

LA DEUDA PÚBLICA EN LA DEMOCRACIA

Gloria HERNÁNDEZ GARCÍA

AUNQUE la historia de la deuda pública en España se remonta a épocas tan lejanas como el siglo XV, cuando los reyes, mediante una promesa solemne que quedaba plasmada en un documento, el «Juro», reconocían en favor de determinados súbditos el derecho a percibir rentas futuras de la Corona o a ostentar un cierto cargo u oficio, en este trabajo nos centraremos en la historia reciente de la deuda pública, a saber, desde la instauración de la democracia.

El cambio en la orientación de la política de financiación del Estado a partir de 1982 supuso un primer paso en la utilización de los mecanismos de mercado en la captación de los recursos necesarios para financiar el creciente déficit público. Desde entonces, la historia de la deuda ha marcado y, al mismo tiempo, ha sido consecuencia, de la evolución experimentada por el sistema financiero español, en la medida en que la necesidad de financiar un déficit creciente, así como los distintos mecanismos utilizados para ello han impulsado el desarrollo de los mercados financieros y de las instituciones y activos que en ellos se negocian.

Así, el proceso de modernización e internacionalización de nuestro sistema financiero ha venido en cierto modo impulsado por las reformas introducidas en los instrumentos de deuda y su forma de representación, los procedimientos de emisión, y los sistemas de negociación, compensación y liquidación del mercado de deuda pública. Tal es el caso, por ejemplo, de la desmaterialización de los valores, es decir, la sustitu-

ción de los títulos físicos por las anotaciones en cuenta, para la que, indudablemente, la creación en 1987 del Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado constituyó un gran acicate.

El objetivo de este trabajo es, pues, el estudio de la historia reciente de la deuda pública, que abordaremos analizando los cambios experimentados en la política de financiación del déficit público. Aunque han sido varios los objetivos que han guiado la política de financiación del Estado durante estos años, uno ha jugado un papel esencial: la sustitución del recurso al crédito gratuito del Banco de España por una utilización de mecanismos de mercado —emisión de deuda pública— como principal o exclusiva vía para la captación de los recursos necesarios. En consecuencia, los sucesivos avances en la consecución de este objetivo marcarán las etapas en las que hemos dividido la historia de la deuda pública.

I. PRIMERA ETAPA: DE FINALES DE LOS AÑOS SETENTA HASTA 1982

La crisis económica de principios de los setenta y la transición hacia la democracia dieron lugar a un fuerte crecimiento del gasto público para hacer frente al menor ritmo de crecimiento y a las nuevas necesidades derivadas de las mayores demandas sociales surgidas con el cambio político y, en especial, con la creación del Estado de las autonomías. En

consecuencia, a partir del año 1977 se va a producir un incremento en el déficit público, tanto en términos absolutos como en relación al producto interior bruto. La inexistencia de un mercado financiero con un mínimo grado de desarrollo al que acudir para captar los fondos necesarios para financiar dicho déficit se resolvió mediante una utilización masiva del recurso al Banco de España. Hasta 1980, la apelación al crédito del Banco de España se consideraba como una vía para atender necesidades transitorias de tesorería, debiendo tales anticipos —que, en cualquier caso, nunca podrían superar el 12 por 100 del volumen total de gasto público aprobado— quedar saldados al finalizar el ejercicio. Sin embargo, en 1980, el gran crecimiento del déficit público dio lugar a una apelación que no se saldó al finalizar el año, superándose además el límite del 12 por 100 citado. Fue necesario, desde entonces, que las leyes de Presupuestos de cada año procedieran a consolidar el saldo deudor del Tesoro en el Banco de España en condiciones de gratuidad y sin establecer un plazo a la amortización.

Así, como puede observarse en el cuadro n.º 1, la financiación monetaria va incrementándose año tras año a medida que lo hace el déficit hasta 1982, momento en el que los recursos captados por esta vía representan algo más del 82 por 100 del déficit del Estado del año.

Evidentemente, la financiación monetaria no iba a poder coexistir con un déficit creciente y con la necesidad de instrumentar una política monetaria encaminada a reducir las elevadas tasas de inflación que en aquellos momentos caracterizaban a nuestro país.

En efecto, a medida que el déficit en términos del PIB crecía, las

CUADRO N.º 1

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN MONETARIA

	Déficit del Estado (*) (millardos de pesetas)	Recurso al B.E. (**) (millardos de pesetas)
1978.....	-92,4	142,9
1979.....	-232,1	156,5
1980.....	-373,6	378,6
1981.....	-522,5	482,0
1982.....	-1.055,8	869,9
1983.....	-1.178,6	139,7
1984.....	-1.689,9	-655,8
1985.....	-1.951,1	445,1
1986.....	-1.783,6	-577,6
1987.....	-1.233,5	-287,0
1988.....	-1.337,0	-326,0
1989.....	-990,0	238,8
1990.....	-1.404,0	-129,7
1991.....	-1.324,0	8,5
1992.....	-1.395,0	-114,2
1993.....	-3.754,0	-2.215,0
1994.....	-3.310,0	1.319,0
1995.....	-3.137,0	243,0

(*) Medido por el ahorro financiero neto del Estado. *Cuentas Financieras de la Economía Española*, Banco de España.

(**) Saldo neto de la posición del Tesoro frente al Banco de España —créditos menos saldo acreedor en cuenta corriente—. (+) significa posición deudora neta y (-) significa posición acreedora neta.

Los efectos perniciosos de esta política de financiación del déficit público hacen necesario un cambio de orientación de ésta que se inicia en el año 1983.

II. SEGUNDA ETAPA: 1983-1990

Es en este período cuando se sientan las bases de la política de deuda pública, entendiendo por tal el manejo por el Tesoro de una serie de instrumentos con el objetivo de asegurar una financiación ortodoxa del déficit público al menor coste posible.

Ahora bien, la financiación del déficit a través de mecanismos de mercado exigía una serie de pasos previos:

- creación de una gama adecuada de instrumentos;
- creación de una base de demandantes para los valores;
- establecimiento de procedimientos de emisión de los valores;
- desarrollo de un mercado secundario ágil, barato y transparente.

Para acometer el objetivo señalado, era preciso, en primer lugar, dotar al Tesoro de una *gama de instrumentos* suficientemente amplia que permitiese atender las preferencias y necesidades de los oferentes de ahorro. En ese momento, el Tesoro sólo contaba con la deuda desgravable del Estado y los pagarés del Tesoro. La deuda desgravable era un instrumento a medio plazo dirigido a inversores sujetos al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Por tanto, no servía para asegurar una estabilidad en la financiación a lo largo del año, en la medida en que su demanda estaba motivada, sobre todo, por razones fiscales. En cuanto a los pagarés

inyecciones de liquidez que exigía su financiación obligaban al Banco de España a actuar compensatoriamente sobre otras partidas de la base monetaria, esterilizando el exceso de liquidez creado.

