

ESPAÑA Y LA UNIÓN EUROPEA: ALGUNOS EFECTOS SOBRE LA POLÍTICA Y EL MERCADO DE DEUDA DEL ESTADO

Antonia CALVO HORNERO
Ignacio GARRIDO SÁNCHEZ (*)

I. INTRODUCCIÓN

A euforia que acompañó a la propuesta de establecimiento de una unión económica y monetaria en la Unión Europea (UE) se ha venido disipando a medida que las dificultades reales para el cumplimiento de los criterios de convergencia han puesto en entredicho la posibilidad de que todos los estados miembros lleguen a calificarse para iniciar simultáneamente la tercera fase de aquélla. La unión monetaria alemana, los problemas de ratificación del Tratado de la Unión Europea, la crisis de confianza en las instituciones europeas, la recesión económica y las turbulencias del Sistema Monetario Europeo (SME) han puesto en evidencia la falta de convergencia de las economías europeas, así como la posibilidad de que se establezca un proceso a varias velocidades donde sólo un determinado número de países, cumplidores de los criterios de convergencia, formen parte del famoso núcleo duro.

Para los países que tienen posibilidades de pertenecer a la primera velocidad de la unión económica y monetaria, los ajustes a los que tienen que someter sus economías se verán recompensados por las ventajas que les va a suponer participar en el área monetaria donde se ha vencido la incertidumbre derivada de los tipos de cambio, con sus consecuencias favorables para el crecimiento de los países y la asigna-

ción de los recursos en sus economías. Para los países que, como el nuestro, no ofrezcan clara la posibilidad de participar en la primera velocidad, los costes derivados de la no participación son muy elevados, y especialmente visibles algunos de ellos en el mercado de deuda del Estado.

En este trabajo se sostiene la tesis de que la pertenencia de España a la UE ha sido el acicate para llevar aceleradamente el mercado y la política de deuda del Estado hacia un modelo homologable con el vigente en los mercados de más larga tradición en el mundo. La causa eficiente que ha promovido dicha evolución ha sido el grado creciente de competencia creado por la liberalización de los mercados financieros comunitarios.

La liberalización de los servicios financieros en la UE se ha apoyado en la libertad de prestación de servicios, en la instauración de normas comunes que garanticen la competencia en su prestación y en la libertad de movimientos de capital. Estos elementos, aún sin haber entrado todavía en vigor la Directiva de Servicios de Inversión, que afecta más directamente a la industria de valores —agentes y mercados— a través de la instauración en este segmento del pasaporte comunitario, han provocado transformaciones fundamentales en la configuración de la política y del mercado de deuda del Estado en España.

Baste recordar que los tres hechos de mayor trascendencia para este mercado en España producidos en los últimos diez años, si se excluye la creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta, han estado ligados a este proceso de liberalización catalizado por nuestra pertenencia a la Unión Europea.

Estos procesos son:

- la eliminación del acceso privilegiado o de los mecanismos forzados de colocación de deuda del Estado;
- la integración de los mercados financieros españoles en los mercados internacionales de capital, y
- la prohibición de acceso a la financiación del Banco de España.

II. LA ELIMINACIÓN DEL ACCESO PRIVILEGIADO

El artículo 104A.1 del Tratado de la Unión Europea establece la prohibición del acceso de las entidades del sector público en general a la financiación privilegiada de las entidades financieras mediante el establecimiento de regulaciones que «no estén basadas en consideraciones prudenciales». En el apartado 2 del mismo artículo se fija el 1 de enero de 1994 como fecha límite para especificar las definiciones a las que se refiere el apartado 1.

Esta tarea de desarrollo la efectuó el Reglamento 3604/93, sobre financiación privilegiada. En su artículo 1.1. se define el «acceso privilegiado», prohibiendo cualesquiera medidas de naturaleza jurídica que supongan obligaciones de compra de activos financieros o establezcan ventajas financieras o fiscales para las entidades que los ad-

quieran, siempre que esas ventajas no sean de ámbito general. En el artículo 4 del mismo Reglamento, se especifica que debe considerarse como «entidades financieras» a las entidades de crédito, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva, empresas de inversión y, en general, a todas aquellas empresas o entidades cuya actividad sea similar a las citadas, o cuyo objetivo sea adquirir activos financieros o transformar derechos financieros.

Las exigencias derivadas del marco competitivo del mercado único en el que habían de moverse las entidades financieras españolas llevaron, desde la incorporación de España a la Unión, a postular la eliminación de los lastres con que habrían de encontrarse las entidades crediticias españolas para competir. Uno de los principales, si no el mayor de ellos, derivaba de los mecanismos orientados a facilitar financiación privilegiada al Estado.

Los mecanismos de transferencia forzosa de fondos desde el sistema crediticio hacia sectores o actividades consideradas de interés han sido una constante del sistema financiero español de las últimas décadas. Los rasgos distintivos de la década de los ochenta fueron: su práctica homogeneización para todas las entidades de depósito; la orientación casi total hacia la financiación del Estado, y su elevación paulatina hasta alcanzar un máximo del 30 por 100 de los recursos computables de bancos y cajas, a medida que las necesidades de financiación del déficit público fueron elevándose.

De este modo, hasta finales de 1989, el efecto conjunto de los coeficientes de caja y de inversión bloqueaba el 28 por 100 de los recursos computables de bancos y cajas de ahorros, tras

haber superado el 40 por 100 a mediados de la década.

El que en los últimos años el coeficiente de caja haya podido reducirse hasta el 2 por 100 actual sin que aparezca dificultad alguna en el sistema de pagos, y sin que se originen problemas o tensiones en el control de la liquidez del sistema, muestra a las claras que los niveles alcanzados con anterioridad por ese coeficiente no se debían a exigencias de orden técnico, sino a la necesidad de neutralizar los efectos expansivos de la financiación monetaria del déficit público.

Por todo ello, ya en 1989 se inició la reducción de los coeficientes bancarios de caja y de inversión obligatoria que, tras la reducción del primero hasta los niveles actuales y la anulación del segundo a finales de 1992, ha eliminado las vías privilegiadas de financiación de las que habían disfrutado el Estado y, en muy pequeña medida, también las comunidades autónomas.

La supresión de esos canales de financiación se tradujo en una sustitución de los instrumentos de la financiación. En lugar de los pagarés del Tesoro, con los que las entidades debían cubrir la mayor parte del coeficiente de inversión, y del crédito del sistema de entidades de crédito concedido pasiva y forzosamente mediante el coeficiente de caja, el Estado se vió en la necesidad de recurrir más y más a obtener del mercado los fondos que necesitaba. Para ello, debió desarrollar una gama de productos y adoptar unas prácticas que lo permitiesen.

