, de ellos, un 70,6 por 100 —es decir, un 42 por 100 del total de los que se encontraban en circulación— estaban anotados por instituciones financieras. De este último porcentaje, un 13 por 100 aproximadamente correspondía a los anotados por cajas de ahorros, lo cual venía a representar un 6 por 100 del total de los pagarés en circulación.

Quizá este porcentaje no parezca especialmente elevado, pero hay que tener en cuenta que la clientela habitual de las cajas de ahorros no ha sido la más proclive a la aceptación de este tipo de activos financieros, ya que los pagarés del Tesoro han sido en los últimos años —y continúan siendo

CUADRO N.º 3

## DEUDA NEGOCIABLE DEL SECTOR PÚBLICO

	Diciembre 1985		Mayo 1987	
	Miles millones de ptas.	% sobre total	Miles millones ptas.	% sobre total
Estado .....	6.199,9	96,1	9.271,5	96,5
— Pagarés Tesoro .....	(5.100,3)	(82,3)	(6.142,5)	(66,3)
— Medio y largo .....	(1.099,6)	(17,7)	(3.129,0)	(33,7)
Seguridad social .....	0,6	—	0,6	—
Comunidades autónomas .....	111,7	61,7	177,3	1,8
Corporaciones locales .....	140,3	2,2	161,5	1,7
TOTAL .....	6.452,5	100,0	9.610,9	100,0

Fuente: Banco de España. Boletín Estadístico.

en la actualidad— el refugio habitual del dinero negro. Cabe esperar, por el contrario, que las emisiones de letras del Tesoro sean intermediadas con mayor intensidad por las cajas de ahorros.

### III. EL MERCADO DE LA DEUDA PÚBLICA

La reducción sustancial de los coeficientes de inversión obligatoria y el inicio hace unos años de una nueva política de colocación de la deuda entre el público a través de los distintos intermediarios financieros —pero, sobre todo, de las entidades de depósito— plantea la necesidad de analizar con un mayor detenimiento el mercado actual de deuda pública y las condiciones necesarias para un adecuado funcionamiento del mismo desde la óptica de las cajas de ahorros. Este será, en consecuencia, el objeto de esta última parte del presente trabajo.

#### 1. Situación actual del mercado de deuda pública

Una primera cuestión que se plantea al analizar la situación de los mercados de deuda pública es conocer la cuantía de la misma y su estructura por emisores, puesto que en el ámbito de la deuda pública no sólo se encuadra la del Estado sino también la de la seguridad social, comunidades autónomas y corporaciones locales. De esa deuda, una parte sustancial es deuda negociable, mientras que una pequeña parte no es negociable y, en consecuencia, no será objeto de análisis en este apartado por no formar parte del referido mercado.

La deuda negociable del sector público mantiene actualmente unos saldos vivos cuya cuantía y composición se recogen en el cuadro n.º 3. A través de él puede comprobarse cómo la deuda del Estado representa la parte sustancial de la deuda pública, por encima del 96 por 100 de los saldos vivos actuales. También puede observarse a través del referido cuadro cómo la deuda del Estado a largo y medio plazo ha ido ga-

nando peso en los últimos años frente a los pagarés del Tesoro, mientras que la deuda de la seguridad social no tiene prácticamente importancia y la de las comunidades autónomas y corporaciones locales representa también porcentajes pequeños de participación en el total de la deuda negociable del sector público.

Una visión más general de lo que representan las relaciones financieras del sector público con la banca privada y las cajas de ahorros se expone en el cuadro número 4, en el que se contienen, en porcentajes del balance total de la banca privada y las cajas de ahorros, los activos y pasivos del sector público con el sistema financiero. Puede comprobarse a través de este cuadro cómo los pasivos del sector público han aumentado en las cajas de ahorros desde un nivel que venía a representar el 9,4 del balance total en 1980 hasta el 25 por 100 del referido balance que representaron en 1986. Es necesario advertir que, pese a los elevados niveles de coeficientes de inversión obligatoria que soportaban las cajas de ahorros en 1980, los pasivos del sector público tan sólo representaron el 9,4 por 100 del total

CUADRO N.º 4

**ACTIVOS Y PASIVOS DEL SECTOR PÚBLICO**  
(En porcentajes del balance total de bancos y cajas de ahorros)

	1980	1982	1984	1986
<b>ACTIVOS FINANCIEROS</b>				
Cajas de ahorros .....	3,5	5,0	4,6	4,2
Banca privada .....	—	1,6	2,2	2,4
<b>PASIVOS FINANCIEROS</b>				
Cajas de ahorros .....	9,4	10,2	20,9	25,0
Banca privada .....	7,2	7,0	14,9	21,5
<b>ACTIVOS FINANCIEROS NETOS</b>				
Cajas de ahorros .....	-5,9	-5,2	-16,3	-20,8
Banca privada .....	-7,2	-5,4	-12,7	-19,1

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

del balance de estas entidades, porque la diferencia entre el referido porcentaje y el nivel de coeficiente de inversión obligatoria en valores estaba ocupado por títulos «calificados» emitidos por empresas privadas, que se beneficiaban de ese circuito privilegiado de financiación.