A estas interferencias en el control monetario se añadía, además, una circunstancia adicional: el hecho de que cayera sobre la cuenta de resultados del Banco de España una buena parte del coste de la financiación del déficit. En efecto, aunque en un primer momento las intervenciones de política monetaria que había de llevar a cabo el Banco de España se realizaban con instrumentos emitidos por el Tesoro —los bonos del Tesoro—, éstos eran adquiridos por el Banco de España al Tesoro a un tipo del 4 por 100 para, a continuación, subastarlos entre las entidades financieras, corriendo, por tanto,

por cuenta de la citada institución monetaria la diferencia entre ambos tipos de interés. Este efecto se agudizará más tarde cuando el Banco de España comienza a utilizar pasivos propios —los certificados de regulación monetaria (CRM)— para llevar a cabo sus intervenciones.

Por otra parte, la necesidad de mantener un control más efectivo de la cantidad de dinero forzó, asimismo, la reforma del coeficiente legal de caja en 1983, ampliando el ámbito de las entidades sujetas al mismo (1), los pasivos computables y su nivel, que se eleva desde el 7,75 al 20 por 100 de los pasivos computables. Teniendo en cuenta que la remuneración total de estos depósitos era muy inferior a la de mercado, se producía también una traslación desde el Presupuesto del Estado hacia el sistema crediticio del coste de la financiación del déficit público.

del Tesoro, éstos se habían creado en 1981 para sustituir a los certificados de regulación monetaria —lo que se produciría en enero de 1984— como instrumentos de regulación de la liquidez, reconduciéndose así hacia los Presupuestos del Estado el coste de la financiación del déficit. Aunque los pagarés también se podían adquirir por inversores particulares, sirviendo, pues, como instrumento de financiación del Tesoro, su corto plazo —inicialmente seis meses, aunque más tarde dieciocho meses— hacía aconsejable ampliar la gama de instrumentos con algún activo a medio y largo plazo complementario de la deuda desgravable. Así, se crean a finales de 1982 los bonos del Estado y, un año después, las obligaciones del Estado. Los primeros cubren el segmento a medio plazo —dos a cinco años—, y los segundos, los plazos más largos. En ambos casos, se trata de activos financieros que no disfrutaban de ningún tipo de ventaja fiscal.

Esta gama de instrumentos va a permanecer estable hasta el año 1987, en que se crean las letras del Tesoro como activo a corto plazo en sustitución de los pagarés del Tesoro —aunque ambos convivirán por razones de diversa índole hasta el año 1992. La creación de las letras del Tesoro vino motivada por las distorsiones que la Ley 14/85, de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, por una parte, y la instauración del coeficiente de inversión obligatoria en pagarés, por otra, introdujeron en el mercado de pagarés del Tesoro. En efecto, la Ley 14/85 supuso la consagración de los pagarés como el único activo financiero con opacidad fiscal, lo que dio lugar a un fuerte incremento de su demanda. Al mismo tiempo, la instauración en junio de 1984 del coeficiente de pagarés del Tesoro supuso también un aumento en la demanda por parte

de las entidades obligadas a cubrirlo.

De este modo, entre 1983 y 1986, el saldo en circulación de pagarés del Tesoro pasó de 1,13 billones de pesetas a 5,24 billones, alcanzando en este último año su máximo absoluto.

Como resultado de lo anterior, el Tesoro redujo los tipos de interés de los pagarés, lo que, por una parte, desincentivó la demanda de quienes no tenían una motivación fiscal y, por otra, provocó una desconexión del tipo de los pagarés del Tesoro como tipo de referencia de los restantes mercados, perdiendo su naturaleza de instrumento de regulación monetaria.

Todo ello dio lugar a la necesidad de crear un nuevo instrumento de deuda a corto plazo que sustituyese a los pagarés del Tesoro. Este instrumento fueron las letras del Tesoro, activos que desde el primer momento demostraron su enorme capacidad financiadora. Los elevados tipos de interés a los que se iniciaron las emisiones de este instrumento (15,50 por 100) atrajeron a las entidades financieras que adquirirían las letras para cederlas a continuación a tipos de interés menores a sus clientes. En consecuencia, en tan sólo 6 meses se captaron con este instrumento algo más de 2,2 billones de pesetas.

La gama de instrumentos de deuda ha ido ampliándose en épocas más recientes a medida que el mercado se desarrollaba y adquiría grados crecientes de internacionalización. Evidentemente, el dinamismo que caracteriza al mercado financiero exige a los emisores una adaptación a los cambios en las preferencias de los inversores y a la aparición de nuevos segmentos de demanda, incluyendo nuevos productos en la gama o modificando las características de los existentes.

La creación de la gama de instrumentos no era, sin embargo, el único requisito necesario para garantizar una financiación ortodoxa del déficit público. Además, era imprescindible contar con *demanda suficiente para los valores a emitir*. La ausencia de ésta, provocada por el escaso desarrollo de los mercados de valores y la práctica inexistencia de inversores institucionales (2), se suplió mediante la instauración de coeficientes de inversión que generasen una demanda forzosa para los valores emitidos por el Estado. Así, se crea, mediante el Real Decreto Ley 6/1984, el coeficiente de pagarés, que obligaba a bancos y cajas de ahorros a mantener en estos activos un 12 por 100 de sus pasivos computables, y que vino a complementar el tramo de deuda pública del coeficiente de inversión obligatoria que ya existía desde 1971.

Como consecuencia de ello, el saldo de pagarés del Tesoro en las carteras de bancos y cajas de ahorros pasa de 167,5 millardos de pesetas a finales de 1983 a 2.694,3 millardos un año después.

Como puede apreciarse en el cuadro n.º 2, durante los primeros años de esta etapa va a ser el sistema bancario, como consecuencia de los citados coeficientes, el principal financiador del déficit público.

El tercero de los pasos que hubo que dar en el camino hacia la financiación ortodoxa del déficit público fue la adopción de *procedimientos de emisión de los valores* que asegurasen, por una parte, un abastecimiento regular del mercado y, por otra, que el coste de esa financiación fuera el menor posible.