La sustitución de los instrumentos privilegiados por los de mercado se tradujo en un incremento del coste de la deuda del Estado, al tiempo que en un afloramiento más claro y completo

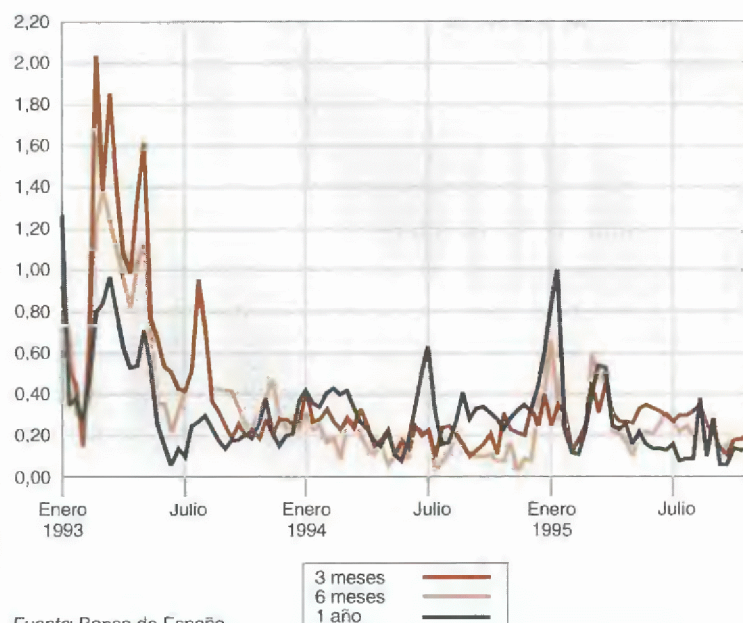
de éste en los gastos de los Presupuestos del Estado.

Además de la financiación coactiva, representada por los pagarés del Tesoro adquiridos para cubrir el coeficiente de inversión y por el recurso gratuito al crédito del Banco de España, transferido en su mayor parte al sistema crediticio por el coeficiente de caja, también pudiera incluirse entre las ventajas derivadas de la regulación de coeficientes la reducción de costes de financiación mediante deuda del Estado, por excluirse los fondos captados mediante cesiones temporales de la misma de entre los pasivos computables para el coeficiente de caja. Esta exclusión reduce el coste de financiación de las carteras de deuda que mantengan las entidades y se traduce en un diferencial en el rendimiento exigido a otras inversiones alternativas a la deuda, adicional al que viene justificado por diferencias en el riesgo y en la liquidez, y por otras condiciones técnicas de los mercados respectivos.

La importancia de esta exclusión era considerable, por cuanto los pasivos computables para el coeficiente de caja servían también de base de cómputo para el de inversión, y ambos eran muy elevados, y poco o nada retribuidos los activos con los que se cubrían. La reducción paulatina de ambos coeficientes, hasta la desaparición total del de inversiones en diciembre de 1992 y hasta los bajos niveles que hoy tiene el de caja, ha llevado consigo la drástica reducción de ese diferencial, como se aprecia en el gráfico 1, en el que se representa el diferencial entre los tipos del depósito interbancario y de las letras del Tesoro.

La repercusión presupuestaria de la reducción del coste de la financiación derivado de los me-

GRÁFICO 1
INTERBANCARIO DEPÓSITOS/LETRAS TESORO
(Medias decenales interbancario menos letras)



Fuente: Banco de España.

canismos descritos se producía por diversas vías: una parte del coste de la financiación del Estado obtenida mediante estos mecanismos privilegiados no tenía reflejo alguno en el Presupuesto; otra parte tenía reflejo como reducción en los ingresos; finalmente, otra parte sí se recogía como gasto presupuestario.

No tenía reflejo alguno la diferencia entre la remuneración de los activos con los que se cubrían los coeficientes y la que se habría obtenido con la libre disposición de los fondos invertidos en ellos. Es decir, la diferencia entre el tipo de mercado y los intereses de los pagarés y la remuneración de los activos adscritos a la cobertura del coeficiente de caja pagada por el Banco de España. Este coste se transfería directamente a las entidades sujetas a la regulación descrita, y era trasladado por éstas

a los usuarios de sus servicios como mayor coste de sus activos y menor remuneración de sus pasivos. La distribución entre uno y otro lado del balance dependía de la demanda de crédito y de las estrategias comerciales de las entidades.

El resto del coste sí tenía reflejo presupuestario, aunque no todo de modo explícito en los capítulos de gasto. La remuneración de los activos de cobertura del coeficiente de caja pagado por el Banco de España quedaba recogida en el Presupuesto como minoración de los ingresos patrimoniales del Estado por menores beneficios del Banco. Finalmente, sí tenían reflejo explícito en los gastos presupuestarios los intereses pagados directamente por el Estado.

Hasta aquí un primer efecto de la dinámica europea sobre el

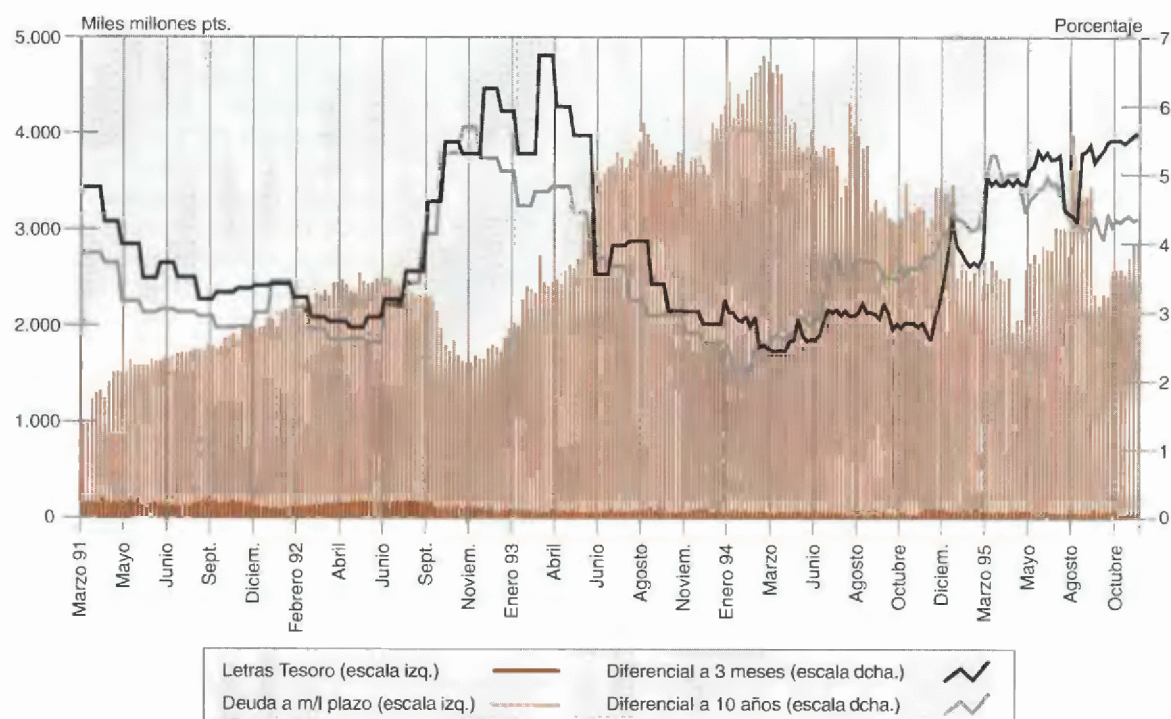
mercado de deuda: propiciar la eliminación de circuitos privilegiados de financiación, lo que tiene como consecuencia un impulso a la financiación ortodoxa del déficit del Estado y una clarificación del coste que representa. En definitiva, permite identificar la asignación de recursos financieros y que ésta se realice de forma más eficiente, al desaparecer las transferencias implícitas que desvirtúan el sistema de precios. Por otra parte, propicia el desarrollo acelerado de un auténtico mercado de deuda del Estado.

III. LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ESPAÑOLES EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

Un segundo componente de extraordinaria importancia en la evolución de los mercados españoles de deuda, y financieros en general, también ligado al proyecto del mercado único europeo y a la unión económica y monetaria, ha sido la liberalización de los movimientos de capital y la integración subsiguiente de los mercados españoles en los flujos internacionales de capital.

La realización del espacio financiero europeo no sólo tiene importancia en sí misma por el peso específico de los servicios financieros en la economía de los estados miembros (7 por 100 del PIB comunitario) y como fuente generadora de empleo (el 3 por 100 de la población trabaja en este sector) y de relaciones comerciales, sino también por la creciente necesidad de establecer, en el marco comunitario, un mercado europeo competitivo,

GRÁFICO 2
CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO EN PESETAS DE NO RESIDENTES/
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD
(Tipos España menos Alemania)



Nota: Datos a 10-11-95.

Fuente: Cartera de deuda: Banco de España (datos a fin de cada semana). Diferenciales: *Financial Times* y página Treasury de REUTERS 2000.

eficaz y abierto, capaz de mantener, e incluso ampliar, las cuotas de mercado ante la creciente liberalización y globalización de los mercados financieros a escala mundial. Esta profunda transformación de la economía de los estados miembros de la UE estaba prevista en el Tratado de Roma de 1957, cuya finalidad era establecer un mercado único basado en la libertad de circulación de personas, capitales, servicios y mercancías. Pero, si bien la unión aduanera fue posible en 1968, numerosos obstáculos habían venido impidiendo la libre circulación de capitales y servicios. El Acta Única Europea

dio contenido legal al establecimiento de un mercado único en el área comunitaria y, a partir de 1993, entraron en vigor las medidas destinadas a concretar el espacio financiero europeo, que está basado en un mercado integrado de valores mobiliarios, un mercado bancario y un mercado de seguros.

El 1 de julio de 1990 señala la entrada en vigor de la Directiva 88/361/CEE, sobre liberalización de los movimientos de capitales, que es una realidad en la Unión Europea desde el 1 de enero de 1992. Ambos procesos de liberalización, tanto del mercado finan-

ciero como de los movimientos de capitales, están estrechamente relacionados, ya que sin la libre movilidad de los capitales no es posible una libre prestación transfronteriza de los servicios financieros. De ahí que la libre circulación de capitales sea el fundamento del espacio financiero único. Esta liberalización de los movimientos de capitales y las directivas comunitarias que han ido sentando las bases para la competencia de la industria de servicios financieros han expuesto, de forma progresiva, la política de endeudamiento de los estados miembros a las fuerzas del mercado.

GRÁFICO 3
RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO
(Medias anuales vencimiento a diez años)

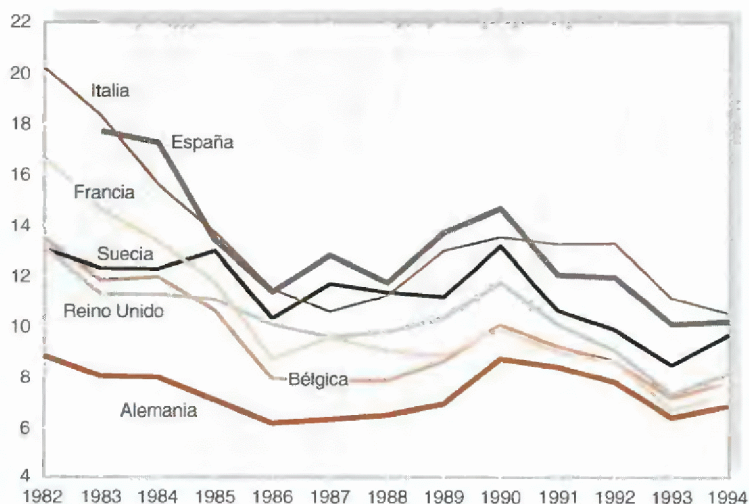
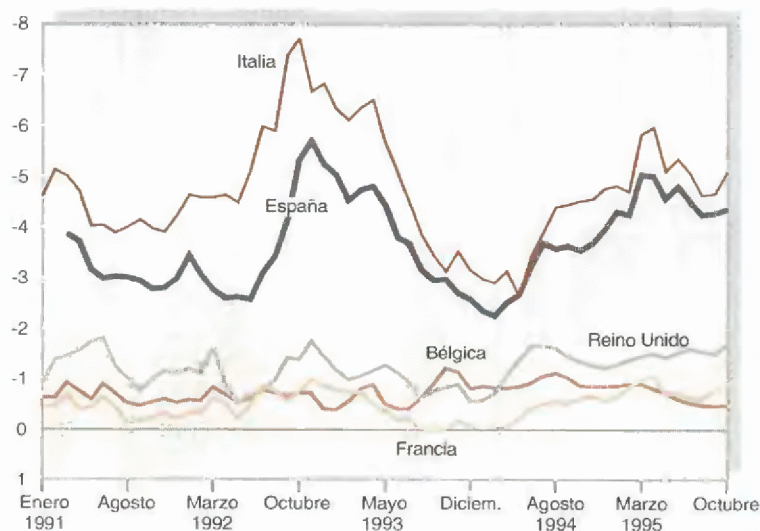


GRÁFICO 4
DIFERENCIALES DE RENTABILIDAD CON ALEMANIA
A DIEZ AÑOS
Medias mensuales (enero 1991-octubre 1995)



Fuente: Hasta 13-11-93, *Financial Times*. A partir de esa fecha, página Treasury de REUTERS 2000.

