## COMPOSICION DE LA DEUDA PUBLICA Y POLITICA DE DEUDA

En lo referente a la deuda pública, no sólo es importante su volumen total, sino que a veces es mucho más relevante su composición, sobre todo cuando, como en el caso de España, muestra un acusado sesgo hacia el corto plazo durante años, tanto en el período de expansión del déficit público como en el de su moderación y reducción. **Ignacio Ezquiaga Domínguez** dedica este artículo al estudio de lo que ha sido la política de deuda pública en nuestro país en los años ochenta y de lo que significa, tanto en su origen como en sus consecuencias, el citado sesgo hacia el corto plazo. Concluye el autor con un análisis de lo que, en este contexto, significa el final de los coeficientes obligatorios y, concretamente, la reciente reforma del coeficiente de caja.

### I. INTRODUCCION

S va un lugar común señalar la estructura muy sesgada al corto plazo que ha tenido, a lo largo de la expansión del déficit público, y aún ahora con su moderación -e incluso reducción en términos del PIB-, el saldo vivo de la deuda pública. Este sesgo entraña una elevada complejidad, sin embargo, que puede analizarse bajo dos vertientes diferentes, en mi opinión de gran relevancia. Por un lado, una «emisión» centrada en los instrumentos a corto plazo: primero, los drenajes del Banco de España ante la fuerte apelación al «recurso» por parte del Estado; después, los coeficientes obligatorios y, finalmente, la hegemonía de los pagarés y las letras del Tesoro. Por otro, un proceso de comercialización, la cesión al público, que transforma una parte muy importante del pasivo emitido por el Tesoro en pasivo bancario centrado en plazos muy cortos, lo que supone un elevado grado de *monetización* en la deuda del Estado. Sin contemplar ambos aspectos a la vez, no puede comprenderse el alcance del sesgo al corto plazo de los mercados de deuda pública y no puede arbitrarse una política de alargamiento del plazo medio de la deuda viva.

Bajo mi punto de vista, se trata de un problema de especial relevancia sobre el que conviene profundizar, toda vez que el Tesoro parece dispuesto en la actualidad a no renunciar a la emisión a medio y largo plazo, como ha demostrado a lo largo de 1989, recuperando un protagonismo para las emisiones de bonos del Estado olvidado desde 1986. Mantendré aquí la opinión de que el sesgo al corto plazo de la deuda descansa sobre estas dos vertientes, que se alimentan entre sí y se relacionan, en última instancia, con la percepción en los mercados de una elevada volatilidad de rentabilidades y de un alto nivel de riesgo de interés, en un contexto en el que el proceso de comercialización de la deuda -donde las protagonistas han sido las instituciones financieras, que han transformado en pasivos bancarios, monetizándola, gran parte de la deuda emitida- ha tenido una importancia decisiva. El peso de los coeficientes obligatorios, a los que no están suietos estos pasivos transformados, y la estructura fiscal actual, que penaliza, desde diversos puntos de vista, el ahorro, tienen también gran importancia como factores que han alimentado el problema.

El sesgo al corto plazo tiene consecuencias perversas no ya sólo en lo que a costes de gestión del endeudamiento se refiere, sino también porque incentiva la inestabilidad financiera y encarece, en última instancia, el coste financiero de la deuda pública frente a escenarios de comercialización alternativos. Es, pues, de gran interés analizar el problema desde el punto de vista de la política de deuda pública.

## II. LA POLITICA DE DEUDA PUBLICA EN LOS OCHENTA

El ejercicio de la política de deuda pública no ha sido históricamente potestad única del Tesoro. El Banco de España, agente institucional al que el Estado acude en busca de financiación. que tiene la potestad de la emisión de billetes en su nombre y posee las reservas exteriores de la nación, en su labor cotidiana de control monetario, soporta la responsabilidad -lo que afecta a su cuenta de resultados directamente, e indirectamente a los propios Presupuestos Generales del Estado— de evitar que la acumulación de activos en su balance tenga consecuencias adversas sobre el nivel de los tipos de interés del mercado de activos de caja (1). Es decir, el Banco de España debe poner en circulación los pasivos necesarios—bien elevando el coeficiente de caja, bien vendiendo títulos por él emitidos o pertenecientes a su cartera de deuda pública— para ajustar la oferta y la demanda de activos de caja bancarios al nivel de tipos de interés perseguido, acorde con la política monetaria.

Dos son los aspectos en que política monetaria y política de deuda pública encuentran interconexión. Una vez determinadas las necesidades de endeudamiento del Estado (la variación de pasivos financieros resultante de sumar al déficit de caja previsto la variación de activos financieros esperada), las autoridades financieras deben decidir qué parte de su apelación a los mercados financieros será cu-

bierta con creación de base monetaria (que no es sino un pasivo público más) y qué parte será soportada con emisión de títulos fuera de dicha base. Cuando el Tesoro no ha asumido esa función, ha sido el Banco de España la institución encargada de cumplir con este cometido a través de sus intervenciones en el mercado de activos de caja.

Por otra parte, las autoridades financieras deben decidir también qué parte de su endeudamiento a través de títulos se materializará en activos a largo plazo. La cesión a vencimiento de estos títulos a largo plazo hacia el público influirá en el diseño de los objetivos de la política monetaria, ya que los activos líquidos en manos del público (ALP) verán modificada su demanda siempre que se produzcan cambios en la proporción de cesiones a vencimiento sobre lo emitido a medio y largo plazo. Ello, lógicamente, afecta a los obietivos anuales del Banco de España. La parte de la deuda pública colocada en los mercados monetarios, finalmente, también interfiere en la política monetaria, ya que afecta a la evolución de los tipos de interés de estos mercados a corto plazo y, por ello, condiciona, a través de alteraciones en el coste de oportunidad de los activos generados en los balances bancarios y por la vía indirecta de la propia cesión a vencimiento de los títulos públicos monetarios, la expansión de la demanda bancaria de activos de caja, a la sazón variable instrumental de la política monetaria.

Estas múltiples interferencias (vía base monetaria, vía plazo de emisión de la deuda y vía tipos de interés) hacen imposible desvincular el desarrollo de la política de deuda pública del propio control monetario ejercido por el Banco de España, máxime en un período como los años ochenta, en el que el crecimiento del défi-

CUADRO N.º 1

# SALDOS VIVOS DE LOS PASIVOS FINANCIEROS MAS IMPORTANTES DEL ENTE CONSOLIDADO ESTADO-BANCO DE ESPAÑA

		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (oct.)
1.	Efectivo en caja (sistema bancario)	_	_	3,8	2,0	4,4	2,8	3,9	5,0	386,4	367,6
2.	Efectivo en manos del público	1.178,9	1.326,6	1.522,9	1.686,2	1.862,4	2.080,7	2.402,0	2.735,7	3.241,2	3.564,2
3.	Coeficiente de caja y depósitos obligatorios.	954,3	1.064,7	1.309,8	1.804,5	3.256,7	3.583,0	3.845,0	4.262,0	3.985,0	4.362,1
4.	Coeficiente de pagarés del Tesoro	_	_	_	_	2.024,4	1.835,3	1.955,5	2.161,0	2.371,0	2.178,1
5.	Deuda negociable a corto	187,3	593,0	1.090,3	2.457,2	1.644,0	2.941,1	3.579,9	5.508,1	5.566,0	7.707,1
	5.1. Deuda comercializada por el B.E. (a) .	187,3	566,3	978,5	1.854,4	_	_	_	_	_	_
	5.2. Cesiones temporales del B.E.	_		_	_	438,3	117,9	0,4	1.017,2	945,5	707.3
	5.3. Resto de los pag. del Tesoro (sin B.E.)	_	26,7	111,8	602,8	1.205,7	2.823,2	3.579,5	3.156,2	2.586,6	2.372,3
	5.4. Letras del Tesoro (sin B.E.)		-	_	_	_	_	_	1.334.7	2.033,9	4.627,5
6.	Deuda negociable a largo (sin B.E.)	312,1	398.1	588,4	662,3	761,8	1.062,3	2.696,3	3.126,0	4.070,3	4.521,1
7.	Deuda no negociable (b)	903,7	1.013,5	1.221,3	1.195,5	1.792,4	1.876,0	1.890,0	1.781,0	312,0	284,5
8.	Otras operaciones financieras	333,1	429,4	527,2	1.045,4	1.719,4	1.360,9	1.174,6	1.102,4	1.135,2	1.302,9
	TOTAL	3.869,4	4.825,3	6.263,7	8.853,1	13.065,5	14.742,1	17.547,2	20.681,2	21.067,1	24.287,6

 <sup>(</sup>a) Incluye bonos del Tesoro, emitidos por este pero comercializados por el Banco de España, asumiendo las pérdidas, certificados de depósito (CD) y
certificados de regulación monetaria (CRM), emitidos por el Banco de España directamente

Fuente: Elaboración propia sobre Boletín Estadístico e Informe Anual, Banco de España.

<sup>(</sup>b) Incluye cédulas para inversiones (sin cartera B.E.) y deuda de la operación Rumasa.