Así, en 1983 se decidió adoptar inicialmente para las obligaciones del Estado aunque más tarde

CUADRO N.º 2

DÉFICIT DEL ESTADO Y VARIACIÓN EN LAS TENENCIAS DE DEUDA

AÑO	DÉFICIT DEL ESTADO	VARIACIÓN SALDOS DE DEUDA DE FAMILIAS Y EMPRESAS NO FINANCIERAS				VARIACIÓN SALDOS DE DEUDA DE BANCOS Y CAJAS				VARIACIÓN SALDO DE DEUDA EN CARTERA DEL BANCO ESPAÑA		
		Corto plazo	Medio y largo	No negociable	Total	Corto plazo	Medio y largo	No negociable	Total	Corto plazo	Medio y largo	Total
1983	1.178,6	345,0	50,9	441,0	836,9	130,9	17,8	133,2	281,9	705,7	25,4	731,1
1984	1.686,9	-27,6	-29,3	-486,8	-543,7	2.526,8	108,0	612,2	3.247,0	-260,7	-1,7	-262,4
1985	1.951,1	284,7	111,9	512,8	909,4	1.114,6	136,7	93,1	1.344,4	-0,1	-3,6	-3,7
1986	1.783,6	281,7	167,6	-784,2	-334,9	621,1	1.397,1	-21,5	1.996,7	-19,9	218,8	198,9

(*) Este dato se refiere al conjunto de entidades de crédito.

Fuente: Informe anual del Banco de España, 1988.

para todos los instrumentos en pesetas —con la única excepción de los pagarés del Tesoro— el procedimiento de emisión mediante subasta.

El sistema de subasta adoptado, que, con escasas modificaciones, todavía sigue vigente hoy día, suponía una combinación de los dos sistemas ampliamente utilizados en la emisión de deuda de otros tesoros, a saber, la subasta holandesa o de precio único y la subasta convencional o de precios múltiples. En la primera, todas las peticiones aceptadas se adjudican al precio mínimo aceptado —el marginal—, mientras que en la segunda —la subasta convencional— las peticiones aceptadas se adjudican al precio solicitado en la puja. El sistema adoptado en España combina elementos de ambas: una vez queda determinado el precio mínimo aceptado, se calcula el precio medio ponderado de todas las peticiones aceptadas. Las peticiones a precios superiores al medio ponderado se adjudican a un precio único, el medio ponderado. Las demás, se adjudican al precio solicitado.

Por otra parte, con objeto de mantener un abastecimiento regular del mercado y aumentar la

transparencia en las emisiones, el Tesoro decidió establecer un calendario anual de subastas que se publica, incluso, en el *Boletín Oficial del Estado*.

Finalmente, la implantación de las anotaciones en cuenta como forma de representación de la deuda, en sustitución de los títulos físicos, además de suponer un ahorro en términos de tiempo y coste en la negociación de los valores, amplió considerablemente el tipo de operaciones a realizar y permitió establecer una tipología de agentes participantes en el mercado de deuda. Así, el Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado (SACDE) ofrecía la posibilidad de utilizar los valores en garantía mediante un sistema de inmovilización de saldos de deuda; permitía a los titulares de los valores realizar operaciones de compraventa simples de deuda, ceder los valores temporalmente mediante la realización de compraventas con pacto de recompra (*repos*) o realizar operaciones de compraventa a plazo. Asimismo, se establecen unas categorías de agentes participantes en la negociación de los valores, con distintas obligaciones en función del tipo de operaciones que se les autoriza realizar. Surgen, así, los titulares de

cuentas en la Central de Anotaciones, autorizados a mantener en sus cuentas exclusivamente deuda de su propia cartera, y las entidades gestoras, autorizadas a mantener en sus cuentas deuda de sus clientes, haciéndose, por tanto, responsables del registro contable de dichas tenencias.

Esta nueva configuración del mercado de deuda queda plasmada en la Ley 24/1988, de Reforma del Mercado de Valores, en la que se le califica de «Mercado Secundario Oficial» desvinculado totalmente del Tesoro como emisor, que, a estos efectos, sólo se diferencia de otros emisores en que sus valores constituyen, con gran diferencia, el núcleo de la negociación.

Las mejoras introducidas en los instrumentos, las técnicas de emisión y las operaciones incrementaron notablemente la transparencia y liquidez de los mercados primario y secundario de deuda, permitiendo así sentar las bases para una financiación ortodoxa del déficit público. Además, con objeto de reforzar la confianza de los agentes en la credibilidad de las medidas, se decidió plasmar en dos normas legales este cambio de orientación de la política de financiación. Tales normas

fueron, por una parte, el Real Decreto 37/1989, que estableció un calendario para la reducción del coeficiente de inversión obligatoria en pagarés del Tesoro hasta su completa eliminación en 1992 y, por otra, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990, en la que se incluyó una disposición que limitaba legalmente el recurso al crédito gratuito del Banco de España. Dicha disposición establecía que, a partir del 1 de enero de 1990, el saldo deudor del Tesoro con el Banco de España nunca podría superar, al finalizar el ejercicio, el alcanzado a finales de 1989 (1,156 billones de pesetas). En consecuencia, si durante el año, por necesidades de tesorería, fuera preciso incrementar el recurso al Banco de España por encima de dicho importe, el Tesoro se vería forzado a devolver el crédito dispuesto antes del 31 de diciembre de ese año.

Esta limitación legal al crédito del Banco de España marca el ini-

cio de la tercera etapa en la historia de la deuda pública, etapa que finalizará en junio de 1994.

III. TERCERA ETAPA: DESDE ENERO DE 1990 A JUNIO DE 1994

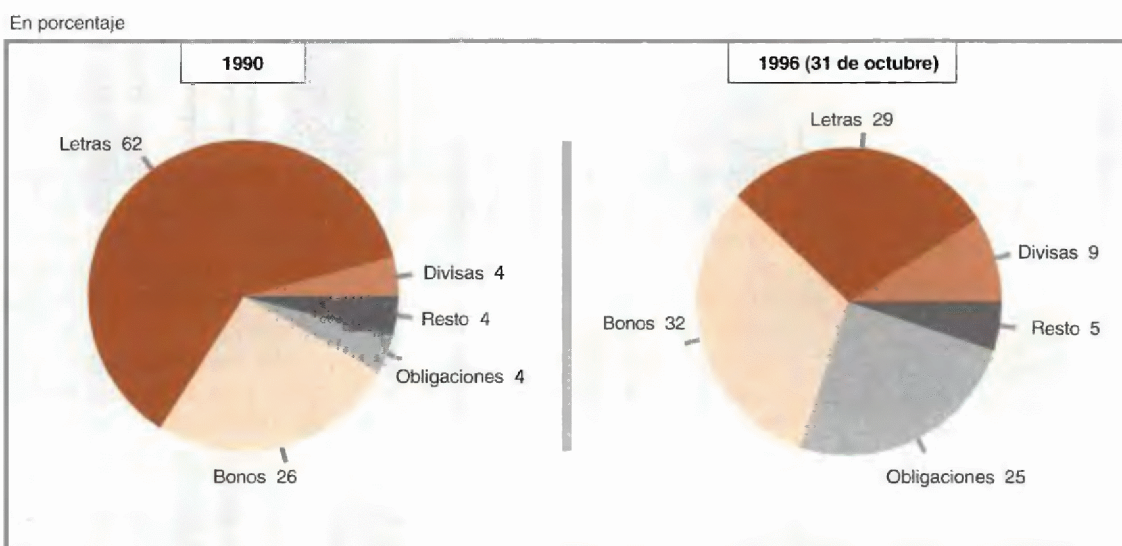
Durante esta etapa, se va a producir un cambio estructural en el mercado de deuda, consecuencia de la aparición como principales demandantes de los valores de los inversores institucionales, tanto extranjeros como nacionales.

