

LA ACTIVIDAD FINANCIERA DE
LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS*

Olga González Calvo

José A. Trujillo

Documento 88/01

FEDEA Enero 1988

* Informe preparado para el Instituto de Estudios
Fiscales. Colaboró en el trabajo, José R. Morso.

CONTENIDO

1.-	INTRODUCCION. -----	3
2.-	SECTOR PUBLICO Y ADMINISTRACION PUBLICA.-	7
3.-	PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO. -----	10
4.-	RELACIONES CON LA CEE. -----	20
5.-	LA CUENTA DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS.-	25
6.-	LAS CUENTAS FINANCIERAS.-----	30
7.-	EL ENDEUDAMIENTO NETO DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS. -----	53
8.-	LA CONSOLIDACION FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y EL BANCO DE ESPAÑA.-	56
9.-	CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS DE DEUDA PUBLICA. -----	73
10.-	EL MERCADO DE DEUDA ANOTADA. -----	94
11.-	LA FINANCIACION DEL DEFICIT Y LA RELACION ENTRE POLITICAS. -----	106

APENDICE : AGREGACION DE CUENTAS

1.- INTRODUCCION

El objeto de estas notas es aproximar al lector a la problemática de la actividad financiera de las Administraciones Públicas. Para ello se utiliza como elemento central las cuentas financieras que anualmente publica el Banco de España. Estos son puerta de entrada o referencia fundamental para casi cualquier trabajo relacionado con la actividad financiera pública y privada.

Comenzamos con una delimitación de lo que se entiende por sector público y Administraciones Públicas. El primero contiene a los segundos, pero además incluye a toda una serie de organismos y empresas de carácter público. En numerosas ocasiones, interpretaciones poco cuidadosas confunden ambos conceptos, atribuyendo, por ejemplo, el déficit de las Administraciones Públicas al sector público.

A continuación se examinan brevemente la estructura de los ingresos y gastos de carácter no financiero de los distintos componentes de la Administración. Para ello se utiliza los Presupuestos Generales del Estado para 1988. El objeto de esta parte es doble. Por un lado familiarizar al lector con la terminología presupuestaria que organiza ingresos y gastos en capítulos. Por otro lado, resaltar la estructura de ingresos y gastos del sector y, especialmente, las transferencias intrasectoriales de recursos.

En el apartado 4 se mencionan las relaciones presupuestarias con la Comunidad Económica.

El apartado 5 recoge las cuentas de renta y capital de las Administraciones Públicas. La información que recogen estas cuentas no es otra que la recogida en los siete primeros capítulos presupuestarios, es decir, los no financieros; aunque en este caso se estructura de manera distinta. El resultado neto de los ingresos y gastos incluidos es el mismo: la necesidad o capacidad de financiación, presupuestada o efectiva según el caso, del ente público considerando. Aquí, una vez más, se podrán apreciar las causas de los desequilibrios de recursos de las distintas administraciones.

En el apartado 6 se estudian las cuentas financieras. Examinamos los flujos y los balances financieros. La necesidad de recursos que supone el desequilibrio de las cuentas no financieras encuentra su contrapartida en las variaciones de activos y pasivos financieros, cuyo saldo neto permite equilibrar el presupuesto global de ingresos y gastos. El balance financiero no es sino la acumulación de saldos activos y pasivos.

Familiarizarse con las cuentas financieras es una tarea tediosa y difícil, si se pretende comprender el contenido exacto de todas y cada una de las partidas recogidas. El Banco de España es a veces parco en la explicación de los supuestos contables que están detrás de cada partida, por ello el lector interesado deberá consultar los anuarios estadísticos del Banco para detectar los cambios habidos en años sucesivos.

Las cuentas financieras nos permiten conocer el volumen y composición del endeudamiento. Podemos, asimismo, construir una medida de endeudamiento neto, saldando partidas activas y pasivas y excluyendo algunos activos de carácter ficticio.

Sin embargo, no es posible comprender los problemas financieros de las Administraciones Públicas si no examinamos conjuntamente las cuentas del Banco de España. El Banco suministra financiación al Tesoro y, hasta hace pocos años, ha emitido activos, cuya emisión correspondía al Tesoro, en una práctica ortodoxa. Todavía en la actualidad, una parte importante de la financiación del déficit público se realiza a través del Banco, mediante la imposición de coeficientes obligatorios a las instituciones financieras.

En términos netos, sin embargo, mostramos como el endeudamiento consolidado de la Administración y el Banco no difiere mucho del de aquella tomada aisladamente. La razón es que el Banco es en definitiva, básicamente, un agente intermediador, presentando un pequeño desequilibrio financiero.

El endeudamiento neto nos permite conocer una medida de déficit público más interesante que la que se deriva de la necesidad de financiación. Las variaciones entre períodos, una vez excluidas las partidas ficticias, suministran una medida más fiable de la apelación neta a los recursos ajenos.