### CUADRO N.º 2

## SALDOS VIVOS DE LOS PASIVOS FINANCIEROS MAS IMPORTANTES DEL ENTE CONSOLIDADO ESTADO-BANCO DE ESPAÑA

		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (oct.)
1.	Efectivo en caja (sistema bancario)		*****	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	1,5
2.	Efectivo en manos del público	30,5	27,5	24,3	19,0	14,3	14,1	13,7	13,2	15,4	14,7
3.	Coeficiente de caja y depósitos obligatorios	24,7	22,1	20,9	20,4	24,9	24,3	21,9	20,6	18,9	18,0
4.	Coeficiente de pagarés del Tesoro	_	_	_	_	15,5	12,4	11,1	10,4	11,3	9,0
5.	Deuda negociable a corto	4,8	12,3	17,4	27,8	12,6	20,0	20,4	26,6	26,4	31,7
	5.1. Deuda comercializada por el B.E. (a)	4,8	11,7	15,6	20,9	_	_		_	_	_
	5.2. Cesiones temporales del B.E.	_	_	_	_	3,4	0,8	0,00	4,9	4,5	2,9
	5.3. Resto de los pag. del Tesoro (sin B.E.)	_	0,6	1,8	6,8	9,2	19,2	20,4	15,3	12,3	9,8
	5.4. Letras del Tesoro (sin B.E.)		_	_	_	_	_	_	6,5	9,7	19,1
6.	Deuda negociable a largo (sin B.E.)	8,1	8,3	9,4	7,5	5,8	7,2	15,4	15,1	19,3	18,6
7.	Deuda no negociable (b)	23,4	21,0	19,5	13,5	13,7	12,7	10,8	8,6	1,5	1,2
8.	Otras operaciones financieras	8.6	8,9	8,4	11,8	13,2	9,2	6,7	5,3	5,4	5,4
	TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

 <sup>(</sup>a) Incluye bonos del Tesoro, emitidos por este pero comercializados por el Banco de España, asumiendo las pérdidas, certificados de depósito (CD) y
certificados de regulación monetaria (CRM), emitidos por el Banco de España directamente.

Fuente: Elaboración propia sobre Boletín Estadístico e Informe Anual, Banco de España.

cit público —rápido e intenso determinó fricciones de importancia entre el Tesoro y el Banco de España, sólo resueltas en alguna medida en los últimos años de la década.

Si se lleva a cabo una consolidación de las cuentas financieras del Estado y el Banco de España, con el fin de atender al hecho de que el papel del Banco ha sido clave en la gestión de la deuda pública en nuestro país (2), los instrumentos de endeudamiento a considerar para analizar las cuestiones más relevantes, a efectos de nuestro estudio sobre el sesgo al corto plazo en la emisión de deuda pública, podrían ser los siguientes: el efectivo en manos del público, el coeficiente de caja, el coeficiente de pagarés del Tesoro, la deuda negociable a corto plazo (tanto la emitida por el Tesoro como la cedida o emitida por el Banco de España, excluyendo la cartera de deuda pública en el Banco de España aún

sin ceder y los pagarés del Tesoro bloqueados en el coeficiente obligatorio), la deuda negociable a largo plazo, la deuda no negociable, los créditos exteriores y otros instrumentos de menor importancia. Los cuadros n.ºs 1, 2 y 3 recogen la evolución, en el período 1980-1989, de cada uno de estos instrumentos.

El análisis de esta evolución conduce a distinguir tres grandes etapas, a lo largo de los años ochenta, en la política de gestión de los pasivos consolidados del Estado y el Banco de España:

• 1.ª Etapa: 1980-1982. El fuerte crecimiento del recurso del Estado al Banco de España conduce a éste a emitir, con el fin de neutralizar su efecto sobre la liquidez de base, deuda pública a muy corto plazo (bonos del Tesoro, certificados de depósito y certificados de regulación monetaria). El fuerte deterioro de la cuenta de resultados del Banco de España, y los problemas que la esterilización continua de la liquidez de base excedente ocasionaba a las autoridades, obligaron a una reforma de los esquemas de financiación a partir de 1983.

 2.ª Etapa: 1983-1987. Los problemas de la etapa anterior condujeron a un gradual resurgir de los esquemas de financiación basados fundamentalmente en los coeficientes obligatorios. Así, en diciembre de 1982 se incrementó el coeficiente de caja en un punto, para, en abril de 1983, elevar el nivel de los depósitos obligatorios en el Banco de España (remunerados a tipos inferiores al mercado). En el verano de 1983, ante la presión al alza sobre los tipos provocada por la continua necesidad de drenar -con la consiguiente espiral al alza sobre tipos— la liquidez generada por el recurso del Estado, volvió a elevarse el coeficiente de caja, esta vez hasta el 7,75 por 100.

<sup>(</sup>b) Incluye cedulas para inversiones (sin cartera B.E.) y deuda de la operación Rumasa.

CUADRO N.º 3

# SALDOS VIVOS SOBRE PIB DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL ENTE CONSOLIDADO ESTADO-BANCO DE ESPAÑA

		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989 (oct.)
1.	Efectivo en caja (sistema bancario)	_	_	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,8
2.	Efectivo en manos del público	7,8	7,8	7,8	7,6	7,4	7,5	7,5	7,7	8,1	7,9
3.	Coeficiente de caja y depósitos obligatorios.	6,3	6,3	6,7	8,1	13,0	12,8	12,0	11,9	10,0	9,7
4.	Coeficiente de pagarés del Tesoro	_	_	_	_	8,1	6,6	6,1	6,1	5,9	4,8
5.	Deuda negociable a corto	1,2	3,5	5,6	11,1	6,5	10,5	11,2	15,4	13.9	17,2
	5.1. Deuda comercializada por el B.E. (a) .	1,2	3,3	5,0	8,3	_	_	_	_		-
	5.2. Cesiones temporales del B.E.	-	-	_	_	1,7	0,4	0,0	2,8	2,4	1,6
	5.3. Resto de los pag. del Tesoro (sin B.E.)	_	0,2	0,6	2,7	4,8	10,1	11,2	8,8	6,5	5,3
	5.4. Letras del Tesoro (sin B.E.)	_	_	-		_	_	_	3,7	5,1	10,3
6.	Deuda negociable a largo (sin B.E.)	2,1	2,3	3,0	3,0	3,0	3,8	8,4	8,8	10,2	10,1
7.	Deuda no negociable (b)	5,9	6,0	6,2	5.4	7,1	6,7	5,9	5,0	0,8	0,6
8.	Otras operaciones financieras	2,2	2,5	2,7	4,7	6,8	4,9	3,7	3,1	2,8	2,9
	TOTAL	25,4	28,4	32,0	39,8	52,0	52,9	54,9	57,9	52,8	54,1

(a) Incluye bonos del Tesoro, emitidos por este pero comercializados por el Banco de España, asumiendo las perdidas, certificados de depósito (CD) y
certificados de regulación monetaria (CRM), emitidos por el Banco de España directamente.

(b) Incluye cédulas para inversiones (sin cartera B.E.) y deuda de la operación Rumasa.

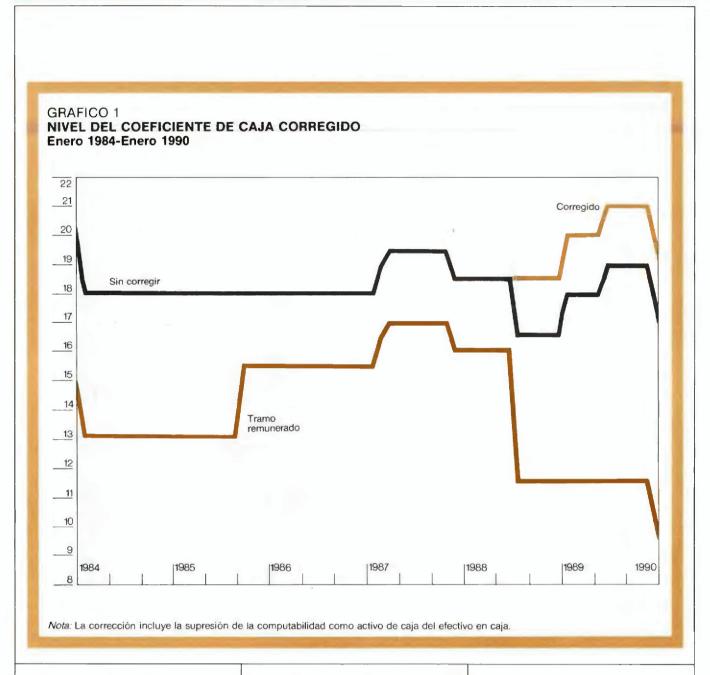
Fuente: Elaboración propia sobre Boletin Estadístico e Informe Anual, Banco de España.

Esta dinámica alcanzó pleno desarrollo en 1984. En enero de dicho año, tuvo lugar la reforma del coeficiente de caja (gráficos 1 y 2). En junio, se estableció además un nuevo coeficiente obligatorio sobre pagarés del Tesoro. Las autoridades monetarias pudieron así hacer desaparecer los CRM y pasar a un régimen de control monetario más cómodo y menos costoso (3). Los pagarés del Tesoro se convertían paralelamente en el instrumento de financiación, incluso fuera de los coeficientes, más importante, gracias al excedente sobre el coeficiente mantenido en este activo por las instituciones financieras.