Los efectos que estos movimientos de liberalización han tenido en España, sobre el mercado y la política de deuda del Estado, vienen reflejados en los gráficos 2 y 3, y en el cuadro número 1.

En ellos, se aprecian los siguientes elementos evolutivos: a) En primer lugar, el rápido incremento de la participación de no residentes en las tenencias totales de deuda del Estado. b) La concentración de esas tenencias de no residentes en los instrumentos a largo plazo. c) La evidente y estrecha relación inversa entre la evolución de las tenencias de no residentes y la del diferencial de los tipos a largo con los tipos alemanes, representativos de los del llamado núcleo duro y tipos de referencia para toda la UE. d) La rápida aproximación de los tipos a largo plazo españoles a los centrales europeos hasta la crisis del SME de 1992, y sus sucesivos períodos de aproximación y alejamiento hasta el día de hoy, influidos por el tipo de cambio de la peseta; en éste se revelan condensadamente las expectativas sobre la economía española.

Quizá merezca la pena señalar aquí que en modo alguno cabe culpar a la pertenencia al SME del nivel elevado de los tipos españoles a largo plazo, aunque probablemente haya contribuido, hasta la ampliación de las bandas en agosto de 1993, a incrementar la volatilidad. La pertenencia al SME nos proporcionó durante el proceso de gestación del Tratado de Maastricht, y hasta que las incertidumbres sobre el desarrollo futuro de la prevista unión monetaria europea se desataron en 1992, un período de descenso de los tipos inmerecidamente intenso. Algo semejante cabe decir del ciclo de reducción de tipos que terminó a comienzos de 1994 (ver

CUADRO N.º 1

DEUDA DEL ESTADO EN PODER DE NO RESIDENTES

Saldos a fin de periodo (*)

16-11-95

(Nominal en m.m. y porcentaje)

F E C H A	DEUDA EN PESETAS			Deuda en divisas (**)	Total	PORCENTAJES				
	Letras	Bonos y obligaciones	Total			1	2	3	4	5
	1	2	3			Total letras	Total bonos y obligaciones	Total letras, bonos y obligaciones	Total deuda en pesetas	Total deuda
1990.....	108	516	624	604	1.228	1,67	10,75	5,55	3,59	6,81
1991.....	108	2.079	2.187	826	3.013	1,57	30,28	15,92	11,53	15,18
1992.....	71	1.779	1.850	1.496	3.346	0,01	22,19	10,97	8,83	14,85
1993.....	55	4.198	4.253	2.302	6.555	0,57	29,29	17,70	15,53	21,99
1994										
Febrero.....	66	4.638	4.704	2.418	7.122	0,74	28,35	18,57	16,34	22,73
Marzo.....	52	4.713	4.765	2.408	7.173	0,58	30,52	19,55	17,13	23,64
Abril.....	67	4.120	4.187	2.406	6.593	0,77	26,68	17,37	15,20	21,92
Mayo.....	64	4.038	4.102	2.379	6.481	0,72	26,09	16,84	14,76	21,39
Junio.....	66	3.846	3.912	2.508	6.420	0,77	24,70	16,17	14,17	21,22
Julio.....	36	4.325	4.361	2.954	7.315	0,37	29,00	18,00	15,79	23,81
Agosto.....	33	3.871	3.904	2.965	6.869	0,35	26,03	16,11	14,04	22,21
Septiembre.....	42	3.123	3.165	2.959	6.124	0,42	20,96	12,76	11,15	19,43
Octubre.....	60	3.484	3.544	2.951	6.495	0,58	23,01	13,89	12,18	20,17
Noviembre.....	68	3.211	3.279	2.903	6.182	0,63	21,00	12,57	11,06	18,91
Diciembre.....	93	3.381	3.474	2.719	6.193	0,85	21,50	13,00	11,49	18,71
1995										
Enero.....	65	2.647	2.712	3.531	6.243	0,63	17,24	10,57	9,20	18,81
Febrero.....	68	2.622	2.690	3.527	6.217	0,61	16,92	10,09	8,83	18,19
Marzo.....	73	2.500	2.573	3.693	6.266	0,69	15,87	9,75	8,52	18,39
Abril.....	81	2.067	2.148	3.662	5.810	0,77	13,03	8,14	7,12	17,08
Mayo.....	57	2.750	2.807	3.607	6.414	0,54	16,91	10,47	9,17	18,65
Junio.....	55	3.022	3.077	3.560	6.637	0,49	17,83	10,90	9,62	18,57
Julio.....	56	3.985	4.041	3.240	7.281	0,48	23,46	14,07	12,45	20,19
Agosto.....	58	3.451	3.509	3.233	6.742	0,50	19,72	12,03	10,66	18,47
Septiembre.....	63	2.579	2.642	3.158	5.800	0,54	14,23	8,89	7,90	15,77
Octubre.....	48	2.714	2.762	3.123	5.885	0,44	14,68	9,38	8,32	16,13

(*) La deuda en pesetas en poder de no residentes corresponde al último viernes de cada periodo.

(**) Se imputa a no residentes el 95 por 100 del saldo en circulación.

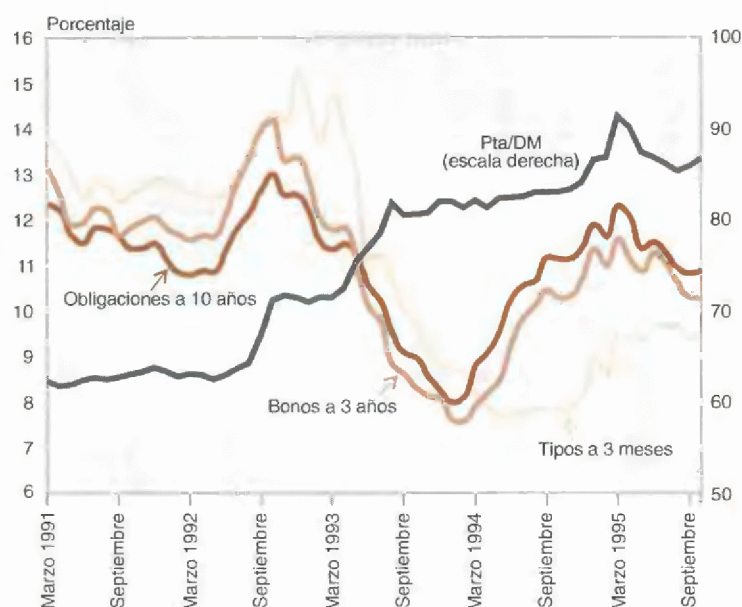
gráfico 5). En definitiva, cada vez que el comportamiento de la economía española no lo ha impedido, la pertenencia al SME ha contribuido a hacer creíble el compromiso de España con el proceso de unión monetaria y, por esta vía, a anticipar algunas de las ventajas que en convergencia nominal implicará, para un país como el nuestro, acceder a la fase de moneda única.