La tendencia de los pasivos financieros del sector público colocados en las entidades de depósito a partir de 1980 ha sido claramente creciente. Aunque se han ido reduciendo en ese período

los coeficientes de inversión obligatoria, el sector público ha ido ocupando totalmente, al mismo tiempo, el espacio que proporcionaban tales coeficientes. Paralelamente a este proceso, los activos financieros del sector público contra las entidades de depósito —es decir, los pasivos que las entidades de depósito han captado en el sector público— se han ido reduciendo en estos años, especialmente a partir de 1984. La consecuencia ha sido que los activos financieros netos del sector público en las entidades de crédito

—y, más concretamente, en la banca privada y en las cajas de ahorros— han presentado signo negativo en todo el período y han crecido fuertemente en importancia a partir de 1982.

En el cuadro n.º 5 se ofrecen idénticos porcentajes que en el cuadro anterior, pero referidos a los activos y pasivos de las administraciones territoriales. Puede comprobarse a través de dicho cuadro cómo el papel creciente de las administraciones territoriales en la generación del déficit pú-

CUADRO N.º 5

**ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES TERRITORIALES**  
(En porcentajes del balance total de bancos y cajas de ahorros)

	1980	1982	1984	1986
<b>ACTIVOS FINANCIEROS</b>				
Cajas de ahorros .....	1,7	2,2	2,6	2,6
Banca privada .....	—	0,4	0,7	0,7
<b>PASIVOS FINANCIEROS</b>				
Cajas de ahorros .....	1,4	3,3	3,3	3,4
Banca privada .....	—	0,1	0,3	0,6
<b>ACTIVOS FINANCIEROS NETOS</b>				
Cajas de ahorros .....	0,3	-1,1	-0,7	-0,8
Banca privada .....	—	0,3	0,4	+0,1

Fuente: RAFAEL ALVAREZ BLANCO «Endeudamiento del Sector Público en España». Boletín Estadístico del Banco de España y elaboración propia.

blico ha tenido también su necesaria contrapartida en los activos y pasivos financieros que las cajas de ahorros y la banca privada han mantenido frente a tales administraciones.

## **2. Tendencias actuales del mercado de deuda pública**

Las tendencias actuales del mercado de deuda pública vienen configuradas por tres hechos que están afectando profundamente a su funcionamiento: en primer término, la pérdida de posición de los pagarés del Tesoro en el conjunto de la deuda pública; en segundo lugar, la aparición de nuevas formas de deuda pública y, finalmente, la puesta en marcha del sistema de anotaciones en cuenta.

La pérdida de posición de los pagarés del Tesoro puede observarse en los datos del cuadro número 3. A través del mismo cabe comprobar cómo los pagarés del Tesoro, en un corto espacio de tiempo —escasamente año y medio— han pasado de representar un 82,3 por 100 de los saldos vivos de la deuda del Estado a representar tan sólo un 66,3 por 100 de los referidos saldos. Esa pérdida de posición tiene su raíz en el acortamiento de la rentabilidad que tales pagarés han venido ofreciendo durante el último año y que se deriva de su especial cualificación tributaria.

Como es bien conocido, los pagarés del Tesoro han constituido el refugio principal o más importante del denominado «dinero negro», es decir, el dinero que, por diferentes motivos, ha venido escapando a la imposición de carácter fiscal. Pues bien, el Tesoro inició a partir de 1985 una política

de reducción de la rentabilidad de estos activos, aprovechando que su demanda podía estar garantizada por el atractivo de la opacidad fiscal. Sin embargo, la reacción del mercado ha sido muy clara respecto a la demanda de pagarés: posiblemente la existencia de otros activos alternativos, sólo relativamente opacos desde el punto de vista fiscal pero con más alta rentabilidad, ha acertado sensiblemente la demanda de pagarés del Tesoro, y de ahí que los pagarés hayan perdido rápidamente importancia dentro de la deuda negociable del sector público.

Desde luego, en esa pérdida de importancia también ha tenido una participación notable la aparición de diversas emisiones de nuevos títulos de la deuda pública. Los bonos del Tesoro —y, sobre todo, la aparición de las letras del Tesoro— han supuesto, sin duda, una diversificación importante en la oferta de activos financieros por parte del sector público, diversificación que ha coadyuvado a la pérdida de posición de los pagarés del Tesoro.