• 3.ª Etapa: 1987-1990. La promulgación de la Ley de Fiscalidad de los Activos Financieros (Ley 14/1985), en mayo de 1985, dio comienzo al deterioro del esquema de financiación basado en los coeficientes y en los pagarés del Tesoro. Sin embargo, no es hasta junio de 1987 cuando el

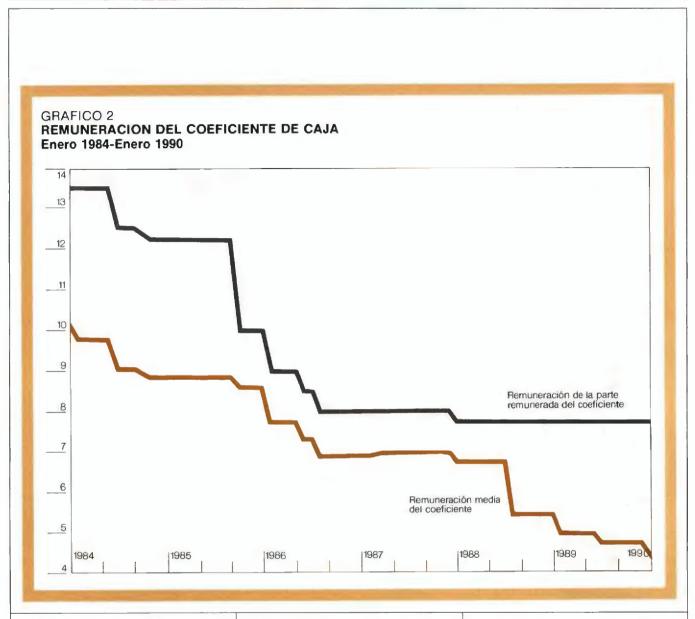
Tesoro inicia sus emisiones de letras a un año, sin coeficientes y en condiciones de mercado. La creación del sistema de anotaciones en cuenta sobre deuda pública sienta las bases para una refinanciación futura más ortodoxa de los pasivos financieros del ente consolidado Tesoro-Banco de España. No obstante, la fuerte expansión del saldo de reservas centrales de divisas -como en los períodos anteriores ocurría con el recurso (4)presiona durante toda la etapa sobre los activos financieros consolidados, lo que, a pesar del descenso del déficit público en dichos años, obliga a una política paralela a la de financiación más ortodoxa— de neutralización también por la vía del coeficiente de caja de la liquidez excedentaria. El coeficiente de pagarés, por su parte, entra en una etapa de desaparición gradual, marcada por un calendario que finalizará el 31 de diciembre de 1992 (5). Finalmente, el coeficiente de caja es reformado en marzo de 1990, desdoblándose en una deuda del Banco de España (los CBE) equivalente en términos nominales a doce de los diecisiete puntos del viejo coeficiente de 1984, con una remuneración del 6 por 100, y en el propio *coeficiente de caja*, situado en el 5 por 100, con un máximo del 7 por 100 sobre los pasivos bancarios computables.

En este contexto debe enmarcarse el sesgo al corto plazo de la política de emisión de deuda pública. Desde que el déficit público inició un fuerte crecimiento, la generación de pasivos del Estado ha venido acompañada por una generación de pasivos en el balance del Banco de España —los títulos emitidos por éste, el coeficiente de caja o los repos—, ligando estrechamente la financiación pública a los mercados monetarios. No cabe duda de que ello ha sido un factor de constante inestabilidad para la política monetaria y para los propios mercados.



La gradual reforma de los mecanismos de financiación observable desde 1987, amparada en el sistema de anotaciones en cuenta como infraestructura y en una voluntad política de ortodoxia en la financiación pública, ha debido enfrentarse a un incremento del coste del endeudamiento global, que en realidad había sido negativo en términos reales (ajustados de inflación) hasta 1985 (6). Este incremento es, por supuesto, uno de los límites de la «ortodoxización» del endeudamiento público: límite

sólo relajable en la medida en que tenga lugar una reducción del déficit público y/o un descenso de sus activos financieros globales. En cualquier caso, el horizonte del mercado único exigirá una reducción del saldo vivo de CBE hasta niveles que permitan a nuestro sistema bancario ser más competitivo. Esta reducción ha de plantear un problema de esterilización sólo solucionable, en un esquema ortodoxo de financiación, mediante pérdidas de reservas de divisas en el Balance del Banco de España o emisiones de deuda pública. No cabe duda de que el alargamiento del plazo medio de la deuda pública española podría encontrar en estas emisiones una oportunidad irrepetible si se materializaran en deuda a medio y largo plazo; materialización que no pudo tener lugar en los primeros años ochenta o en 1984, cuando se constituyó el coeficiente de caja actual.



### III. LA HEGEMONIA DEL CORTO PLAZO

Independientemente del papel del Banco de España, la emisión del Estado a corto ha hecho que la estructura por vencimientos de la deuda pública viva muestre permanentemente un elevado volumen con amortización pendiente en menos de un año de plazo (véase cuadro n.º 4). Así, de los 2.014,9 m.m. de pesetas a que se elevaba el saldo vivo de deuda al final de 1983, 1.508,8 m.m. vencían en menos de un año. Al final de 1989, de los 14.538,5 m.m. que alcanzaba la deuda negociable viva, nada menos que 9.354,6

m.m. (un 64 por 100) se amortizarían antes de doce meses.

La emisión de deuda negociable a medio y largo plazo ha sido muy limitada desde 1977. Con el aumento del déficit público al final de los setenta, el gobierno trató de impulsar la emisión de estos instrumentos con el fin de seguir manteniendo una estructura temporal de la deuda dominada por los vencimientos a largo plazo. Sin embargo, la no aceptación de las elevaciones en los tipos de interés requeridas por el mercado —quizá bajo la opinión de que bien éstas, o bien el propio déficit, eran coyunturalesempujó al Estado al uso del recurso al Banco de España. Ello propició el papel hegemónico del Banco en la gestión de los pasivos públicos, que continuó hasta 1987. Hasta 1984 esta asunción por el Banco de España de la responsabilidad de drenar la liquidez generada en la base por el recurso, hace que las cifras del cuadro n.º 4 infravaloren, como lo hacen también en los años siguientes, el sesgo al corto plazo del endeudamiento público.

El signo de la provisionalidad parece haber marcado el endeudamiento público a lo largo de los años ochenta, independientemente de que en su proceso hayan influido también criterios

CUADRO N.º 4

ESTRUCTURA TEMPORAL DE LA DEUDA PUBLICA NEGOCIABLE SEGUN SU PLAZO RESIDUAL

	Menos de un año	1-2 años	2-3 años	3-4 años	<b>4</b> -5 años	5-10 años	Más de 10 años	Indefinido	Saldo vivo
1980	17,2	35,7	83,7	65,6	31,0	32,6	21,0	10,7	297,5
1981	65,7	83,7	115,6	81,0	6,8	29,1	17,7	10,7	410,3
1982	204,2	196,5	122,7	29,0	34,9	75,1	47,4	10,7	720,5
1983	1.508,8	115,2	113,2	56,9	50,3	127,4	32,4	10,7	2.014,9
1984	3.398,4	505,5	125,6	122,7	116,4	176,9	22,0	10,7	4.478,2
1985	4.216,2	1.116,8	192,9	120,2	167,4	362,9	12,9	10,7	6.200,0
1986	3.836,4	2.443,7	886,5	130,5	872,7	687,5	56,1	10,7	8.924,1
1987	6.026,6	2.881,7	717,2	778,5	109,1	577,8	55,0	10,7	11.156,6
1988	8.222,8	2.040,0	1.792,4	257,7	102,7	505,2	53,9	10,7	12.985,4
1989	9.354,6	2.553,0	1.594,2	206,3	383,6	365,9	70,2	10,7	14.538,5

Fuente: Boletin Estadistico del Banco de España.

políticos. La incertidumbre sobre el período en que se prolongarían las fuertes necesidades de financiación del Estado —en definitiva, sobre la duración de la crisis económica y de la crisis política atravesada por nuestro país, en el contexto de unos mercados financieros muy poco desarrollados y determinados por los esquemas bancarios tradicionales, propios de un sistema financiero poco avanzado— condujo al Tesoro a dar una solución de corto

plazo a las necesidades que iban surgiendo. En nuestra opinión, ello era consecuencia de un horizonte de planificación, muy poco definido, lo que hacía recaer sobre el Banco de España la labor de emisión de los pasivos necesarios, siempre en el ámbito de los mercados monetarios: primero, como hemos visto, con los drenajes a corto, después, con los coeficientes obligatorios.

Cuando, en 1986, se plantea

una política activa de deuda por parte del Tesoro —quizá por una redefinición de su horizonte de planificación, ante la reforma del sistema financiero o ante la mayor seguridad de que el saldo vivo de la deuda acumulado le conducía indefectiblemente a ser un prestatario con horizonte a muy largo plazo—, la tradición en los mercados es ya el corto plazo y la inestabilidad financiera. La etapa anterior había deteriorado los esquemas de formación

CUADRO N.º 5

# LA CARGA DE INTERESES SEGUN INSTRUMENTOS DE LA DEUDA DEL ESTADO (Totales devengados en m.m. de ptas.)

			Deuda a corto plazo	)	
	Total deuda negociable	Total	Pagarés del Tesoro	Letras del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo
1982	60,7	6,6	6,6	_	54,1
1983	143,9	53,8	53,8	_	90,1
1984	554,3	452,3	452,3	_	102,0
1985	727,2	547,5	547,5	_	179,7
1986	818,2	557,9	557,9	_	260,3
1987	932,7	561,8	443,9	117,9	370,9
1988	1.034,7	635,9	320,3	315,6	398,8
1989	1.173,1	733,1	361,1	372,0	440,0 (e)
1990 (p)	1.362,0	899,1	249,0	650,1	462,9

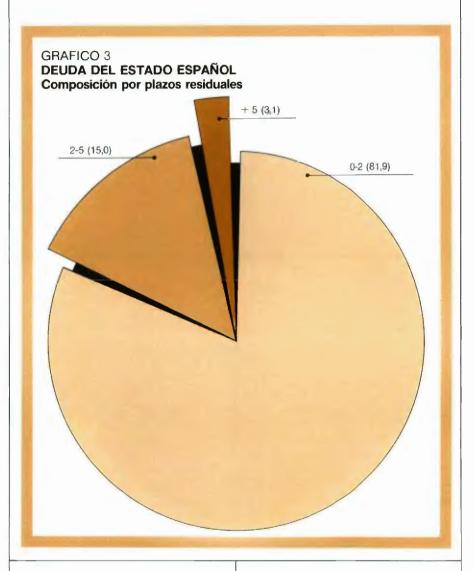
(p) Previsión hasta noviembre

(e) Estimación.

de precios de los mercados. El sistema de anotaciones, que se trataba de implantar entonces, no podía ser la única solución: era necesario un cambio de voluntad en la emisión, hacia el alargamiento de los plazos, si se quería evitar una presión excesiva de la deuda pública sobre los mercados monetarios.