En efecto, la incorporación de España a las Comunidades Europeas y, sobre todo, la entrada de la peseta en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo habían comprometido la política económica española al logro de la estabilidad de precios, dando lugar a la necesidad de instrumentar una política monetaria de corte muy restrictivo que provocó una fuerte inversión de la

curva de rendimientos. En consecuencia, la demanda de valores se encontraba claramente centrada en el corto plazo, lo que introducía una gran inestabilidad en la financiación del Tesoro, que se veía forzado a hacer frente a elevadas refinanciaciones de deuda. Téngase en cuenta que a finales de 1990 la deuda a corto plazo representaba algo más del 62 por 100 de la deuda en circulación, mientras que los bonos y obligaciones del Estado sólo alcanzaban un 30 por 100, del que más de un 86 por 100 correspondía, además, a bonos emitidos a plazo de tres años. En consecuencia, la vida media de la deuda del Estado era de 1,86 años, reduciéndose hasta 1,13 años si excluimos la deuda en divisas (gráfico 1).

En tales condiciones, era imprescindible promover la participación en el mercado de los demandantes institucionales, por cuanto, por su propia naturaleza,

GRÁFICO 1
COMPOSICIÓN POR INSTRUMENTOS DE LA DEUDA EN CIRCULACIÓN



iban a permitir alargar la vida media de la deuda. Para ello, se hizo necesario, en primer lugar, eliminar las trabas fiscales que frenaban el interés de los *inversores extranjeros*. En concreto, mediante el Real Decreto Ley 5/1990, de Medidas Fiscales Urgentes, se eliminó la tributación de los rendimientos e incrementos de patrimonio derivados de las inversiones en deuda pública realizadas por no residentes, estableciéndose un procedimiento automático para la devolución inmediata de las retenciones soportadas.

Esta modificación supuso un incremento espectacular en las tenencias de deuda pública española por parte de los inversores extranjeros que, hasta entonces, a pesar de los elevados rendimientos ofrecidos por el mercado español, se habían mantenido alejados del mismo.

Como puede verse en el cuadro n.º 3, en tan sólo un año el saldo de bonos y obligaciones en poder de no residentes se multiplicó por cuatro, alcanzando su participación en el saldo total de bonos y obligaciones un porcentaje superior al 30 por 100. La entrada masiva de no residentes en el

mercado español de deuda tuvo efectos muy positivos en la medida en que supuso el desarrollo de su segmento a largo plazo, permitiendo un alargamiento de la vida media de la deuda que de otro modo no se hubiera podido alcanzar (gráfico 2). De hecho, en respuesta a la demanda creciente de instrumentos a plazos más largos, el Tesoro decidió aumentar la frecuencia de sus emisiones de obligaciones a diez años, que pasaron a ser mensuales y, a partir de noviembre de 1993 incorporó en su gama las obligaciones a quince años. Por otra parte, la elevada rotación de las carteras de deuda en poder de no residentes y el masivo uso de las operaciones de cesión temporal para financiar las carteras o evitar riesgos de tipo de cambio, incrementaron notablemente la negociación y la liquidez del mercado secundario de deuda pública. Indudablemente, el grado de eficacia alcanzado por los sistemas de negociación, compensación y liquidación del mercado de deuda, la conexión de los grandes sistemas de compensación internacional —Euroclear y Cedel— a la Central de Anotaciones y la existencia de un mercado de futuros y opciones en el que

realizar la cobertura de las operaciones fomentaron el interés de los grandes inversores institucionales extranjeros por la deuda pública española.

En consecuencia, el mercado de deuda se internacionaliza, es decir, queda expuesto de manera mucho más acusada a cualquier cambio en las expectativas de los inversores no residentes, así como a las variaciones en el contexto económico internacional, aumentando, por consiguiente, su volatilidad. Buena prueba de ello fueron los sucesivos episodios de inestabilidad vividos por el mercado de deuda a causa de la crisis del sistema monetario europeo tras el triunfo del *no* en el referéndum danés de mayo de 1992. En efecto, la quiebra en las hasta entonces optimistas expectativas de los agentes acerca de la integración de España en la Unión Económica y Monetaria dificultó enormemente la colocación de deuda a medio y largo plazo. En tal coyuntura, el Tesoro hubo de reconducir su financiación hacia el corto plazo, para lo cual se vio forzado, incluso, a introducir en la gama las Letras a tres (3) y seis meses.

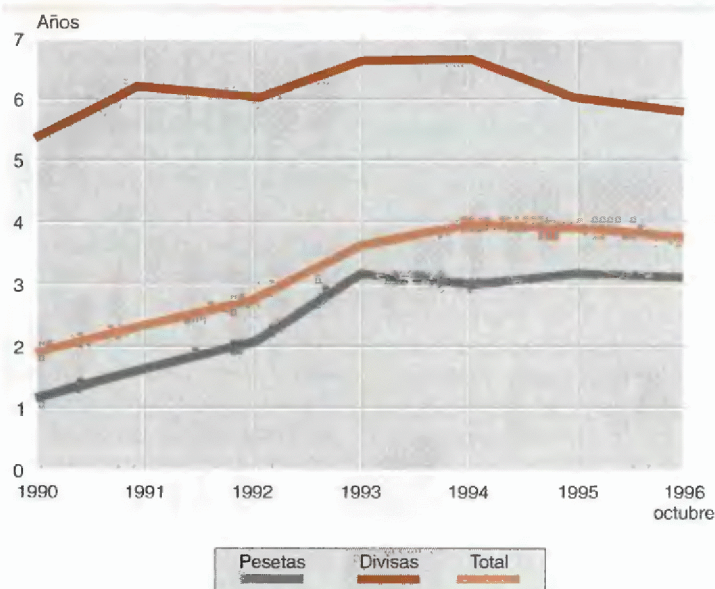
CUADRO N.º 3

EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN DE NO RESIDENTES EN DEUDA DEL ESTADO

F E C H A	BONOS Y OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN (millardos pesetas)	TENENCIAS DE DEUDA DEL ESTADO POR INVERSORES NO RESIDENTES (millardos pesetas)		PARTICIPACIÓN DE LOS NO RESIDENTES (porcentaje)	
		Cartera registrada	Tenencias a vencimiento (*)	Cartera registrada	Tenencias a vencimiento
1990	4.799,2	516	n.d.	10,75	—
1991	6.867,3	2.079	n.d.	30,27	—
1992	8.015,9	1.779	n.d.	22,19	—
1993	14.331,2	4.198	7.015	29,29	48,9
1994	15.728,2	3.381	4.059	21,50	25,8
1995	19.405,0	3.448	5.529	17,77	28,4
1996 sep.	21.613,5	3.679	5.500	17,02	25,4

(*) Cartera registrada más cesiones temporales (*repos* y simultáneas) menos adquisiciones temporales (*repos* y simultáneas).