En el apartado 9 nos centramos en la financiación mediante títulos de deuda. Exponemos las diferencias de cada tipo, haciendo referencia a sus características fiscales y financieras. Posteriormente, en el apartado 12, hacemos una breve referencia al mercado de anotaciones en cuenta, pues se perfila como eje central de los futuros mercados de renta fija.

Finalmente, en el apartado 11, se muestra la relación existente entre las políticas macroeconómicas, utilizando como punto de referencia el déficit público. La política de control monetario, la política fiscal, entendida como tamaño del déficit, la política de gestión de la deuda y la política de tipo de cambio, aparecen relacionadas.

2. SECTOR PUBLICO Y ADMINISTRACIONES PUBLICAS

El sector público está compuesto por las Administraciones Públicas y por las empresas y entes de carácter público.

Las Administraciones Públicas están constituidas por las siguientes unidades económicas.

- 1.- La Administración Central; integrada por el Estado y los Organismos Autónomos Administrativos, dependientes de los distintos Ministerios.
- 2.- Las Administraciones Territoriales, integradas por las administraciones autonómicas y los ayuntamientos y diputaciones.
- 3.- La Administración de la Seguridad Social, que incluye la central y la autonómica.

Por su parte, las empresas y entes públicos pueden clasificarse en:

- 4.- Organismos autónomos comerciales, industriales y financieros dependientes del Presupuesto. Incluyen una gran variedad de entes: INI (holding), ICO, SENPA, FORPPA. CAJA POSTAL, Patronatos de casas de funcionarios, etc¹.

¹ Puede encontrarse una relación de organismos autónomos administrativos y comerciales en la liquidación del Presupuesto que anualmente publica

- 5.- Sociedades de carácter estatal. Entre estas se incluyen RENFE, FEVE y RTVE.
- 6.- Empresas públicas y semipúblicas no financieras con estructura jurídica de sociedad mercantil².
- 7.- Empresas públicas de carácter financiero. Entre estas se encuentran el Banco de España, los Bancos que componen el Crédito Oficial y el Banco Exterior.

En definitiva, es muy distinto el concepto de Administración Pública del de sector Público. El segundo integra junto con el primero a toda una serie de unidades económicas de carácter público o semipúblico, que en la clasificación de la contabilidad nacional y cuentas financieras quedan integradas en los sectores financiero o empresarial, dado que no distinguen por la titularidad pública o privada de las empresas³.

Lo anterior es importante desde el punto de vista del alcance de algunas nociones, por ejemplo la de déficit público, que se refiere al de la Administración Pública, o una parte de ella, y nunca al conjunto del sector público. Más adelante comprobaremos que este hecho tiene cierta importancia.

la Intervención General de la Administración del Estado.

²Una relación de estas empresas puede encontrarse en "El sector público empresarial no financiero". Intervención Gral. de la Admón. del Estado. Ministerio de Economía y Hacienda. 1984. También incluye la relación de sociedades estatales.

³Ver Informe Anual del Banco de España 1986, Apéndice estadístico Pg. 16-18.

CUADRO 1

SECTOR PUBLICO Y ADMINISTRACION PUBLICA

SECTOR PUBLICO	ADMINISTRACION PUBLICA	SEGURIDAD SOCIAL	CENTRAL
			AUTONOMICA
		ADMN. TERRITORIAL	ADMONES. AUTONOMICAS
			ADMONES. LOCALES
		ADMN. CENTRAL	ESTADO
			ORG. AUT. ADMIVOS.
	EMPRESAS Y ENTES PUBLICOS		ORG. AUT. COM. IND. Y FIN
			SOCIEDADES ESTATALES
			EMPRESAS PUBLICAS NO FIN.
			ENTIDADES FINANC. PUBLICAS

3. PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO

Es competencia del Gobierno del Estado la realización y presentación a las Cortes de los Presupuestos Generales del Estado. Estos incluyen el Presupuesto del Estado, los Presupuestos de los Organismos Autónomos Administrativos, los Presupuestos de los Organismos Autónomos Comerciales Industriales y Financieros, y el Presupuesto de la Seguridad Social. También se incluyen los presupuestos de algunas sociedades estatales que reciben subvenciones de explotación, RTVE, RNE Y RCE, Consejo de Seguridad Nacional, Consejo de Administración del Patrimonio Nacional e Instituto Nacional de Fomento a la Exportación.

El carácter de unos presupuestos u otros es muy distinto. Los del Estado y sus Organismos Autónomos Administrativos tienen carácter limitativo para el gasto, mientras que para el resto de entes tienen un carácter estimativo.

En los Cuadros 1 a 3 ofrecemos un resumen del presupuesto no financiero de los componentes de la Administración Central. Ingresos y gastos se encuentran agrupados en capítulos según la terminología presupuestaria. De su examen se desprende cual es, a grandes rasgos, la estructura del presupuesto de cada uno de los entes y, especialmente, la importancia de las transferencias de recursos internos y externos al sector.