En todo caso, es importante señalar que, hasta mediado el año 1985, los pagarés del Tesoro, los únicos instrumentos de deuda con un mercado secundario moderno (el servicio telefónico del Banco de España), no tuvieron un grado de cesión al público significativo. Estamos pues hablando de una deuda pública instalada básicamente en las carteras bancarias, en contraste con lo que ocurriría a partir de 1987. Fue la publicación de la Ley de 14 de mayo de 1985, sobre la fiscalidad de los activos financieros, el punto de inflexión que dio comienzo a la cesión a la clientela de las carteras excedentes de pagarés en las instituciones, de una forma paralela a la caída de la rentabilidad de los pagarés (conforme evidenciaba su «prima fiscal»).

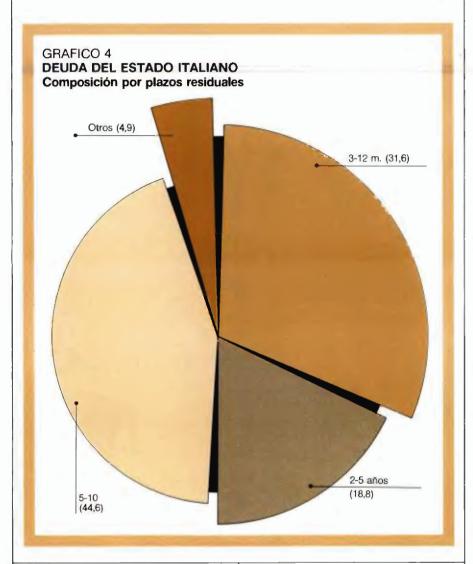
Desde entonces, y hasta junio de 1987, el Tesoro no dispuso de un instrumento a corto plazo de características no ligadas a la opacidad fiscal o a un coeficiente obligatorio. 1986 fue un año de política monetaria holgada, que incentivó las expectativas de caída en los tipos de interés. Estas expectativas -refutadas ya al final del año por las propias autoridades monetarias y origen, como es conocido, de una de las mayores rupturas del mercado de deuda- condujeron a las instituciones financieras a una acumulación masiva de bonos y obligaciones que permitió al Tesoro emitir, excepcionalmente respec-



to a casi toda la década, un volumen superior a largo que a corto plazo (véase cuadro n.º 1).

A partir de julio de 1987, las letras del Tesoro han extendido el espacio del corto plazo, aunque exigiendo en determinados momentos, sobre todo en el segundo semestre de 1987, la transformación previa de su plazo, acortándolo todavía más, a través del balance del Banco de España (las ventas *repo* a tres meses del Banco de España). Sin embargo, el Tesoro no ha renunciado a emitir títulos a medio y largo plazo, y tras 1987, en que las emisiones de éstos —sin una sola emisión

a plazo superior a los tres añosalcanzaron sólo 344,8 m.m., 1988 y 1989 han sido escenarios de emisiones significativas de bonos y obligaciones del Estado, que, no obstante, no han llegado a alterar la hegemonía actual de la letra del Tesoro dentro de la financiación del Estado. Aunque en 1988 la emisión a medio y larzo plazo superó lo emitido neto a corto, en 1989 los fuertes vencimientos opcionales ejercidos sobre bonos y obligaciones del Estado han impedido una emisión neta a medio y largo significativa. Parece claro, en cualquier caso, que la emisión a medio y largo sólo ha alcanzado importes netos



relevantes en contextos marcados por expectativas a la baja en tipos de interés, es decir, ante la expectativa de obtención inmediata de plusvalías, tanto mayores cuanto superior era la duración del título en cartera. Lo que ha conducido al mercado a acumular deuda a medio y largo plazo ha sido un criterio propio de las instituciones financieras, un criterio puramente especulativo.

En definitiva, la política de deuda pública se enfrenta a una composición de la deuda viva muy concentrada en el corto plazo, que contrasta vivamente con la de otros países de nuestro

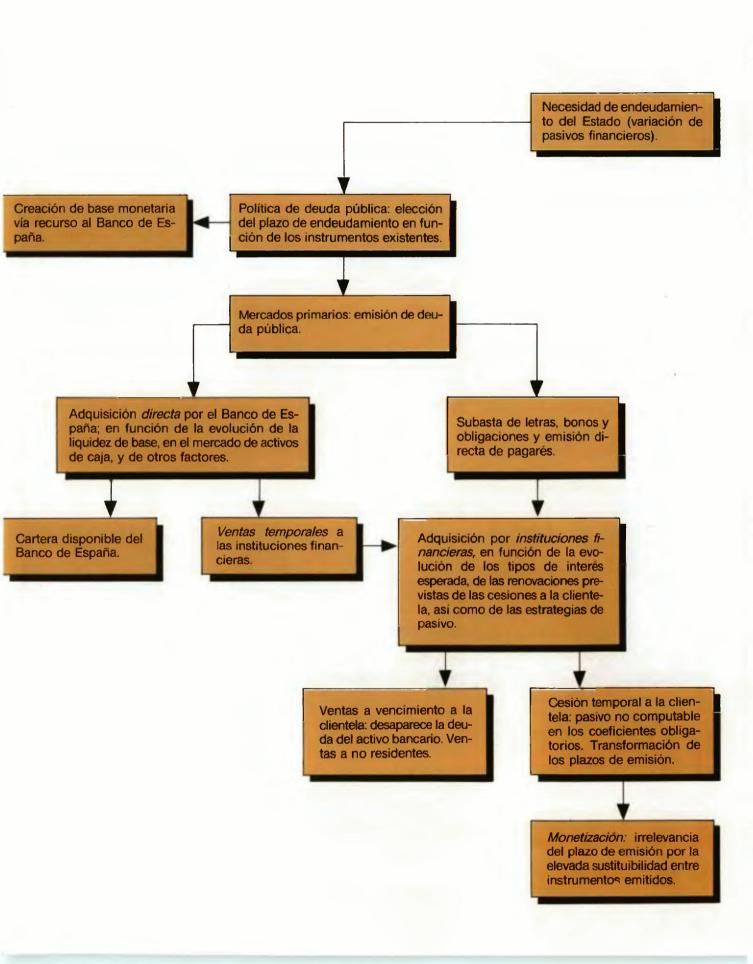
entorno (véanse gráficos 3 y 4). El plazo medio de vida residual que alcanzaba la deuda del Estado negociable era, al final de 1989, de sólo 1,23 años (con un plazo medio residual en la deuda emitida a medio y largo de sólo dos años y medio), frente a los 2,5 años de la deuda del Estado italiana y, por supuesto, frente a los 5,4 años de la deuda en la RFA o a los nada menos que 10,9 años de la deuda británica. Pero ésta es sólo la primera vertiente del problema.

## IV. MONETIZACION DE LA DEUDA EN LAS CARTERAS DEL PUBLICO

La segunda vertiente del sesgo al corto plazo de la deuda pública en España reside en el proceso según el cual las instituciones financieras, mayoristas del mercado de deuda, ceden a su clientela la mayor parte de sus saldos en deuda en un grado, una intensidad y una modalidad financiera (el repo) que es función de las alteraciones en sus propias expectativas de tipos de interés. Si nuestro análisis de la emisión a corto se basaba en la idea de que el conjunto de los pasivos financieros del Estado y el Banco de España debían consolidarse para obtener una visión correcta de la estructura por plazos de la deuda viva, el estudio del proceso de cesión debe descansar sobre el análisis del papel del circuito de comercialización de la deuda pública en las estrategias bancarias de generación de pasivos líquidos.

Hemos señalado que no fue hasta mediado el año 1985 cuando, como consecuencia del nuevo estatuto fiscal del pagaré del Tesoro, dio comienzo un significativo proceso de cesión al público de las carteras del sistema bancario de deuda. Este proceso se vio alimentado desde 1986 por el cambio de tendencia del ciclo económico, que condujo a una expansión fuerte y sostenida de la demanda de crédito del sector de empresas no financieras y familias (7).

Desde entonces, y a través de los diversos instrumentos en que se materializaba la deuda pública negociable, la comercialización de los títulos emitidos ha seguido un proceso básicamente del tipo del descrito en el esquema 1. La emisión de la deuda puede estar



dirigida, bien a la adquisición directa por el Banco de España para su mantenimiento en cartera, o bien, por la vía de las subastas, al conjunto del mercado, que puja en éstas para obtener los volúmenes deseados al precio que, en su opinión, refleja el valor de los títulos.

El Banco de España, como es conocido, utiliza su cartera para intervenir en los mercados de dinero. No obstante, el Banco vende generalmente sus títulos con pacto de recompra, por lo que éstos permanecen contablemente en su balance, generándose con la venta una nueva partida que recoge el volumen de ésta. Las ventas de letras del Tesoro se realizan por medio de subastas, por lo que esta vía de cesión de letras al mercado supone también un importante ámbito para la determinación de tipos de interés, similar en importancia cualitativa al de las subastas de precio de los mercados primarios de deuda pública.