Es decir, sin nuestra pertenencia al SME, probablemente tendríamos un nivel de tipos a largo más elevado, pero sin duda habríamos tenido unos tipos menos volátiles, por la triste razón de que no hubiésemos disfrutado de periodos tan intensos de bonanza.

De lo expuesto hasta aquí se deduce que la internacionali-

zación del mercado de deuda, con la llegada de inversión de no residentes en los volúmenes expuestos, ha sustentado el desarrollo del segmento a largo plazo del mercado, cuya base doméstica ha sido extremadamente débil, al tiempo que ha sido el principal vehículo por el que el ahorro exterior ha complementado la insuficiencia del interior.

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN RENTABILIDADES EN EL MERCADO
SECUNDARIO Y TIPO DE CAMBIO PTA/DM
(Medias mensuales)



Nota: Datos a 31-10-95.

Fuente: Hasta 13-11-93. Banco de España. A partir de esa fecha, página Treasury de REUTERS 2000.

IV. LA PROHIBICIÓN DE ACCESO AL CRÉDITO DEL BANCO DE ESPAÑA

El tercer gran elemento condicionador de la política de deuda en España, derivado de la pertenencia a la UE, es la supresión del acceso gratuito al crédito del Banco de España que había venido disfrutando el Estado.

Ya se ha hecho referencia a que el uso extensivo de este acceso, especialmente acusado entre 1977 y 1981, llevó a la subida continua del nivel del coeficiente de caja de las entidades de crédito, con vistas a disponer de mecanismos que permitieran instrumentar una política monetaria basada en el control de la cantidad de dinero o de liquidez.

La Ley 26/1983, de 26 de diciembre, del Coeficiente de Caja, fijó un máximo para éste del 20 por 100 de los activos computables, y aunque dicho máximo nunca llegó a alcanzarse, sí se llegó al 19 por 100. Tales niveles de recursos esterilizados, a los que hay que sumar los que quedaban también bloqueados e infra-remunerados por el coeficiente de inversión obligatoria, que llegó a alcanzar el 13 por 100, plantearon la necesidad de remuneración parcial de los fondos esterilizados por el coeficiente de caja, con transferencia del coste de financiación restante, según se indicó también, a las entidades y, a través de éstas, a los usuarios de sus servicios.

Una vez que la necesidad de liberalizar la actuación de las entidades españolas en el entorno competitivo creado por la entrada en la UE obligó a la reducción del nivel de los coeficientes, era urgente limitar la capacidad del Estado de imponer al Banco de España la creación de volúmenes de liquidez no deseados. En la situación existente, si se quería mantener el control monetario, el Banco se vería obligado a esterilizar la liquidez excesiva, corriendo con el coste de esa esterilización y, en definitiva, de la financiación del Estado, en cuanto la creación de liquidez que derivase de su recurso automático excediese de la compatible con los objetivos de política monetaria. Claro que el coste, según se expuso antes, terminaba repercutiendo en el propio Estado como menores ingresos por beneficios del Banco. En la mayoría de los casos, la esterilización se hizo mediante cesión temporal al mercado de instrumentos cedidos al Banco por el Tesoro. En este supuesto, el Banco correría con el coste de esterilizar en la medida en que éste fuese mayor que el rendimiento pagado por el Tesoro.

Era evidente, pues, la necesidad de acabar con semejante situación, en la que concurrían toda clase de inconvenientes, y en la que los costes del déficit, en definitiva, quedaban dispersos, artificialmente reducidos por compensación con beneficios y parcialmente transferidos. También se dificultaba la ejecución de la política monetaria y se impedía la aparición de canales de financiación ortodoxos mediante el desarrollo pleno de un mercado de deuda. Éste, a su vez, serviría de base a una industria de valores en torno a la cual, por extensión natural de sus actividades, se abriesen canales adicionales y más eficientes de financiación

mediante valores al sector privado, y aumentase en definitiva, como así ha sucedido, el grado de competencia en el mercado financiero español.

Por otra parte, estaba en marcha un proceso de liberalización de los movimientos de capital, cuya aceleración podía favorecer el necesario desarrollo de los mercados y contribuir a recibir del exterior el ahorro que completase la insuficiencia del interno.

Ahora bien, lo que estaba en juego era demasiado importante, y debía existir la razonable seguridad de que el mercado era capaz de soportar íntegramente la financiación del Estado antes de quitarle por completo el flotador al nadador.

Por ello, la prohibición de acceso del Estado al crédito del Banco de España se ha realizado por etapas. Una primera prohibiendo el acceso gratuito a financiación permanente, que fue introducida por la Ley de Presupuestos para 1990. Se instrumentó consolidando en un crédito la posición deudora por crédito del Estado con el Banco al término de 1989, y prohibiendo que esa posición crediticia deudora pudiera ser mayor al término de cada año, si bien podía serlo en el curso del año. De este modo, se permitía un aprendizaje paulatino a depender de la financiación del mercado, pudiendo, en períodos de especial turbulencia o de mercados injustificada y transitoriamente contrarios, echar mano temporalmente del «flotador» para capear el temporal o para distribuir en el tiempo necesidades de financiación puntualmente excesivas.

En el peor de los casos, quedaba todavía abierta la posibilidad de obtener financiación permanente del Banco de España, pero entregándole a cambio ins-

trumentos de mercado. Era un gran paso en la dirección deseada, aunque todavía no quedaban garantizados por completo la distribución y el afloramiento presupuestario correctos de los costes de la financiación del Estado. Tal sucedería en el supuesto de que, como consecuencia de esa asignación de deuda, el Banco se viese en la necesidad de intervenir para retirar liquidez, y el coste de los instrumentos con los que realizase esa operación no coincidiese con el rendimiento de los instrumentos de deuda recibidos del Tesoro. En general, con una situación de curva invertida, como sucedía en esa época, y dado que el Banco interviese en los plazos más cortos, los costes de intervención eran superiores.

La segunda etapa no se inició hasta el 1 de enero de 1994, cuando quedó prohibida cualquier forma de acceso directo del Estado a la financiación del Banco de España, cualquiera que fuese el instrumento en que pudiera pensarse, retribuido o no. Esta prohibición se estableció en la Ley de Presupuestos para ese año, que modificó los artículos de la Ley General Presupuestaria en los que se regulaban las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España, con referencia expresa al artículo 104 del Tratado de la Unión Europea y casi en sus mismos términos.