GRÁFICO 2
VIDA MEDIA DE LA DEUDA DEL ESTADO



Por lo que se refiere a los *inversores institucionales residentes*, los esfuerzos se centraron en la potenciación de los fondos de inversión como instrumentos para canalizar el ahorro a largo plazo. Esta figura no era nueva en nuestro sistema financiero, aunque su configuración se había modificado tras la aprobación de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 1984. Sin embargo, su importancia dentro del sistema era muy escasa, en parte por el desconocimiento de la mayoría de los ahorradores. En tales circunstancias, la reducción del tipo de gravamen en el Impuesto de Sociedades al que se encontraban sometidos los beneficios de estas instituciones desde el 13 al 1 por 100, aprobada en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1991, así como la modificación en el tratamiento fiscal de las plusvalías en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (Ley 18/1991 del IRPF), que sus-

tituía los coeficientes correctores de la plusvalía por unos coeficientes reductores en virtud de los cuales la tributación de las plusvalías se iba haciendo menor con el paso del tiempo hasta ser eliminada totalmente una vez transcurridos 16 años, provocaron un fuerte interés de los ahorradores por estos instrumentos. Al mismo tiempo, el propio Tesoro, consciente de la importancia de la inversión a largo plazo, había decidido promover la inversión colectiva mediante la creación de unos fondos especializados en deuda del Estado, que, aunque gestionados de manera privada, contarían con el apoyo publicitario del organismo público.

Estas medidas dieron pronto los resultados apetecidos, incrementándose notablemente los patrimonios gestionados por los fondos de inversión, que pasaron de 1,1 billones de pesetas a finales de 1990 a más de 17 billones en la actualidad. En cuanto a la

participación de la deuda del Estado en la cartera de estas instituciones, siempre se ha situado en porcentajes muy elevados —entre el 70 y el 90 por 100— como consecuencia de la mayor liquidez del mercado de deuda, así como del escaso desarrollo de los mercados de renta fija privada.

Otra preocupación del Tesoro durante esta tercera etapa se centró en el incremento de la transparencia y la reducción de costes del segmento minorista del mercado de deuda. En los años anteriores, la creación del Sistema de Anotaciones y de los sistemas de negociación, compensación y liquidación de los valores supuso un importante avance en el desarrollo del núcleo mayorista del mercado de deuda.

En efecto, durante la etapa anterior, los esfuerzos del Banco de España se habían centrado en el desarrollo de sistemas de negociación en el ámbito mayorista del mercado que funcionaran de forma ágil y con un adecuado grado de transparencia. Así, en 1988 se crea la categoría especial de miembros del mercado de deuda —el «creador de mercado»—, a la que se da acceso a aquellas entidades gestoras que adquieren el compromiso de dotar de liquidez al mercado secundario ofreciendo contrapartida en un número elevado de referencias de bonos y obligaciones con un diferencial máximo entre precio de compra y venta. Posteriormente, mediante la Orden de 24 de julio de 1991, se regula esta figura con carácter general, ampliándose el ámbito de los compromisos asumidos al mercado primario de deuda, es decir, la participación en las subastas. Además, con objeto de facilitar el anonimato en la negociación de grandes importes, se creó la figura de los mediadores entre negociantes —*brokers* ciegos— con la finalidad de que canalizaran una parte de la negociación

mayorista de deuda: la realizada en el núcleo mayorista por excelencia del mercado de deuda; es decir, entre los creadores de mercado y los aspirantes a creador. En este segmento del mercado secundario, se fijarían los mejores precios, que servirían de referencia al resto de la negociación mayorista: la canalizada a través del denominado «segundo escalón», o sistema de negociación bilateral entre miembros del mercado.

Estos esfuerzos, sin embargo, no alcanzaron al segmento minorista de la deuda, que seguía caracterizándose por una ausencia de liquidez y transparencia notable. Efectivamente, el elevado grado de descentralización característico de la negociación minorista daba lugar a que el rendimiento ofrecido al cliente fuera el resultado de una negociación bilateral entre aquél y la correspondiente entidad gestora, resultando muy lejano, en ocasiones, del tipo de interés satisfecho por el Tesoro en sus subastas. Además, la escasa liquidez provoca, en muchos casos, fuertes pérdidas de capital si se desea vender los valores antes del vencimiento. Para solucionar estos problemas, se adoptó por el Tesoro, en colaboración con el Banco de España, una serie de iniciativas tendentes, por una parte, a proporcionar a los inversores canales alternativos a las entidades gestoras para la adquisición de los valores (la creación de Fondtesoro y las cuentas directas de deuda en el Banco de España) y, por otra, a mejorar el grado de liquidez y transparencia (el sistema bursátil de deuda anotada).

Con respecto a la creación de los Fondtesoro, este instrumento servía a una doble finalidad. De un lado, como ya se mencionara anteriormente, permitía al Tesoro contar con una demanda más estable de sus valores. De otro, do-

taba a las inversiones minoristas en deuda pública de una liquidez que no tenían cuando se materializaban en compras directas de los valores.

Las «cuentas directas de deuda en el Banco de España», por su parte, fueron creadas, en febrero de 1990, con el fin de abaratar el coste de la inversión en deuda del Estado. Este servicio permite a los pequeños ahorradores adquirir la deuda del Estado y mantenerla directamente en una cuenta de valores en la Central de Anotaciones del Banco de España, ahorrándose, en consecuencia, las comisiones que las entidades financieras aplican por estas operaciones. A pesar de este ahorro, el crecimiento de las cuentas directas se ha visto condicionado por una serie de inconvenientes: la necesidad de acudir personalmente a una oficina del Banco de España para acceder a una cuenta directa o, por ejemplo, el hecho de que el Banco de España no ofrezca contrapartida a los titulares de los valores en caso de que deseen venderlos antes del vencimiento. A pesar de ello, el saldo de deuda del Estado en cuentas directas se encuentra actualmente en torno a los 600.000 millones de pesetas.