Por último, el establecimiento del sistema de anotaciones en cuenta como medio de transmisión de los distintos títulos de la deuda pública —que ya se venía aplicando, aunque sin regulación suficiente, en algunas transmisiones de pagarés del Tesoro— es otro condicionante de importancia en las tendencias que pueden observarse en el mercado de la deuda pública. La formalización y reglamentación del sistema de anotaciones en cuenta en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y en la Orden de 19 de mayo de 1987 ha introducido un sistema de agentes para la colocación entre el público de esta deuda, dividido por ahora en dos grandes categorías: los titulares de cuentas, que pueden actuar mediante ano-

taciones para su propia cartera, y las entidades gestoras, que no sólo pueden anotar deuda para su propia cartera sino que, además, pueden anotar deuda por cuenta de terceros.

Aunque el sistema es posible que se encuentre todavía incompleto, al no haberse regulado aún la figura de los creadores de mercado y de los denominados «*brokers* ciegos», no cabe duda de que las anotaciones en cuenta y la aparición de las letras del Tesoro constituyen novedades de gran trascendencia que hacen suponer un mercado cada día más activo de deuda pública. Quizá en un plazo no excesivamente largo ese mercado permita financiar en su totalidad el déficit público —esperemos que más reducido que el actual— sin necesidad de recurrir a las colocaciones obligatorias de deuda pública en las entidades de depósito mediante el sistema de coeficientes de inversión.

## **3. Condiciones necesarias para la expansión del mercado de deuda pública**

El objetivo que acaba de describirse —la posibilidad de que en el futuro el déficit público pueda financiarse en su totalidad a través de un mercado libre de deuda pública— obliga, sin duda, a persistir y perfeccionar la política de emisiones iniciada en los últimos tiempos y a mejorar el sistema de transmisión de las mismas.

En cuanto a la política de emisiones, es evidente que mantener y ampliar un mercado de deuda pública obliga a altos niveles de continuidad y transparencia en la política de emisiones. Esa continuidad y transparencia podría lo-

grarse no sólo estableciendo los límites anuales en los presupuestos generales del Estado sino, además, fijando a principios de cada año el calendario de emisiones según productos. A ello habría que añadir la necesaria estabilidad en la política de comisiones que se cedan a los intermediarios financieros titulares de anotaciones en cuenta —y, sobre todo, gestores de anotaciones en cuenta— y el eliminar las ventajas fiscales que pueda poseer la deuda pública, pues tales ventajas alteran el precio de emisión y, sobre todo, dificultan la creación de un auténtico mercado secundario. El perfeccionamiento del sistema de subastas y la introducción de limitaciones a la opción de amortizaciones de títulos de deuda que actualmente posee el Tesoro añadirían grados importantes de la continuidad y, sobre todo, de la transparencia necesarias para el desarrollo de un mercado amplio de deuda pública.

El otro bloque de actuaciones que deberían emprenderse para el adecuado funcionamiento de las anotaciones en cuenta quizá obligue a desarrollar las líneas ya trazadas respecto a entidades creadoras de mercado y a la actuación de la autoridad monetaria en tales mercados, que deberían cotizar permanentemente contrapartida para la deuda pública.

Si a ello se añadiese la implantación de instrumentos suficientes de cobertura para hacer frente a los inevitables riesgos de gestión —tales como un amplio mercado de opciones y de futuros— y una regulación contable que permitiese reflejar adecuadamente los efectos de las variaciones de los tipos de interés sobre las posiciones de cartera, es evidente que el mercado de deuda pública podría alcanzar, en un plazo corto, el objetivo de permitir una financiación

adecuada al déficit público sin necesidad de recurrir a los coeficientes de inversión obligatoria.

#### **IV. CONCLUSIONES**

Como he tratado de exponer a lo largo de este trabajo, la posición de las cajas de ahorros frente a la deuda pública, reiteradamente manifestada a lo largo de las conclusiones que se han ido aprobando en sus sucesivas asambleas generales, viene definida por tres principios básicos:

- El rechazo del déficit público cuando éste no es inexcusable para impulsar la demanda global y, en todo caso, el rechazo de la financiación de tal déficit mediante la colocación obligatoria de deuda pública a través de coeficientes de inversión. Este principio se complementa con la idea de que la desaparición del déficit debería pasar por una reestructuración en profundidad del gasto público que permitiese desacelerar su crecimiento.
- La clara voluntad de colaboración con las autoridades —y, muy especialmente, a niveles locales— para la colocación de la deuda pública entre los clientes de las cajas, aprovechando las ventajas que ofrece su amplia red de sucursales, la posibilidad de alcanzar extensas capas de la población y el alto nivel de profesionalidad alcanzado por sus empleados.
- El cuidado a las condiciones de emisión de la deuda, evitando tentaciones dirigistas por parte de las autoridades emisoras, para respetar las condiciones de un mercado libre.

Si estos tres principios se mantienen como objetivos de la política de deuda pública y, al mismo

tiempo, el mercado de estos activos se perfecciona mediante las medidas que ya se han expuesto, es seguro que el déficit público, cuando sea deseable su aparición debido a circunstancias puramente coyunturales de la economía española, podrá financiarse sin graves problemas mediante la colocación voluntaria de la deuda pública en mercados completamente libres y transparentes.