Se cumplió de este modo lo dispuesto en el artículo 109 E.2)a) del Tratado.

No obstante, se extendió la nueva regulación a todas las relaciones entre ambas instituciones, y no sólo a la financiación, porque se quiso acomodar la legislación reguladora de las relaciones por la parte del Tesoro —la Ley General Presupuestaria— al modelo establecido en el Tratado de la Unión Europea, a

esas alturas ya ratificado por el parlamento español. En consecuencia, se suprimieron o modificaron las disposiciones que indicaban subordinación jerárquica del Banco al Ministerio de Economía y Hacienda o las que imponían la gratuidad en la obligatoria prestación de servicios de tesorería y en relación con la deuda pública.

La acomodación de la legislación que regulaba la actuación de la otra parte, el Banco, se realizó mediante la Ley de Autonomía del Banco de España, Ley 13/1994, de 1 de junio. Apenas se había iniciado, el 1 de enero de ese año, la segunda fase de la unión económica y monetaria, a lo largo de la cual, según el número 5 del artículo 109 E del Tratado de la Unión Europea, habría de completarse esa acomodación.

Es sabido que el Tratado de Maastricht consagra un modelo de banco central que va más allá de hacerle autónomo respecto a las condiciones en que financia al Estado. Para esto, podría haber sido suficiente la prohibición de acceso privilegiado a la financiación que, como principio general, se establece para todo el sector público en el artículo 104A. El banco central se configura como la institución fundamental en la consecución de la estabilidad de precios, que queda consagrada como el «objetivo primordial» de la política monetaria y de tipo de cambio en el número 2 del nuevo artículo 3A que se incorpora al Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea.

Bien puede decirse que la estabilidad de precios queda instituida como un valor preeminente en la UE, ya que las políticas monetaria y cambiaria sólo apoyarán a la política general de la Unión en tanto aquella estabilidad no resulte dañada por ello.

CUADRO N.º 2

DEUDA DEL ESTADO: VIDA MEDIA

DEUDA EN PESETAS

F E C H A	A corto plazo		A ML plazo			Asumida (*)	Total	Deuda en divisas (**)	Banco de España	Total vida media
	Letras	Pagarés	Bonos	Obligaciones	Resto					
1989.....	0,40	0,75	1,92	4,45	3,24	3,57	1,25	5,10	14,76	2,04
1990.....	0,42	0,73	1,81	3,54	2,98	3,55	1,13	5,29	14,48	1,86
1991.....	0,43	0,57	2,22	5,95	3,75	3,50	1,57	6,00	14,21	2,24
1992.....	0,37	0,10	2,20	7,49	4,02	3,57	2,01	5,90	13,68	2,66
1993.....	0,53		2,91	8,61	3,19	3,85	3,06	6,50	13,48	3,58
1994.....	0,37		2,52	8,81	2,39	4,02	2,97	6,55	14,14	3,91
1995 (Oct.).....	0,49		2,16	8,07	1,66	4,38	3,07	6,10	13,30	3,87

(*) Incluye también las deudas en que solo se ha asumido la carga financiera.

(**) Propia y asumida.

El capítulo 2 del Tratado, dedicado a política monetaria, se abre con la siguiente prescripción: «el objetivo principal del SEBC (1) será mantener la estabilidad de precios».

Desde esta perspectiva, la ortodoxia financiera de los gobiernos, su buen comportamiento fiscal, aparte de prevenir el indebido traslado de cargas entre los miembros de la Unión, puede entenderse como la condición necesaria para que el Banco Central Europeo pueda llevar a cabo su función de defensa de la estabilidad a largo plazo sin imponer costes elevados a la economía; es decir, sin que se generen tensiones y daños que pudieran llevar a la sociedad a poner en cuestión el principio mismo de la estabilidad.

Para garantizar esa prioridad absoluta en la actuación del banco central, en el art. 107 y en el protocolo dedicado al SEBC y al Banco Central Europeo (BCE), se establecen las cautelas de independencia y autonomía en los órganos de gestión y de toma de decisiones respecto a los gobiernos. Finalmente, el artículo 109.J.1 incluye el examen de la

adecuación del estatuto de cada banco central nacional, conforme a lo previsto en los artículos 107 y 108, junto a los llamados «criterios de convergencia», entre los aspectos sobre los que han de pronunciarse los informes de la Comisión y del IME (2) que han de servir de base al Consejo para evaluar si los estados están en condiciones de pasar a la tercera fase de la unión.

Es ese modelo de banco central, y de relaciones de éste con las administraciones públicas y el sector público en general, el que se incorporó a la legislación española en 1994.

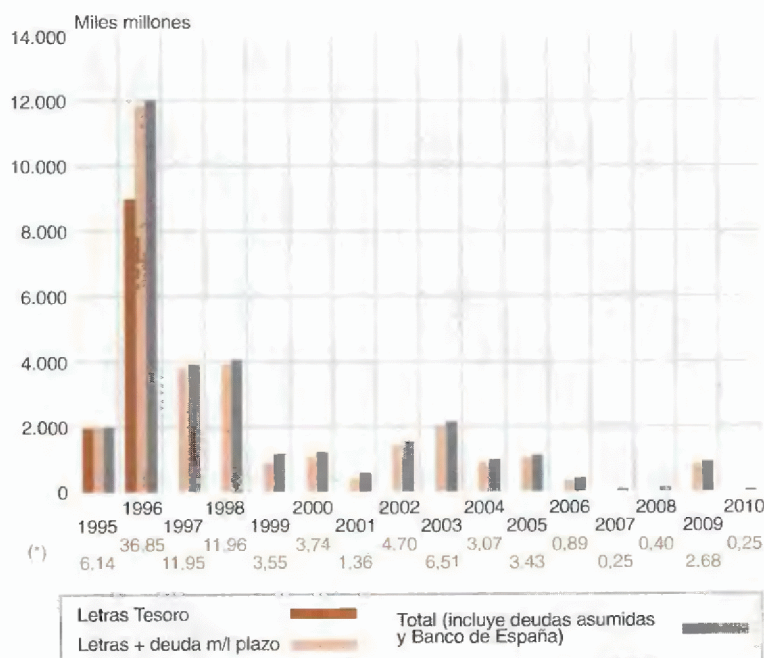
Conforme con esa autonomía mutua, las condiciones en que se prestarán las funciones que el Banco realice para el Estado —de agente del Tesoro en la gestión de la deuda, de banquero en la custodia de los fondos líquidos del Tesoro y en la ejecución de sus pagos—, así como las condiciones de uso de otros servicios suministrados por el Banco, como la gestión de la Central de Anotaciones, han sido objeto de un convenio firmado por ambos en 1994. En este convenio, se establece la retribución

por el Banco de los fondos que el Tesoro tenga depositados, en cuanto excedan del saldo de los créditos que con anterioridad aquél había concedido a éste, que no devengan interés, y que se amortizarán según estuviera establecido en su creación o, en su defecto, en veinte anualidades que acabarán en el año 2019.