Por otra parte, para incrementar la liquidez, se puso en marcha inicialmente para los bonos y obligaciones, y posteriormente para las letras, la posibilidad de negociar estos valores en la Bolsa. De este modo, el inversor siempre puede canalizar la venta de sus valores hacia el mercado bursátil, asegurándose de que el precio obtenido será un precio «oficial», resultado de la interacción de múltiples operaciones de compra y venta.

Asimismo, el Tesoro puso en marcha un teléfono de información gratuito en el que puede co-

nocerse, entre otras cosas, el resultado de las subastas.

Por último, las campañas de publicidad del Tesoro, en ocasiones, han incorporado información sobre rentabilidades de sus valores en las subastas, con objeto de que el inversor pueda calcular la comisión implícita que le está aplicando la entidad financiera.

Todas estas medidas han favorecido la participación de los inversores particulares en la demanda de deuda, incrementando la estabilidad en la financiación del Tesoro. Además, el estímulo de los demandantes residentes, tanto particulares como institucionales, ha ido restando peso al segmento no residente, reduciendo así la vulnerabilidad de nuestro mercado.

IV. CUARTA ETAPA: DESDE JUNIO DE 1994 HASTA LA ACTUALIDAD

La última etapa en la historia de la deuda se inicia en junio de 1994, con la aprobación de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España, en la que queda establecida la prohibición del recurso del Estado al crédito del Banco de España, prohibición que se extiende a la adquisición por el Banco de España de deuda pública en el momento de la emisión.

Queda, pues, consagrado en esta ley el principio de financiación ortodoxa del déficit público, que en la práctica, con escasas excepciones, venía practicando el Tesoro durante el último año.

Para hacer frente a la nueva situación durante el año 1993, el Tesoro, aprovechando la favorable evolución de los mercados financieros llevó a cabo emisiones de deuda por cuantía muy superior a las necesidades de endeuda-

miento con el fin de crear un «colchón» de liquidez en el Banco de España. Además, se contrataron dos líneas de crédito multidivisa por importes respectivos de 5.000 y 6.000 millones de ecus —aproximadamente 1,8 billones de pesetas—, de los que se puede disponer en un plazo muy corto de tiempo: entre 24 y 48 horas.

Para complementar las líneas de crédito en divisas, en mayo de 1995 se publicó una Orden Ministerial que permitía al Tesoro contratar con entidades financieras líneas de crédito en pesetas movilizables mediante letras del Tesoro emitidas a plazos tan cortos como el de la disposición de los fondos. Hasta el momento, sin embargo, no se ha hecho uso de esa autorización.

Otra consecuencia de la prohibición de acceso al crédito del Banco de España ha sido la relevancia adquirida por el perfil de vencimientos de la deuda. La política de agregación de emisiones llevada a cabo desde mitad de los años ochenta, consistente en subastar en meses consecutivos (tramos) la misma referencia de bonos u obligaciones hasta que la emisión alcance un tamaño suficiente como para garantizar su liquidez tiene el inconveniente de concentrar las amortizaciones, especialmente a medida que la internacionalización del mercado ha exigido que este tamaño mínimo sea cada vez más grande; actualmente, es de un billón de pesetas.

Con objeto de aplanar el perfil de vencimientos, el Tesoro ha llevado a cabo una política de canjes de deuda y, más recientemente, de recompras de valores en el mercado secundario.

Por lo que se refiere a los canjes de deuda, se seleccionaba un conjunto de bonos con escasa vida residual y se convocaba una

subasta en la que los inversores podían vender sus valores al Tesoro a cambio de bonos de nueva emisión. El procedimiento de canje ha sufrido modificaciones a lo largo del tiempo. Así, en los primeros canjes, celebrados en 1990, el Tesoro determinaba de antemano las condiciones del canje (los precios a los que estaba dispuesto a comprar los bonos antiguos y a emitir los nuevos). Posteriormente, en el año 1992 se decidió que la determinación de las condiciones del canje fuera el resultado de una subasta, a la que sólo podían acudir los «creadores de mercado». Este nuevo sistema se utilizó hasta el año 1995, en el que se introdujo una nueva modificación consistente en abrir la subasta a todos los inversores. En general, las cantidades canjeadas nunca han sido muy cuantiosas, lo que llevó al Tesoro a replantearse otro mecanismo para retirar del mercado bonos con poca liquidez o escasa vida residual: las recompras de deuda en el mercado secundario. Este procedimiento, utilizado en varias ocasiones a finales de 1995 y principios de 1996, consiste en la compra directa de valores realizada por el Banco de España por cuenta del Tesoro. Las operaciones se realizan bien a través del mercado ciego o en operaciones bilaterales, pidiendo cotización a

los creadores del mercado. El resultado, en términos de cantidades recompradas y precios ha sido mucho más favorable que el de los canjes. Así, por ejemplo, mientras en los canjes realizados entre 1993, 1994 y 1995 se amortizó un importe nominal total de 192.885 millones de pesetas, en las recompras realizadas entre julio de 1995 y enero de 1996 se amortizaron 412.000 millones (cuadro n.º 4).

Durante esta etapa, además, se produce otro cambio de gran importancia en la política de financiación del Tesoro: el anuncio de objetivos de colocación antes de las subastas de deuda a medio y largo plazo. En consecuencia, el Tesoro perdía la «flexibilidad» que había tenido en el pasado a la hora de determinar el importe a emitir.

En efecto, con el fin de hacer más transparente su política de financiación, el Tesoro había decidido en el pasado hacer público al principio de cada año un calendario de subastas de todos sus instrumentos en pesetas. La pérdida de flexibilidad que tal decisión comportaba —de hecho es el argumento de más peso esgrimido por el Tesoro alemán y el británico cuando tratan de explicar por qué no establecen calendarios anuales— se compensaba,

CUADRO N.º 4

IMPORTES NOMINALES AMORTIZADOS MEDIANTE CANJES Y RECOMPRAS

AÑO	IMPORTES NOMINALES AMORTIZADOS MEDIANTE CANJES (millones pesetas)	IMPORTES NOMINALES AMORTIZADOS MEDIANTE RECOMPRAS (millones pesetas)
1993.....	123.342,0	—
1994.....	—	—
1995.....	69.543,6	320.000
1996.....	—	92.000
	192.885,6	412.000

CUADRO N.º 5

DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACIÓN (*)
(En miles de millones)