El mercado —el conjunto de las instituciones financieraspuede adquirir, por tanto, sus carteras de deuda tanto en los mercados primarios respectivos como, si se trata de instrumentos que el Banco de España utiliza como herramientas de control monetario, en las ventas repo de éste. Las instituciones financieras gestoras en el mercado de deuda pueden, a su vez, mantener los títulos, adquiridos en una u otra ventanilla, en su cartera o bien venderlos a vencimiento, si fueron adquiridos a vencimiento, a sus terceros. Si los títulos permanecen en su cartera, la institución financiera puede cederlos, en todo caso, con pacto de recompra (en el caso de los títulos con cupón, sólo si fueron adquiridos a vencimiento), constituyendo un pasivo propio y manteCUADRO N.º 6

### ESTRUCTURA DE LAS CARTERAS DEL PUBLICO DE DEUDA DEL ESTADO

(Saldos en m.m.)

	The second second second			100
	1986	1987	1988	1989
Letras del Tesoro				
A vencimiento	_	439.4	449.5	1.340.8
Repo	_	1.471,9	2.198,8	3.351,2
Total	-	1.011.0	0.040.0	4 000 0
Total	-	1.911,3	2.648,3	4.692,0
Bonos y obligaciones				
A vencimiento	877.3	1.266.0	1.253.7	1.318.0
Repo	74,3	523,1	1.163,6	2.076,1
Total	OE1 C	1 700 1	2 417 2	2 204 1
Total	951,6	1.789,1	2.417,3	3.394,1
Pagarés del Tesoro				
A vencimiento	959,5	777,3	532,2	325,2
Repo	2.610,5	2.334,1	2.111,9	1.859,4
Total	3.570,0	3.111.4	2.644.1	2.184,6
	0.07 0,0	0.111,1	2.011,1	2.101,0
Total				
A vencimiento	1.836,8	2.482,7	2.235,4	2.984,0
Repo	2.684,8	4.329,1	5.474,3	7.286,7
Total	4.521.6	6.811.8	7.709.7	10.270,7
Pro-memoria: Saldos totales				
Letras del Tesoro		2.538,0	3.657,9	5.403,7
Bonos y obligaciones (amor-	0.070.7	0.00.0	0.0017	1.000 4
tizable)	2.676,7	3.024,9	3,984,7	4.208,1
Pagarés del Tesoro	5.962,8	5.332,0	5.051,4	4.570,9
Total	8.639,5	10.894,9	12.694,0	14.182,7
Andreas and the Antonia Committee of the		Control Street		

Fuente: Elaboración propia sobre Boletín de la Central de Anotaciones, Boletín Estadistico del BE, e Informe Anual del BE. Hemos incluido los títulos valores anotables, pero no el resto.

niendo el tamaño de su balance. Esta última vía es la que alimenta el proceso de *monetización* de la deuda iniciado con la financiación pública a corto plazo: las cesiones *repo* al público de cualquier título, aunque sea un título emitido a largo plazo, forman parte de la definición de los ALP cuando se realizan por el sistema crediticio. El mejor exponente de estas operaciones son las *cuentas financieras*, *cuentas especiales* y otros productos similares (8).

El proceso de comercialización de la deuda pública que se ha desarrollado en los últimos años condena a ésta a permanecer en las carteras del público a muy corto plazo. Caracterizaremos primero este proceso, para después discutir sobre sus causas y consecuencias.

Como hemos señalado, tras la publicación de la Ley 14/1985, las instituciones financieras comenzaron un proceso de cesión a la clientela, instrumentado básicamente en operaciones con pacto de recompra, (los llamados repos) que ha continuado hasta nuestros días. Al no ser computables en el denominador de los coeficientes obligatorios como pa-

### CUADRO N.º 7

# ESTRUCTURA DE LAS CARTERAS DEL PUBLICO DE DEUDA DEL ESTADO

(Estructura porcentual)

	(1) September of			
	1986	1987	1988	1989
Letras del Tesoro				
A vencimiento	_	23.0	17.0	28.6
Repo		77.0	83.0	71.4
Перо		77,0		
Total	_	100,0	100,0	100,0
- 1				
Bonos y obligaciones		70.0	54.6	00.0
A vencimiento	92,2	70,8	51,9	38,8
Repo	7,8	29,2	48,1	61,2
Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Pagarés del Tesoro				
A vencimiento	26,9	25,0	20,1	14,9
Repo	73,1	75,0	79,9	85,1
Their	400.0	100.0	100.0	100.0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Total				
A vencimiento	40.6	36.4	29.0	29.1
Repo	59.4	63.6	71.0	70.9
1000				
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pro-memoria: Grado de cesión		75.0	70.4	00.0
Letras del Tesoro	_	75,3	72,4	86,8
Bonos y obligaciones	35,6	59,1	60,7	80,7
Pagarés del Tesoro	59,9	58,4	52,3	47,8
Total	52,3	62.5	60,7	72,4
TOTAL ATTENDED TOTAL ATTENDED	02,0	02,0	00,7	, -

Fuente: Elaboración propia sobre Boletín de la Central de Anotaciones, Boletín Estadístico del BE, e Informe Anual del BE. Hemos incluido los títulos valores anotables, pero no el resto.

sivos líquidos bancarios, estas cesiones han estado incentivadas, por lo que se extendieron, a raíz del boom del crédito al sector privado -ya desde 1986-, a los bonos y obligaciones, y a las letras del Tesoro desde su creación. Si al final de 1986 las cesiones repo suponían ya un 59,4 por 100 del conjunto de las carteras de deuda pública de las empresas no financieras y familias, en 1989 (noviembre) este porcentaje alcanzaba el 70,3 por 100 de las carteras (véanse cuadros n.º 6 y 7).

Las cesiones repo sobre pa-

garés eran, al final de 1986, el 73.1 por 100 del saldo vivo en manos del público de estos títulos del Tesoro, mientras la cesión repo sobre bonos y obligaciones títulos a medio y largo plazo era mucho menor, el 7,8 por 100. Sin embargo, al final de 1987, la cesión repo sobre estos títulos se había elevado al 29,2 por 100, para situarse al final de los dos años siguientes en el 48,1 y 59,6 por 100 (noviembre de 1989), respectivamente. La cesión repo al público de bonos y obligaciones se enfrentaba inicialmente al problema, antes de la creación de deuda anotada, de determinar la

propiedad del cupón de intereses. Después, con la deuda anotada, la cesión repo sobre deuda a medio y largo ha generado otros problemas, ligados a la recuperación por la entidad gestora de las cesiones sobre títulos que van a pagar cupón (el «efecto cupón»). En todo caso, el «conservadurismo» contable ha incentivado también las ventas repo de la deuda, incluso a pesar del cupón. La cesión repo sobre tetras alcanzó el 83 por 100 del saldo total del público al final de 1988, para después descender hasta el 71,2 por 100 en noviembre de 1989.

La hegemonía de la adquisición repo en la constitución de las carteras del público podría explicar el hecho de que en el período agosto 88-diciembre 89 haya podido observarse una correlación positiva entre los tipos de interés del mercado y el saldo vivo de deuda en las carteras de terceros (9), mientras esta correlación ha sido negativa si se considera sólo la cartera disponible de las entidades titulares. Este análisis, cuyos resultados se muestran en el cuadro n.º 8, permite apoyar la hipótesis de que los aumentos o descensos de los saldos de deuda en terceros son globalmente función más de la discrecionalidad de las entidades gestoras en la administración de sus pasivos líquidos que de una voluntad autónoma de los propios terceros ligada a la evolución de los tipos de interés (10).

Este elevado grado de materialización de la deuda pública como pasivo bancario líquido (en el seno de los balances bancarios) supone además una radical transformación de plazo, con la asunción de un elevado riesgo de interés para la entidad, de forma que, en última instancia, el proceso hace que carezca de

#### CUADRO N.º 8

### CORRELACIONES ESTADISTICAS ENTRE SALDOS DE DEUDA PUBLICA Y TIPOS DE INTERES

(Periodo agosto 88-noviembre 89)

	Rentabilidad interna Deuda 2-3 años	Tipo de interés repo a 1 mes	Tipo de interés repo a 3 meses	Tipo de interés repo a 6 meses
Letras del Tesoro Titulares (sin B.E.) Terceros	0,3 <b>69</b> 0,757	0,369 0,845	0,376 0,7 <b>4</b> 5	0,387 0,656
Deuda a medio y largo plazo Titulares Terceros	0,900 0,896	0,924 0,917	0, <b>88</b> 5 0, <b>86</b> 8	0,852 0,819
Deuda y letras Titulares (sin letras B.E.) Terceros	0,845 0,817	0,864 0,886	0,837 0,800	0,816 0,722
Deuda a medio y largo plazo Letras (sin B.E.)	0,770 0,727	0,786 0,816	0,734 0,714	0,678 0,621

Nota: Sobre datos diarios del Boletin de la Central de Anotaciones y del Banco de España.

relevancia el plazo original de emisión del título del Estado fuera cual fuese su longitud; bien porque éste ha sido ya transformado en el balance del Banco de España, si la adquisición por la institución financiera se ha realizado en la ventanilla de repos del Banco de España, bien porque ha sido transformado en los propios balances bancarios. El «plazo medio» de cesión de la cartera de terceros, estimado de forma aproximativa mediante medias móviles (de un mes) del ratio

(Saldo anotado en tercero)

(Trasvases de gestoras a terceros)

para cada instrumento de deuda pública, de acuerdo con la información diaria del *Boletín de la Central de Anotaciones en Cuenta*, y para el período en que esta información está disponible, es decir, desde agosto de 1988 hasta noviembre de 1989, alcanza en la actualidad, en letras del Tesoro (incluyendo *repos* y carteras a vencimiento), apenas una se-