¿Cómo ha incidido el nuevo marco de relaciones con el Banco de España en la política de deuda? De forma directa, la pérdida del acceso libre y gratuito a la financiación del Banco ha originado la necesidad ineludible de llevar una gestión de tesorería estricta. Esta necesidad se extiende a la gestión de instrumentos que permitan la obtención de liquidez en distintos mercados y en plazo rápido, por una parte, y, por otra, por ordenar los pagos, los vencimientos, de manera que se eviten concentraciones indeseadas. De forma indirecta o derivada, ha realzado la importancia de la estructura de vencimientos de la deuda en circulación y su vida media (ver cuadro n.º 2 y gráfico 6).

a) En materia de instrumentos y mecanismos, cabe citar la

GRÁFICO 6
DEUDA EN PESETAS: PERFIL DE VENCIMIENTOS
DEUDA VIVA A 31-10-95



(*) Amortización año/total deuda viva (en porcentajes).

contratación de líneas de crédito en divisas y la apertura o potenciación de vías de financiación rápida mediante valores a corto plazo, bien sea en el mercado interior, con letras del Tesoro, bien sea en el exterior, con programas de papel comercial.

La contratación de líneas de crédito, tanto en divisas como en pesetas, aunque estas últimas no se hayan contratado hasta hoy, viene aconsejada no sólo por la flexibilidad en la disposición y reembolso de fondos que ofrecen, sino también porque reducen el tamaño del saldo promedio que es necesario mantener en la cuenta en el Banco de España para atender pagos inusualmente elevados o imprevistos que puedan presentarse. Esta circunstancia permite reducir el

volumen de deuda en circulación medido en términos del artículo 104 C del Tratado de la Unión Europea. A estos efectos, la definición relevante contempla únicamente los pasivos de las administraciones públicas consolidados, según metodología del SEC (3), que adopten la forma de depósitos o efectivo (moneda metálica), valores o créditos (4).

No admite, pues, deducir los activos, ni siquiera los saldos líquidos de tesorería. Por tanto, cuanto menores sean éstos, menor será la deuda. Frente a la imposibilidad de computar el neto entre deuda y saldos de tesorería, las líneas de crédito sólo se computan como deuda en la parte dispuesta.

La utilización de las letras como fuente inmediata de financia-

ción queda abierta por la posibilidad de emitir las a cualquier plazo y tantas veces como sea conveniente, y completada por la regulación de las obligaciones de los creadores de mercado en este sentido, establecidas en la Orden Ministerial de 24 de julio de 1991. En ella se establece que, en caso necesario, a los precios que libremente decida cada creador, deben ofrecer alícuotamente al Tesoro financiación en la cuantía que éste haya fijado.

Por otra parte, desde un punto de vista más conceptual, la mejor garantía de que se podrá obtener la financiación necesaria a precios razonables se consigue diversificando la demanda de fondos en todos los plazos y mejorando la transparencia, la regularidad y la sencillez de instrumentos y procedimientos, y la liquidez del mercado secundario.

En este aspecto, la política de deuda se ha encaminado a configurar un mercado en instrumentos y prácticas acordes con el patrón prevaleciente en los principales mercados mundiales, de modo que el esfuerzo requerido de aprendizaje para operar en aquél a quien lo haga ya en éstos sea mínimo. Como ejemplo de la línea seguida, cabe citar la ampliación de los plazos de emisión en lo que a deuda en pesetas se refiere, llegando hasta los quince años con instrumentos muy simples y la regularidad del recurso al mercado, quinceualmente en letras del Tesoro a un año y mensualmente en bonos a tres y cinco años y obligaciones a diez y quince años, según un calendario que se hace público a principios de cada año.

En cuanto a transparencia y estabilidad en los procedimientos, baste recordar que en todos los instrumentos se utiliza el mismo tipo de subastas, que no se

han modificado en nada sustancial en los últimos cinco años.

b) En cuanto a facilitar la liquidez en lo que está directamente en manos del Tesoro, éste viene practicando la política de mantener abiertas las emisiones de deuda a medio y largo plazo en subastas sucesivas hasta que alcancen un nominal en circulación de alrededor de un billón de pesetas. Es ésta, por lo demás, una política común en otros mercados, en los que el tamaño de las necesidades del Tesoro en los períodos cubiertos por cada subasta, y la necesidad de diversificar por plazos e instrumentos, impiden alcanzar en una sólo ocasión importes suficientes para permitir un mercado fluido y a salvo de acaparamientos y manipulación.

c) Por lo que se refiere a la distribución de los vencimientos, a la no concentración de pagos y necesidades netas de refinanciación, el nuevo marco de relaciones con el Banco ha determinado una política de elevación de la vida media de la deuda, coherente, por otra parte, con la diversificación de la financiación en los diferentes segmentos de la curva plazos/tipos, y de contención de los vencimientos dentro de ciertos límites, de modo que sea verosímil la financiación bruta a obtener en cada momento sin graves sorpresas y reacciones del mercado.

Tres son las medidas que, en este orden, se han introducido: 1) recompras en mercado secundario y canjes para diluir las concentraciones de pagos que la política de agregación de emisiones produce. 2) Establecimiento de objetivos de colocación en las subastas de deuda a medio y largo plazo, tras conocer las opiniones de los creadores de mercado, una vez examinadas las condiciones del mercado y conocidas las necesidades brutas

aproximadas del Tesoro para diferentes horizontes. 3) Por otra parte, el Tesoro facilita a los medios de comunicación información actualizada sobre los calendarios de vencimientos e importes y sobre la evolución de la financiación bruta y neta. Estas necesidades, por otro lado, llegan al mercado por variados conductos y con regularidad, toda vez que las estimaciones de déficit son conocidas y se revisan continuamente por los agentes sobre los datos que se van conociendo de ejecución presupuestaria.

V. ALGUNAS CONSIDERACIONES EN TORNO A LA VIDA MEDIA

En nuestra opinión, el principal interrogante en la política de deuda en la actualidad estriba precisamente en la selección de una estructura adecuada de vencimientos de la deuda; o, dicho de otra forma, de una vida media prudente conseguida mediante la combinación apropiada de instrumentos por sus plazos de vida y por sus características financieras: tipo variable o fijo, indicación, composición por monedas, etcétera.

