

## EL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

**E**l mercado de deuda pública está constituido por los diferentes mercados vinculados entre sí en los que se colocan y negocian los activos financieros emitidos por las administraciones públicas y otras instituciones igualmente públicas, en general, y por el Tesoro en particular. La diversidad es su nota más distintiva, tanto por activos, formas de emisión y vencimientos como por participantes y modalidades de negociación; y su funcionalidad debe ajustarse a las necesidades de cobertura del déficit público en cada momento y de las cargas financieras implicadas por el endeudamiento preexistente, así como a la coordinación con la política monetaria implantada por el Banco de España.

Los instrumentos existentes en la actualidad en los mercados de deuda pública abarcan desde los que ostentan una finalidad clara de control monetario, como son los pagarés del Tesoro (en proceso de extinción por la reducción progresiva del coeficiente de inversión obligatoria) y las

letras del Tesoro, hasta los que se relacionan específicamente con la aplicación de la política presupuestaria, tales como bonos y obligaciones del Estado. Sin embargo, la frontera entre unos y otros es tan difusa que pueden encontrarse motivaciones de cobertura del déficit público en las emisiones de los activos públicos a corto plazo y de regulación de la liquidez del sistema en las operaciones de *repo*, realizadas por el Banco de España sobre los activos a medio y largo plazo. De ahí que la clasificación de los mercados de deuda pública con base en el plazo de vencimiento a término de los instrumentos tenga una escasa capacidad discriminadora.

Mayor interés tiene reseñar que el creciente desarrollo y protagonismo del mercado de deuda pública radica en el carácter de anotaciones en cuenta que tienen ya la mayoría de sus instrumentos, y en la gestión y coordinación de las operaciones referidas sobre ellos, tanto en el mercado primario como en el secundario, que realiza el Servicio de

Anotaciones en Cuenta del Banco de España, basado en la Central de Anotaciones y en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, que constituye, en la práctica, un servicio público de compensación de los activos públicos que ha ampliado la difusión de éstos entre los inversores institucionales y particulares, a la par que ha mejorado la eficiencia global del sistema.

Pasando al pormenor de los diferentes activos públicos emitidos, los pagarés del Tesoro muestran una paulatina disminución desde la aplicación, en 1989, del calendario de reducción del coeficiente de inversión obligatoria, que alcanzará su nivel cero al final de 1992. Su opacidad fiscal y la necesidad de homogeneizar las vías de cobertura del déficit público desde la pertenencia al SME justifican tal desaparición, máxime teniendo en cuenta que su finalidad de control monetario ya había sido asumida por las letras del Tesoro desde 1987. A este respecto, debe reseñarse, no obstante, la aparición en el presente año del instrumento

### DEUDA PÚBLICA (1)

	1 9 8 9		1 9 9 0		1 9 9 1	
	Volumen	Tipo	Volumen	Tipo	Volumen	Tipo
Bonos (2) .....	1.456,4	13,02	1.128,8	14,32	1.258,9 (nov.)	12,7 (nov.)
Letras del Tesoro .....	5.403,7	13,71	7.382,3	14,25	5.977,8 (nov.)	12,6 (nov.)
Pagarés del Tesoro .....	3.286,3	5,5	2.330,7	5,5	1.279,7 (nov.)	5,5 (nov.)
Bonos 5 años .....	167,3	12,85	164,8	14,06	1.357,3 (nov.)	12,3 (nov.)
Obligaciones 10 años .....	51,1	12,09	3,3	13,0	531,8 (nov.)	11,8 (nov.)
Cédulas BHE (3) .....	41,4	12,67	92,4	14,2	75,4 (sept.)	12,9 (sept.)

(1) Volúmenes emitidos en miles de millones. Tipos medios.

(2) A tres años.

(3) Tipos de interés correspondientes a cédulas emitidas en serie.

transitorio de la deuda especial, cuyas características de baja rentabilidad y elevado plazo de inmovilización sólo pueden entenderse desde la perspectiva de la regularización fiscal y la afloración de patrimonios ocultos, y que podrá sustituir a los pagarés del Tesoro en las carteras de tales inversores, salvo en el caso de que aquéllos estén cubriendo el porcentaje remanente del coeficiente de inversión obligatoria.

Las letras del Tesoro incorporan, por su parte, diversos objetivos instrumentales, tanto de intervención monetaria como de cobertura de las necesidades de financiación del Tesoro, y concentran el mayor volumen de emisiones públicas durante los últimos años, sobrepasando claramente las disminuciones en el saldo de pagarés del Tesoro en circulación y dificultando la diversificación de la deuda a mayores plazos, al menos hasta 1990 y por causa del incremento continuado en su rentabilidad. A lo largo de 1991, dicha rentabilidad ha ido atemperándose y ajustándose progresivamente a los tipos del mercado interbancario, al tiempo de reducirse su peso en el total de la deuda viva. Por otra parte, debe reseñarse la reciente aparición de unas nuevas letras del Tesoro, emitidas a tres meses, que tenderán a asumir la funcionalidad de las operaciones de *repos* realizadas por el Banco de España a dicho plazo con las letras a un año de su cartera.

Por lo que atañe a la estructura y coordinación de los diferentes tipos de deuda, los objetivos del Tesoro de alargamiento en el plazo de las emisiones y de estímulo de un genuino mercado a medio y largo plazo, que contribuyese a definir una adecuada estructura temporal de los tipos de interés, había chocado, hasta 1991, con una demanda polarizada en el corto plazo que sólo admitía colocaciones relevantes de bonos del Estado a tres años, y que relegaba los instrumentos a plazos superiores —bonos a cinco años y obligaciones— a la función de fuentes de financiación residual. Las actuaciones en el ámbito estructural del mercado de deuda pública producidas durante

1990 han logrado, sin embargo, un cambio sustancial a este respecto. Estas modificaciones —que incluyen la no sujeción fiscal de los intereses e incrementos de patrimonio obtenidos por las carteras de deuda pública de los no residentes, las mejoras en la disciplina presupuestaria derivadas de la reforma y reducción del coeficiente de caja, la posibilidad de apertura por los participantes de cuentas directas de deuda pública en el Banco de España y la promoción de los Fondtesoro— se han manifestado durante 1991 en mayores volúmenes de emisiones de bonos a cinco años y de obligaciones, colocados en su mayor parte en los mercados internacionales, y en el subsiguiente efecto sobre el saldo vivo de bonos y de obligaciones, que superó en agosto, por vez primera, al saldo vivo de letras del Tesoro y que casi en una tercera parte del total se encuentra colocado en carteras de no residentes dotadas, en general, de una gran permanencia.

Por lo que se refiere a los efectos sobre la curva temporal de los tipos de interés de los diferentes activos públicos, y habida cuenta de los últimos datos al respecto referidos a noviembre, subsiste la pendiente negativa en la misma; aunque esta curva, como resultado de las mejoras estructurales conseguidas, resulta notablemente más aplanada que la que podía formarse con los datos relativos a 1990, en los que también se observaba ya el comportamiento atípico de los bonos a tres años respecto de las letras.