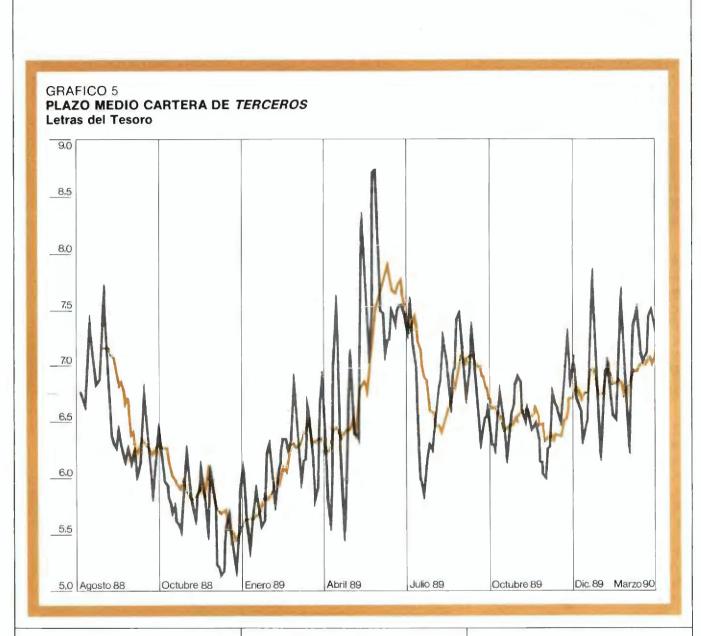
mana (gráfico 5). El de la deuda a medio y largo plazo (gráfico 6) se situaría en el entorno de los dos o tres meses. Estos *ratios* indican el número de días en que el volumen de deuda, que se encuentra anotada en cuentas de terceros, rota por completo en el mercado entre gestoras y terceros, lo que puede considerarse, en el caso de los *terceros*, como un «plazo medio» en cartera.

Esta metodología indirecta de aproximación al plazo en que los terceros mantienen la deuda anotada en cartera (información que no es publicada explícitamente) es apropiada en la medida en que puede suponerse que sólo una parte de los terceros (algunos fondos y empresas) llevan a cabo una labor de trading con sus entidades gestoras.

De este análisis empírico sobre los saldos de *terceros* pueden, con las reservas lógicas, extraerse algunas ideas sobre el sesgo al corto plazo en las carteras del público.

Puede concluirse que el papel dominante de la cesión repo a la clientela en la comercialización de la deuda ha favorecido escasamente la estabilidad financiera. a causa de su elevado grado de rotación y del alto riesgo de interés implícito para las instituciones financieras en la cesión temporal a corto plazo. Contrariamente al papel que, teóricamente, debiera desempeñar la deuda en manos del público como anclaie para los mercados de deuda pública, ésta no vincula al público con el Tesoro, sino a aquél con el sistema bancario, con las consiguientes consecuencias sobre la política de deuda. Además, la inclusión de los saldos repo sobre deuda pública en el concepto de ALP, pero su exclusión como pasivos bancarios de la definición de recursos bancarios computables en el coeficiente de caja y en el de pagarés del Tesoro, hacen que la inestabilidad de las carteras del público añada dificultades al seguimiento de las variables monetarias y, en concreto, al de los activos de caja y los propios ALP.

Cabe preguntarse, considerando este elevado grado de monetización de la deuda pública en poder de empresas y familias, qué posibilidades de éxito puede tener una política de alargamiento de los plazos de emisión que no altere esta estructura temporal de los saldos en terceros. es decir, que no altere los canales de distribución de la deuda pública, ya que estos canales hacen prácticamente irrelevante el plazo de emisión cuando la deuda llega al inversor final (11). En definitiva, cabe plantearse en qué medida podría compensar al Tesoro de su esfuerzo pagar una elevada prima sobre las rentabilidades a medio y largo plazo (prima que, como hemos señalado, no ha pagado) para elevar el plazo de emi-



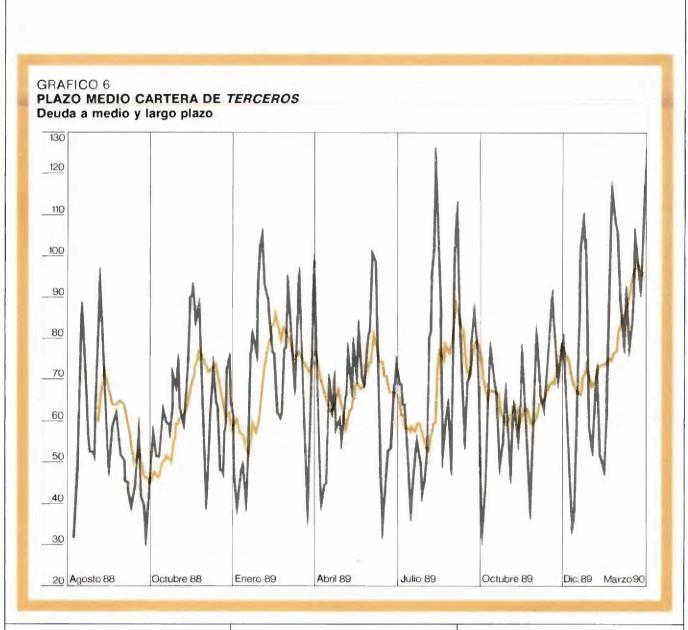
sión cuando la deuda llega a las carteras del público mayoritariamente transformada en un activo bancario a corto plazo. No cabe duda de que sería preciso, previamente, atender a las razones que sesgan al corto plazo las carteras de deuda pública de las empresas no financieras y de las familias, razones ligadas a la estructura fiscal española (12), al contexto económico de los últimos años y al nivel de las rentabilidades ofrecidas por el Tesoro a medio y largo plazo, en relación con las ofrecidas a corto por los mercados.

## V. FINAL DE LOS COEFICIENTES OBLIGATORIOS Y POLITICA DE DEUDA

En el *Anexo* a este trabajo, puede consultarse la forma en que el gobierno ha llevado a cabo la reducción del coeficiente de caja desde el 17 por 100 al 5 por 100, con la creación, el 23 de marzo de 1990, de una deuda sustitutiva del volumen liberado: los certificados del Banco de España.

El coeficiente de caja exige a

las instituciones financieras obligadas a su cobertura una demanda de saldos en activos de caja que, en el momento de la reforma, se elevaba a una cifra próxima a los 4,5 billones de pesetas. La reducción del coeficiente hasta el 5 por 100 suponía la liberación de unos 3,12 billones, por lo que toda reducción debía contemplar la manera en que tal cifra se esterilizara, de forma que la medida no afectara a la política de tipos de interés del Banco de España. Se trata de un volumen que forma parte de los recursos del Banco de Es-



paña, por lo que la reducción debía contemplar, también, tanto la sustitución de este pasivo del Banco de España por otro —siempre bajo el imperativo de mantener la disciplina monetaria— como los reajustes a llevar a cabo en el activo del balance del Banco, con el fin de reducir en lo posible la presión sobre su pasivo, marcado por la reducción.

Con la reducción del coeficiente hubiera sido imposible al Banco de España mantener el nivel de sus activos «autónomos»

(básicamente las reservas de divisas y el recurso del sector público) sin alterar el signo de su préstamo neto al sistema o el nivel de su cartera de deuda pública. Como quiera que, en condiciones de política monetaria rigurosa, es claro que las autoridades monetarias prefieren mantener positivo su préstamo neto al sistema bancario, y teniendo en cuenta el impacto en términos de costes financieros que tendría la esterilización de 3,1 billones de pesetas a tipos de interés de mercado, no es extraño que el gobierno haya ligado la reducción del coeficiente a la creación de los CBS, primero como un tramo del coeficiente y después como un activo obligatorio en los balances bancarios. Tal esquema parece el único posible —toda vez que las reservas de divisas responden a una política cambiaria determinada, y dado que el nivel de la cartera de deuda pública es necesario para sostener un saldo de repos mínimo- en el contexto de un coeficiente del 5 por 100, si no se desea una continua posición tomadora del Banco de España frente al sistema bancario.

La reducción del coeficiente afectará a la política de deuda pública. Independientemente de que la deuda que neutralice los 3.12 billones excedentes tenga un coste para el Tesoro similar al del tramo remunerado del coeficiente actual, las expectativas de vencimiento (o. en su caso, traslado —controlado— al público) de los títulos emitidos deben influir sobre el esquema global de una política de deuda preocupada por la racionalización del endeudamiento. Además, el hecho de que las autoridades liguen la reducción a la obligación -que recogen los Presupuestos de 1990- de reducir a un nivel cero el recurso del Estado al banco central (al estilo de la mayoría de las regulaciones europeas) tiene una consecuencia inmediata: el Estado debe emitir deuda negociable de forma más disciplinada (evitando una excesiva apelación al Banco de España), con el fin de poder reducir, sin esfuerzos de última hora, a cero el recurso al final del año. Finalmente, al ser la deuda, que esteriliza los 12 puntos del coeficiente eliminados, emitida por el propio Banco de España, éste verá prolongada su implicación en la financiación pública (al estilo de los CRM de la etapa previa a la iniciada en 1984) y la necesidad de profundizar en la coordinación con el Tesoro -no ya sólo en el horizonte del corto plazo, sino también en el medio y largo plazo- será insoslayable.