AÑO	DEUDA EN PESETAS					ASUMIDA	DEUDA EN DIVISAS (**)	BANCO DE ESPAÑA (Prestamos)	TOTAL BRUTO 1	BANCO DE ESPAÑA (cta. cte.) 2	TOTAL NETO 1 + 2
	A CORTO PLAZO		A LARGO PLAZO								
	Letras	Resto	Bonos	Obligaciones	Resto						
1976	—	1,0	—	—	560,2	32,6	71,8	12,2	677,9	67,5	745,4
1977	—	0,4	—	—	670,1	30,9	202,8	8,3	912,6	129,6	1.042,2
1978	—	89,9	—	—	828,9	29,2	145,0	7,3	1.100,4	182,1	1.282,5
1979	—	118,0	—	—	1.069,2	27,5	138,6	5,0	1.358,3	316,9	1.675,2
1980	—	170,0	—	—	1.270,4	87,9	142,0	3,7	1.674,0	643,2	2.317,2
1981	—	207,0	—	—	1.480,0	96,2	223,8	652,9	2.659,9	464,7	3.124,6
1982	—	100,5	81,6	—	1.638,9	233,2	387,5	1.123,9	3.565,6	1.036,6	4.602,2
1983	—	1.133,5	163,1	34,1	1.715,5	368,0	626,3	2.067,4	6.107,8	228,2	6.336,0
1984	—	3.173,5	208,7	175,6	2.246,7	341,9	793,2	2.448,9	9.388,6	-811,9	8.576,7
1985	—	4.309,1	316,6	362,0	2.315,4	612,2	833,9	2.912,9	11.662,1	-833,8	10.828,3
1986	—	5.245,8	1.729,9	774,4	2.264,6	525,7	511,3	3.549,8	14.601,5	-2.111,7	12.489,8
1987	2.211,1	4.749,6	2.093,5	774,4	2.086,8	494,6	474,4	683,4	13.567,8	448,6	14.016,4
1988	3.286,7	4.590,3	3.132,3	740,4	477,5	523,5	460,2	714,5	13.925,4	202,8	14.128,2
1989	4.742,1	4.214,5	3.483,8	667,1	367,7	391,8	444,1	902,1	15.213,1	254,0	15.467,1
1990	6.453,6	3.418,9	4.149,7	649,5	286,4	412,3	635,5	2.019,8	18.025,7	-993,5	17.032,2
1991	6.870,8	2.424,4	5.777,3	1.090,0	407,5	425,9	868,7	1.979,8	19.844,4	-944,9	18.899,5
1992	8.846,2	689,6	5.829,1	2.186,8	1.019,0	432,8	1.575,0	1.948,6	22.527,0	-1.027,9	21.499,1
1993	9.699,7	—	9.764,1	4.567,1	967,8	467,7	2.423,1	1.917,2	29.806,8	-3.201,0	26.605,8
1994	10.989,3	—	10.060,7	5.667,4	1.108,4	543,7	2.862,1	1.877,9	33.109,7	-1.843,2	31.266,5
1995	10.710,4	—	11.286,6	8.118,3	1.050,4	808,7	3.223,1	1.838,6	37.036,1	-1.560,6	35.475,5
1996 (a 31.10)	11.460,4	—	12.591,2	9.623,1	988,3	1.058,4	3.368,9	1.838,6	40.928,9	-2.626,6	38.302,3

(*) Deuda viva a fin de cada período. Las deudas emitidas al descuento se incluyen por el importe efectivo.

(**) Propia y asumida.

CUADRO N.º 6

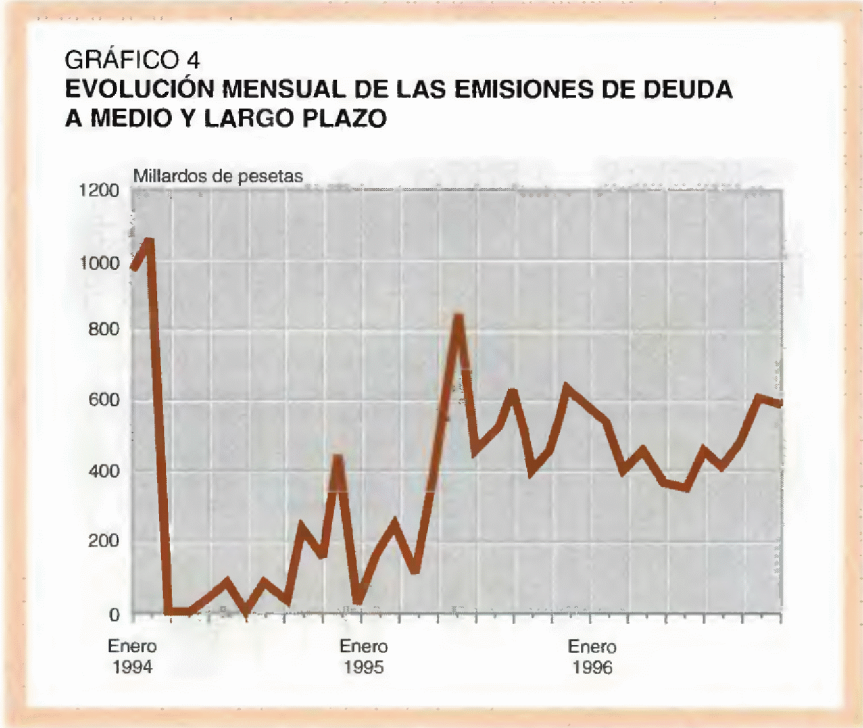
DEUDA NEGOCIABLE DEL ESTADO POR CATEGORÍAS DE TENEDORES (*)
(25-11-1996) (Nominal en miles de millones)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Banco de España.....	11	740	38	354	677	342	973	751	1.015	875	1.597	4.155	3.706	4.381
Bancos.....	77	79	1.821	1.478	1.788	1.616	1.472	1.489	1.333	885	740	693	998	149
Cajas.....	43	121	1.185	1.308	1.775	2.157	2.293	1.574	1.630	987	567	850	1.141	530
Otras entidades financieras.....	136	192	410	482	585	856	1.253	1.473	1.827	4.190	6.406	9.606	11.492	13.211
Particulares.....	320	711	862	2.388	3.844	5.847	6.509	8.488	9.489	8.101	7.401	5.539	6.642	9.382
No residentes.....	3	3	3	4	4	107	222	433	624	2.187	1.841	4.225	3.474	3.500
TOTAL.....	590	1.846	4.319	6.014	8.673	10.925	12.722	14.208	15.918	17.225	18.552	25.068	27.453	31.153

(*) Cartera a vencimiento - cesiones temporales + adquisiciones temporales. No incluye la deuda asumida y se han efectuado estimaciones en la asignación de saldos de terceros.

sin embargo, con la posibilidad que siempre tenía el Tesoro de dejar una subasta desierta si las condiciones del mercado eran muy desfavorables. El problema, sin embargo, era la gran variabilidad a la que se encontraba sometida la evolución anual de las cantidades emitidas. Así, por ejemplo, podía suceder que en una subasta se colocara un billón de pesetas entre los cuatro instrumentos a medio y largo plazo (enero de 1994) y las siguientes fueran declaradas desiertas (febrero y marzo de 1994) o se emitiera una cantidad simbólica (37.000 millones de pesetas, en abril de 1994).