Brevemente, para no desbordar los límites razonables de este artículo, la importancia de la cuestión planteada deriva de los siguientes factores:

1) El nivel elevado de los tipos en el mercado no es coherente financieramente con el que deberán tener si España accede a la tercera fase de la unión monetaria el 1 de enero de 1999. 2) Elevar la vida media de la deuda hasta un nivel próximo al frecuente en los países del llamado núcleo duro, para los que no existe esa incoherencia entre el nivel actual de tipos y su nivel

en la tercera fase de la unión económica y monetaria, y, sobre todo, hacerlo con instrumentos a muy largo plazo, supondría reducir la posibilidad de aprovechar rápidamente el proceso de convergencia de tipos que produciría el acceso de España a dicha unión desde el 1 de enero de 1999. Este proceso comenzará tan pronto como el mercado llegue a la convicción de que tal incorporación es probable. 3) Llevar esa convicción al mercado depende, en las presentes circunstancias, del estricto cumplimiento de las previsiones del plan de convergencia. 4) Dado el plazo disponible para converger y la política presupuestaria estricta que se requiere para ello, esta política no debe estar expuesta a variaciones adversas incontroladas y de grandes proporciones en gastos que son ineludibles, y que representan una proporción significativa del Presupuesto, como son los gastos financieros. Especialmente en momentos en los que, por definición, los márgenes de actuación presupuestaria son mínimos, salvo que se asuman, al parecer, grandes riesgos políticos. 5) Los riesgos que representa la variación de la carga financiera para la política presupuestaria necesaria son altos si se tiene en cuenta: a) el volumen de la deuda en relación al PIB y el peso de la carga financiera sobre el presupuesto; b) que, a juzgar por la experiencia pasada, las variaciones que se produzcan en la carga financiera tendrán que absorberse, salvo que se eleven adicionalmente los ingresos, no por todo el presupuesto de gastos, sino por una parte que representa entre el 20 y el 30 por 100 del mismo, y que ya está sometida a grandes restricciones y, en buena parte, comprometida contractualmente; c) que para evitar una senda explosiva de la relación deuda/PIB, ha de con-

seguirse un superávit primario de volumen adecuado, que debe compensar también, no se olvide, las asunciones de deuda.

Como conclusión, sería razonable mantener una vida media y una estructura de deuda que evite la presión excesiva de los vencimientos, y conseguida con instrumentos que, salvaguardando de los riesgos inmanejables para el Presupuesto de volatilidad en la carga financiera, permita aprovechar la aceleración del proceso de convergencia que la bajada de tipos propiciaría a través de la reducción de la carga presupuestaria de la deuda.

VI. CONCLUSIONES

La evolución de la política y del mercado de deuda del Estado en España ha encontrado en la incorporación de España a la Unión Europea incentivos y señales que han acelerado su evolución en la dirección necesaria desde el punto de vista interno. La dirección que esa política debía seguir ya venía claramente indicada por la dinámica insostenible que el déficit creciente había impuesto en la evolución de la política monetaria y de la regulación del sistema financiero.

Esa política encontró apoyo definitivo en las exigencias competitivas, en la liberalización ex-

terior y en el rigor financiero que la unión económica y monetaria ha impuesto. En el ámbito interno, se ha traducido en la eliminación de los coeficientes destinados a financiar coactivamente al Estado, en la eliminación total de las restricciones a los movimientos de capital y de controles de cambio, y en la prohibición de todo tipo de financiación a las administraciones públicas por el Banco de España.

El resultado ha sido la creación de un mercado de deuda homologable en sus instituciones y funcionamiento a los más avanzados, y sujeto a las ventajas y servidumbres que derivan de su plena integración en los mercados internacionales de capitales.

Entre las ventajas, cabe destacar la captación de fondos del exterior dirigidos hacia la parte del mercado más carente de soporte interno: el medio y largo plazo. Entre las servidumbres, la dependencia mayor de los tipos a largo de las expectativas de tipo de cambio y la volatilidad que esta dependencia induce, no mitigada, sino acentuada incluso, por las reacciones de los inversores institucionales españoles.

La dependencia, beneficiosa a todas luces, de la política y los mercados de deuda españoles de la evolución de la UE sigue un curso creciente y, en particular, las perspectivas abiertas por el

paso a la tercera fase de la unión monetaria dominan sobre cualquier otra influencia en la evolución del mercado, al tiempo que las incertidumbres que rodean la posición española en ese proceso nuclea la cuestión más importante que en estos momentos tiene planteada la política de deuda en España: la elección de la vida media y de la estructura de vencimientos más favorables de la deuda del Estado.

NOTAS

(*) Tratándose del objeto central del trabajo diario, Ignacio Garrido reconoce la «deuda» contraída respecto a las personas que trabajan estos aspectos en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y, de modo especial, en la Subdirección de la Deuda Pública. Se siente, en especial, deudor de Gloria Hernández, José Luis Pascual y M^a Luisa Rojo. No obstante, reclama exclusivamente para sí mismo las inexactitudes y errores.

(1) Sistema Europeo de Bancos Centrales.

(2) Instituto Monetario Europeo.

(3) Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas.

(4) Artículo 1, número 5, del Reglamento CE n.º 3605/93, de 12 de noviembre. Se sienta así un criterio de medición de la deuda que, en relación con el establecido para la deuda del Estado en la Ley General Presupuestaria, se diferencia en lo siguiente: 1) Incluye como deuda la moneda metálica y los depósitos que se constituyan en órganos del Estado. 2) Fija el valor nominal como criterio general de cómputo, incluidos los valores emitidos al descuento. 3) No permite deducir los saldos líquidos del Estado en su cuenta en el banco central. 4) Permite deducir los pasivos del Estado integrantes de la deuda que sean activos de otros agentes de las administraciones públicas.

Resumen

En este trabajo se revisa la influencia que la incorporación de España a la Comunidad Europea ha tenido en la evolución de la política y del mercado de Deuda del Estado. Se valoran positivamente en esa perspectiva los efectos que han derivado de la liberalización interna y externa y de la prohibición de acceso a la financiación del Banco de España. Esta influencia pasada se acentúa en el presente y hacia el futuro por las consecuencias que derivan de la Unión Económica y Monetaria.

Palabras clave: política de deuda, mercado de deuda, liberalización interna y externa, prohibición recurso a la financiación del banco central.

Abstract

This paper reviews the impact of Spain's entry into the European Community on government debt markets and policy. From this perspective, it gives a positive assessment of the effects of domestic and external liberalization and of the prohibition on resorting to the Bank of Spain for financing. This influence is greater now than in the past and will increase in the future as a result of Economic and Monetary Union.

Key words: debt policy, debt market, domestic and external liberalization, prohibition on resorting to central bank financing.

JEL classification: G10, G20, G32.