En todo caso, la caída del coeficiente abre expectativas de una mayor apelación a los mercados de deuda pública por parte del Tesoro, ya sea en el corto plazo —por el recurso al Banco de España-, o en el medio y largo plazo -por el vencimiento futuro de la deuda del Banco de España nacida con la reforma del coefiCUADRO N.º 9

### CALENDARIO DE REDUCCION DEL COEFICIENTE DE INVERSION OBLIGATORIA Y DE SU TRAMO EN PAGARES DEL TESORO

Dia reducció	n coeficiente	Decenas	Total	Pagarés de Tesoro
31 diciembre 89	D	3 diciembre	9,772	8,795
		1 enero	9,500	8,550
31 marzo 90	S	3 marzo	9,328	8,396
		1 abril	8,875	7,987
30 junio 90	S		8,686	7,818
		1 julio	8,250	7,425
30 septiembre 90	D	3 septiembre	8,078	7,271
		1 octubre	7,625	6,862
31 diciembre 90	L	3 diciembre	7,467	6,721
		1 enero	7,000	6,300
31 marzo 91	D	3 marzo	6,781	6,103
		1 abril	6,200	5,580
30 junio 91	D	,	5,981	5,383
		1 julio	5,400	4,860
30 septiembre 91	L	3 septiembre	5,200	4,680
		1 octubre	4,600	4,140
31 diciembre 91	М	3 diciembre	3,750	3,375
		1 enero	3,750	3,375
31 marzo 92	М	3 marzo	3,560	3,204
		1 abril	2,800	2,520
30 junio 92	М,	3 junio	2,570	2,319
		1 julio	1,850	1,665
30 septiembre 92	X maintenance		1,564	1,408
04 11 1 20		1 octubre	0,900	0,810
31 diciembre 92	J	3 diciembre	0,000	0,000

ciente. Afortunadamente, estas expectativas coinciden con la voluntad de las autoridades económicas de reducir las necesidades de financiación del Estado drásticamente en los próximos años (la necesidad de endeudamiento del Estado en el Presupuesto de 1990 parece fijarse ya en casi 900 m.m., frente a los 1.564 m.m. de 1989) v. no debe olvidarse, con una previsible reducción en el futuro del nivel de reservas centrales de divisas (una vez que la política cambiaria lo permita), lo que aligerará la presión sobre el endeudamiento del Banco de España y podrá permitir una amortización anticipada de parte del saldo de CBE.

Sin embargo, no cabe duda también de que la propia perspectiva de encarecimiento futuro -por una mayor apelación a los mercados- del endeudamiento del ente consolidado Tesoro-Banco de España tiene una importancia clave en la matización del resultado de la voluntad presupuestaria de reducción del déficit público.

La mayor apelación a los mercados, consecuencia de la disciplina que parece impondrán los Presupuestos de 1990 sobre el recurso al Banco de España, y la expectativa de una mayor apelación futura, por el descenso del coeficiente, deben provocar un

cambio de actitud de la política de deuda. En nuestra opinión, dos frentes podrían ser desarrollados, en este sentido, a lo largo de 1990 por el Tesoro. Por una parte, el alargamiento de los plazos de emisión: las elevaciones recientes de las rentabilidades en el mercado primario de bonos del 12,4 por 100 y del 11,5 por 100 (con duraciones de dos años y medio, y tres años y medio, respectivamente) parecen mostrar un serio cambio de actitud respecto al plazo de emisión de la deuda por parte del Tesoro. Independientemente del éxito o no de tal política -éxito que depende, en última instancia, de su capacidad para propiciar una elevación del plazo de cesión al público de la deuda emitida-, el Tesoro deberá enfrentarse, si quiere incrementar el saldo vivo de deuda a medio y largo plazo, con un mercado que sólo ha acumulado cartera de bonos cuando sus expectativas han previsto claras plusvalías a corto plazo. Ahora, con las expectativas contrarias, el esfuerzo del Tesoro en términos de rentabilidades debe ser mucho mayor.

Por otra parte, y en relación con este último frente, la colocación de la deuda en sectores no residentes es un planteamiento crucial en el nuevo esquema de coeficiente de caja y recurso al Banco de España -- en el contexto de déficit por cuenta corriente- que las autoridades deberían acometer. La colocación de deuda en terceros no residentes alcanza en la actualidad un nivel muy reducido (unos 100 m.m. en letras y unos 250 m.m. en deuda con cupón) que las autoridades deberían tratar de aumentar, tanto por razones de política de deuda -por la ampliación de mercados que supone, con el consiguiente efecto beneficioso sobre el coste del endeudamiento— como de política cambiaria —por fortalecer las entradas de inversión extraniera. Esta cesión a no residentes debería favorecer las emisiones a medio y largo plazo, ya que la apertura a los inversores institucionales no residentes, que siguen estrategias de diversificación internacional de carteras, ofrece un mercado para la deuda a medio y largo plazo que permitirá paliar, en parte, la escasa inclinación por el largo plazo del inversor español. La experiencia de las letras en 1989 debería avudar en este sentido.

Esta escasa inclinación por el medio y largo plazo del inversor español, origen sin duda —dada la hasta ahora débil voluntad del Tesoro de alargar el plazo del endeudamiento público- del hecho de que en nuestro país haya sido, en los años recientes, más rentable invertir a corto plazo capitalizando intereses que directamente a largo, tiene mucha relación con el modelo fiscal del IRPF español, que periudica, comparativamente con los países de nuestro entorno, las rentas del capital, y con la elevada propensión al consumo que ha sucedido, en términos macroeconómicos, a la crisis de los años setenta y primeros ochenta. Cabe preguntarse si, en este contexto, cuya materialización paradigmática es el elevado grado de monetización de la deuda en poder del público (los repos), tiene posibilidades de éxito una política de deuda que pretenda alargar el plazo medio del saldo vivo, si no es ofreciendo unas rentabilidades primadas frente a las expectativas de tipos de interés, y suficientes para ofrecer un rendimiento efectivo después de impuestos que compense at inversor frente a la inflación esperada.

Es decir, unas rentabilidades a largo históricamente elevadas y estables frente a los altibajos del corto plazo, y del propio largo plazo, del pasado. El coste global de esta alternativa deberá ser valorado por las autoridades frente al coste —si es que tiene alguno— de una reforma fiscal del tratamiento de las rentas de capital en el IRPF.

### **NOTAS**

- (1) En J. ARIZTEGUI Y E. FERNÁNDEZ, «Necesidades de financiación, operaciones financiaras y coste del pasivo del Estado y del Banco de España», Boletín Económico, Banco de España, febrero 1987, se ofrece una consolidación de las cuentas del Estado y del Banco de España con el fin de poner de manifiesto la ilusión que supone la apelación a tipo de interés cero del Estado al Banco de España. El artículo pone gran énfasis en el papel ejercido históricamente por el Banco en el desempeño de la política de financiación pública.
- (2) Siguiendo el artículo citado en la nota 1, esta consolidación supone considerar como activos financieros del ente consolidado Estado-Banco de España los siguientes grandes grupos activos: reservas de divisas, crédito al sistema bancario, dotaciones al crédito oficial, activos sobre empresas y familias, y otros.
- (3) Los efectos de estos coeficientes sobre la estructura de los tipos de interés del conjunto del sistema financiero fueron, por supuesto, dramáticos. Puede consultarse, sobre esta cuestión, C. Arasa, «Incidencia en los tipos de interés de las nuevas regulaciones sobre coeficientes monetarios», Información Comercial Española, febrero 1987; o J. M. ANDREU, «Sobre las recientes modificaciones del coeficiente de caja» Boletín Económico de Información Comercial Española, n.º 2084, mayo 1987. Sobre la estructura y diseño de los nuevos coeficientes, consúltese J. Ariztegui, «El coeficiente legal de caja en España», Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, n.º 4, Madrid, 1984. En la primera decena de enero de 1990, el coeficiente de caja fue reducido al 17 por 100, con un tramo remunerado del 9,5 por 100 sobre los pasivos computables
- (4) El recurso del Estado al Banco de España fue reformado en su estructura al final de 1987. Los Presupuestos de 1988 modificaron además el límite para su saldo. Un detallado análisis del recurso puede encontrarse en R. ALVAREZ BLANCO, «La financiación del Tesoro por el Banco de España: la experiencia histórica y modificaciones recientes», Boletín Económico, Banco de España, enero 1988.
- (5) El calendario de reducción está regulado en el Real Decreto 37/1989, publicado en el Boletin Oficial del Estado el 20 de enero de 1989.
- (6) Esta es la conclusión del análisis del coste del endeudamiento consolidado alcanzada en J. Arlztegui y E. Fernandez, obra citada.
- (7) Sobre el boom de la demanda de crédito del sector privado a partir de 1986 puede con-

- sultarse R. SEGURA, «El crédito interno en la financiación de la economía», Boletín Económico del Banco de España, junio 1988.
- (8) Una parte no cuantificable -por falta de información pública- de las cesiones repo al público se materializa en las llamadas «cuentas financieras». Estas fueron tipificadas en la Orden Ministerial del 7 de julio de 1989, aunque sus caracteristicas volvieron a ser definidas, de forma más laxa, en la Orden del 11 de diciembre de 1989. Según esta última, una «cuenta financiera» supone una inversión en deuda pública renovada sistemáticamente con períodos inferiores a quince días y régimen de propiedad compartido. La relevancia de la definición de «cuenta financiera» reside en que el Real Decreto 5/1989, de 7 julio, exige la retención fiscal sobre los rendimientos de «cuentas financieras» cuando el título soporte son letras del Tesoro. La orden del 11 de diciembre hizo que muchas de estas cuentas financieras se reconvirtieran con el fin de «escapar» a la retención fiscal, pasando a capitalizar los repos sobre letras en plazos de quince o más días. Son los llamados «depósitos especiales», «cuentas especiales», etc. Observese en los gráficos 5 y 6 el repunte del plazo medio, tanto en letras como en deuda, desde 1990.
- (9) En el argot de la Central de Anotaciones en Cuenta los terceros son los poseedores de deuda anotada que no son titulares de cuenta. Las cuentas de terceros sólo pueden ser mantenidas por entidades calificadas como gestoras, que las administran. El concepto de terceros no coincide exactamente con el de público, ya que, por una parte, incluye tanto residentes como no residentes e incluso administraciones públicas y, por otra, porque no incluye a aquellas empresas no financieras (compañías de seguros, sociedades de valores...) que pueden ser titulares de cuenta en la Central y que forman parte del público.
- El período de este análisis empirico viene impuesto por la disponibilidad de datos del Boletín de la Central de Anotaciones. El análisis permite observar que las correlaciones son más elevadas si se agregan, tanto para terceros como para titulares, los saldos de letras y deuda a medio y largo plazo, dado que los saldos de ambos títulos por separado, y sobre todo el de letras, que es de menor cuantía, están influidos por el efecto cupón, y por la consiguiente sustitución de bonos por letras en las carteras de terceros. Resulta también de interés el hecho de que el tipo más correlacionado es el del depósito interbancario a un mes de plazo. Durante el periodo estudiado, los bonos y obligaciones en las carteras de los titulares han sufrido una fuerte reducción gracias a un intenso pro-