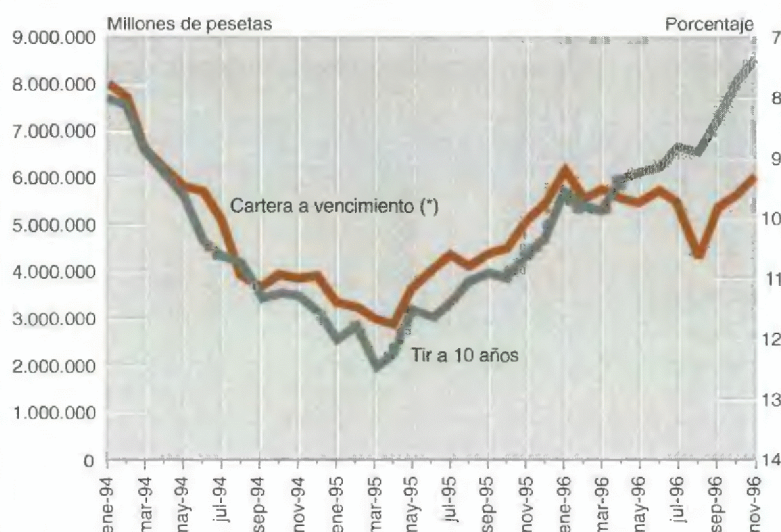
Evidentemente, en la medida en que el Tesoro no podía apelar al crédito del Banco de España, ni tan siquiera con carácter intradía, debían introducirse mecanismos que garantizaran una cierta estabilidad en las emisiones. Observando la situación de países como Francia —donde el Tesoro anuncia al principio del año no sólo el calendario de subastas, sino también la cantidad que de cada instrumento desea emitir—, se veía que el anuncio de objetivos de emisión antes de las subastas iba acompañado de una gran estabilidad en los volúmenes emitidos cada mes. El nuevo sistema se implantó en junio de 1985, y consiste en el anuncio, el día anterior a la subasta, de las cantidades que el Tesoro espera emitir de sus instrumentos a medio y largo plazo. Estas cantidades se refieren conjuntamente a los dos instrumentos que se emiten el mismo día, es decir, a los bonos a tres años y las obligaciones a diez años, por un lado, y a los bonos a cinco años y las obligaciones a quince, por otro. Además, el Tesoro también indica la cantidad máxima que emitirá de estos instrumentos. Para determinar el objetivo de emisión, el Tesoro se reúne con los «creadores de mercado» el lunes anterior a las su-



bastas y escucha sus previsiones de obligaciones a diez años y obligaciones a quince años. Estas previsiones incluyen no sólo la

cantidad que esperan que el mercado demande a tipos de interés «de mercado», sino, además, la cantidad que como máximo

GRÁFICO 5
CARTERA DE DEUDA DE NO RESIDENTES Y TIR A 10 AÑOS



Correlación 94-95: -0,976

Correlación 96: -0,048

(*) Cartera registrada más cesiones temporales menos adquisiciones temporales.

crean que el Tesoro debiera emitir de cada instrumento.

El anuncio de objetivos de colocación ha incrementado considerablemente la transparencia del mercado primario de deuda, en especial desde el punto de vista de los inversores no residentes. Además, aunque no de forma explícita, el Tesoro ha asumido el

compromiso de mantener un adecuado grado de liquidez en los valores considerados «referencia» por el mercado: las obligaciones a diez años. Esto significa emitir unos volúmenes mínimos en cada subasta no inferiores a unos 50.000 millones de pesetas, lo que también ha sido valorado muy positivamente por los inversores institucionales. Los resultados

han sido claramente favorables para la política de financiación del Tesoro, al reducirse considerablemente la volatilidad en la cuantía de las emisiones, como puede apreciarse en el gráfico 4. Además, este nuevo elemento de «autodisciplina» en la financiación va a ser de gran utilidad en el nuevo entorno en que habrá de desenvolverse la deuda pública a partir de la introducción del euro: la menor competitividad de nuestro mercado con respecto a mercados tan líquidos como el alemán habrá de ser compensada mediante la existencia de un mercado primario estable y predecible, y un funcionamiento ágil y eficaz del mercado secundario.

NOTAS

(1) Hasta ese momento, sólo las entidades de depósito estaban sujetas al coeficiente de caja. Tras la reforma, quedaron también sujetos otros intermediarios financieros no bancarios, tales como las sociedades medianoras del mercado de dinero, las sociedades de crédito hipotecario, las entidades de financiación e, incluso, las juntas sindicales de las bolsas de comercio.

(2) Aunque existían los fondos y sociedades de inversión desde los años sesenta, las crisis de Bolsa de los años 1970 y 1974 habían prácticamente acabado con estas instituciones.

(3) Las Letras a tres meses se emitieron por vez primera en el año 1991; sin embargo, con anterioridad a esa fecha, el mercado ya disponía de este instrumento de forma indirecta: cuando el Tesoro encontraba dificultades para financiarse, colocaba al Banco de España letras a un año que a continuación éste cedía en *repo* a tres meses a las entidades financieras.

Resumen

Las diferentes etapas en la historia de la deuda pública son el resultado de la evolución en la política de financiación del Estado desde una utilización masiva del recurso al crédito del Banco de España hacia una utilización de los mecanismos de mercado como única vía para captar los recursos financieros necesarios. Aunque en un primer momento este cambio de orientación vino impuesto por la necesidad de eliminar las distorsiones que la financiación monetaria provocaba en la economía y, en particular, en el sistema financiero, las sucesivas reformas introducidas a lo largo de los años fueron también una consecuencia más de la integración de España en las Comunidades Europeas y de nuestra moneda en el SME, y la subsiguiente internacionalización del mercado de deuda pública.

Palabras clave: deuda pública, financiación del Estado, bonos, obligaciones, letras del Tesoro.

Abstract

The different stages in the history of public debt respond to the gradual movement of the state financing policy, from the massive use of credit given by the Bank of Spain to the use of the market mechanisms as the only way to attract the required financial resources. Although this change in direction was at first due to the need to offset distortions caused by monetary financing on the economy, and especially on the financing system, the reforms which followed, were yet another effect of Spain's integration in the European Community and the integration of our currency to the EMS, with the subsequent internalization of the national bonds' market.

Key words: public debt, state financing, bonds, treasure bills.

JEL classification: H63.