- ceso de cesión —en su mayor parte *repo* a terceros. La elevación de los tipos de interés aparece como un factor clave en la explicación de este proceso.
- (10) Recuérdese el papel jugado por las cesiones repo sobre deuda pública en la acomodación por las instituciones financieras de su demanda de activos de caja a variaciones en el nível de los tipos de interés.
- (11) Permitir al Banco de España llevar a cabo algunas tareas como entidad gestora de saldos en terceros -sólo cuando éstos son a vencimiento y sin posibilidad de liquidez, dada la prohibición al Banco de España de negociación de los saldos de terceros en el mercado secundario—, como consecuencia de la Orden de 22 de enero de 1990 sobre cuentas directas en el Banco de España de deuda del Estado anotada, es una decisión orientada hacia el alargamiento de los plazos de cesión (la supresión, desde marzo de 1990, de la comisión de colocación del 1,5 por 100 es coherente con esta posibilidad). Sin embargo, en nuestra opinión, se trata de una medida poco operativa, si no se incentiva antes un cambio de orientación en las preferencias del público, históricamente sesgadas al corto plazo.
- (12) En el trabajo «Evolución reciente de los tipos de interés netos de impuestos en los paises industrializados. Comparación con España», de E. Fernández y J. Saa, Boletín Económico del Banco de España, diciembre 1989, se pone de manifiesto que las rentabilidades (con la limitación de utilizar la TIR de la deuda con cupón como proxy de la rentabilidad efectiva) ofrecidas por el Tesoro -en letras del Tesoro y deuda a medio y largo plazo- han sido las más bajas de un grupo de países industrializados (USA, RFA, Reino Unido, Francia, Italia y Japón) cuando se deflactan de inflación y se ajustan fiscalmente (1982-1989). Esta importante conclusión -no extrapolable a los costes del endeudamiento privado en los mercados bancarios españoles ni a los tipos interbancarios de depósito- respalda la idea de que ha sido nula la contribución del sistema fiscal español a la creación de un mercado de deuda a medio y largo plazo --ni incluso a un año-profundo. Esta nula contribución, junto con la evidencia de que ha sido preferible en el pasado reciente invertir a corto plazo que a largo en el conjunto de los mercados españoles, ofrecen una explicación, en nuestra opinión, coherente del sesgo al corto plazo de los mercados españoles. Véase I. Ezquiaga, La estructura temporal de los tipos de interes en el proceso de institucionalización del mercado español de deuda pública, Tesis Doctoral, Universidad Autónoma de Madrid, abril 1990.

### **ANEXO**

### EL NUEVO COEFICIENTE DE CAJA

- 1. La circular del Banco de España 2/1990, que regula la reforma del coeficiente de caja, establece dos tramos que entraron en vigor en la tercera decena de marzo de 1990 para este coeficiente:
- Uno, del 5 por 100, sobre los pasivos computables (se conserva la definición) sin remunerar, a cubrir con la cuenta corriente en el Banco de España.
- Otro, transitorio hasta el día 3 de mayo, del 12 por 100 sobre la media de los pasivos efectivamente computados a efectos del coeficiente de caja de cada una de las decenas de octubre, noviembre y diciembre de 1989 y enero de 1990 (la media de los cuatro meses), a cubrir con certificados del Banco de España.

Dos excepciones pueden alterar la regla general de cobertura del segundo tramo:

- a) Si una entidad alcanza una media de pasivos computables en el período octubre de 1989-enero de 1990 superior o igual al 10 por 100 de los pasivos computables medios de cada uno de los meses de diciembre de 1989 y enero de 1990, el cálculo del 12 por 100 se hará sobre la media de estos dos meses.
- b) Si los pasivos computables de una entidad resultan inferiores en un 10 por 100 o más a la media que sirve de base para el cálculo del 12 por 100 del segundo

tramo, el Banco de España puede amortizar anticipadamente el exceso de certificados de la entidad.

Ambas excepciones hacen que la cifra final de certificados pueda alcanzar un valor nominal agregado diferente al estricto 12 por 100 de los pasivos medios del período indicado. El saldo vivo nominal de CBE se ha elevado a 1.662 m.m. en la banca privada, 1.461 m.m. en las cajas de ahorros, 0,3 m.m. en las SMMD y 192,3 m.m. en el resto de las entidades que cubren coeficiente mensual.

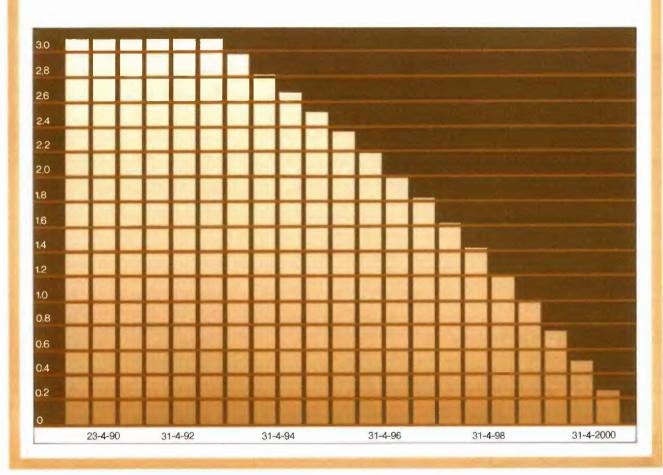
### CUADRO A

## ESTIMACION DEL CALENDARIO DE VENCIMIENTOS DE LOS CERTIFICADOS DEL BANCO DE ESPAÑA

	Saldo a amortizar	Porcentaje	Saldo vivo
31 marzo 93	136,5	4.4	2.966.7
30 septiembre 93	142,8	4.6	2.824.0
31 marzo 94	149,0	4.8	2.675.0
30 septiembre 94	155,2	5.0	2.519.9
31 marzo 95	164,5	5,3	2.355,4
29 septiembre 95	170,7	5,5	2.184,7
29 marzo 96	176,9	5,7	2.007.8
30 septiembre 96	186,2	6,0	1.821,6
31 marzo 97	195,5	6.3	1.626,1
30 septiembre 97	201.7	6.5	1.424.4
31 marzo 98	211,0	6.8	1.213.4
30 septiembre 98	223,4	7,2	989.9
31 marzo 99	232,7	7,5	757.2
30 septiembre 99	242,1	7,8	515,1
31 marzo 00	251,4	8.1	263,8
29 septiembre 00	263,8	8,5	0,0
	_	100,0	

Estimaciones suponlendo un saldo vivo, al 23 de marzo de 1990, de 3.103,3 m.m.





- 2. Los certificados del Banco de España fueron adquiridos, de acuerdo con estos procedimientos, el día 23 de marzo en el caso de bancos, cajas y SMMD (el 3 de abril el resto, con coeficiente mensual). El 5 por 100 del nuevo coeficiente de caja entró en vigor en la tercera decena de marzo para estas entidades (en abril, para el resto).
- 3. El tipo nominal de los certificados es el 6 por 100 anual pagadero semestralmente (suponemos que los cupones se reciben el último día hábil de cada semestre). Están registrados en anotaciones en cuenta en el Banco de España.
- 4. Los certificados que ha de adquirir cada institución para cubrir el segundo tramo se constituyen en un «paquete» con vencimientos semestrales entre marzo de 1993 y septiembre del año 2000. Las amor-

tizaciones se llevan a cabo el último día hábil del semestre correspondiente.

- 5. La negociabilidad de los certificados está restringida al mercado de las entidades que cubren el coeficiente de caja (no podrán cederse al público ni *repo* ni a vencimiento) y, en todo caso, sólo será negociable, durante los años 1990 y 1991, un porcentaje del saldo vivo:
- 1990, 18,8 por 100 (con vencimiento hasta el 30-9-94).
- 1991, 54,1 por 100 (con vencimiento hasta el 30-9-97).
  - 1992, 100,0 por 100 (todo el saldo).
- 6. La valoración a efectos contables de los certificados descansa sobre su valor de adquisición, para lo que la circular 2/1990 modifica la circular 22/1987. El valor «de mercado» de estos títulos será próximo al 60 por 100 de su valor nominal.
- 7. El Banco de España podrá amortizar anticipadamente, total o parcialmente, los certificados (no antes del 3 de mayo) por razones de política monetaria (lo que ofrece flexibilidad a la instrumentación del control monetario en el caso de que el nivel de préstamo neto al sistema sea excesivo).
- 8. El Banco de España podrá adquirir certificados en el mercado a vencimiento o con pacto de recompra (no se señala en la circular la posibilidad de que el Banco de España los venda). Ello ha abierto la vía a un cambio del sistema de la subasta de PRM (y de póliza garantizada) hacia el descuento de certificados, con la consiguiente apertura de un importante mercado *repo* sobre certificados entre entidades, una vez suprimido el segundo tramo.