El Presupuesto del Estado es el eje central de la presupuestación pública, pues aparte del papel que directamente juegan sus propias unidades de gasto —fundamentalmente los distintos Ministe-

rios- realiza un importantísimo volumen de transferencias al resto de entes públicos y a otros de carácter privado.

El Cuadro 2 está construido con las cifras de los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio de 1988. Se puede comprobar como es la estructura de gastos e ingresos no financieros del Estado, presupuestados para 1988. Para 1988 está presupuestado un desequilibrio no financiero del Estado de 1.331 miles de millones de ptas. Este déficit de recursos obligará al Estado a endeudarse por dicha cantidad con el resto de agentes internos y externos.

De las cifras del Cuadro se desprende el carácter intermediador del Estado. El 57,9 por cien de los gastos (lo que supone el 68,5 de los ingresos presupuestados) va a parar en forma de transferencias a otros entes. El 77 por cien de estas transferencias se dirige a entes públicos, dentro y fuera de la Administración; el resto se dirige al sector privado o al exterior.

En definitiva, el déficit presupuestado del Estado, que deberá financiarse con los instrumentos que más adelante examinaremos, es en buena medida una consecuencia de la política de transferencias.

Este déficit no coincide con el de la Administración Pública, pero sí constituye su parte fundamental. Excepto en el caso de los Entes Territoriales, el resto de organismos que componen las Administraciones Públicas (OAA y Seguridad Social) presentan presupuestos de operaciones no financieras prácticamente equilibrados.

CUADRO 2

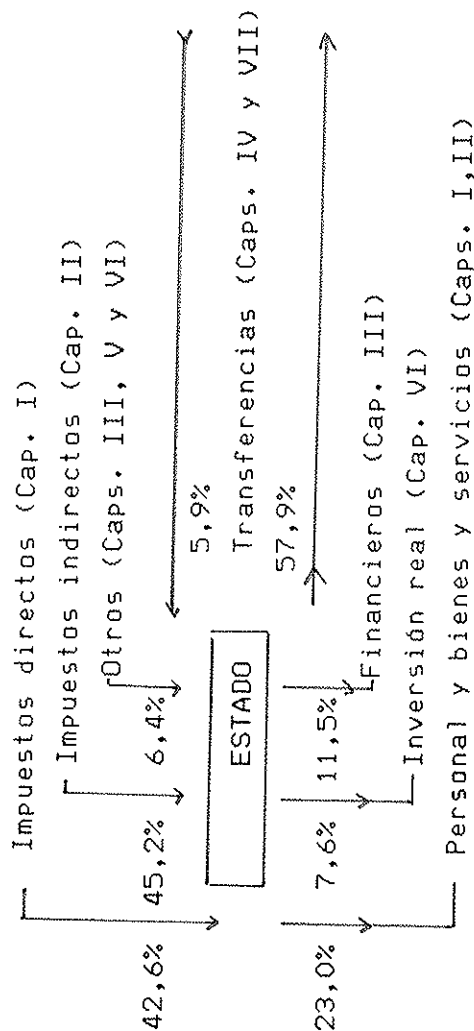
PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO

1988

ESTRUCTURA DE LAS TRANSFERENCIAS

DEL ESTADO

INGRESOS NO FINANCIEROS (7.296 m.m. de ptas.)



GASTOS (8.627 m.m. de ptas.)

DEFICIT PRESUPUESTARIO (1.331 m.m. de ptas.)

11.2	O.A.A.
3.5	O.A.C.
7.4	Soc. y emp. públicas
22.9	Seguridad Social
16.8	Comun. Autónomas
11.3	Corpor. locales
3.4	Empresas privadas
18.3	Familias e insitu-
5.2	ciones privadas
	Exterior
100.0	

Fuente: Mº de Economía y Hacienda

El Cuadro 3 resume la estructura del presupuesto no financiero de los Organismos Autónomos Administrativos. Estos organismos se nutren principalmente de transferencias del Estado y de impuestos directos. El Instituto Nacional de Empleo es especialmente importante pues absorbe el 83 por cien de las transferencias recibidas por el conjunto de las OAA y el 77 por cien de los impuestos (cotizaciones de desempleo y cuotas de Formación Profesional).

Como se comprueba en el Cuadro el desequilibrio, no financiero de las OAA presupuestado para 1988 sólo alcanza a 5 mil millones de pesetas. En consecuencia, en términos netos estos organismos desarrollarán una escasa actividad financiera, dadas su escasas necesidades de recursos.

El presupuesto de la Seguridad Social queda representado en el cuadro 4. Tampoco en este caso hay un desequilibrio de importancia en el saldo de operaciones no financieras. De hecho, para 1988 existe un superávit presupuestado de 11 mil millones de ptas. El desequilibrio existente entre los ingresos por cuotas y los gastos es cubierto mediante transferencias del Estado, partida esta que crece de año en año.

En definitiva, como decíamos más arriba, debido a la presupuestación de transferencias, el desequilibrio del saldo de operaciones no financieras del Estado, coincide prácticamente con el del ente consolidado Administración Central (Estado y OAA) y Seguridad Social.

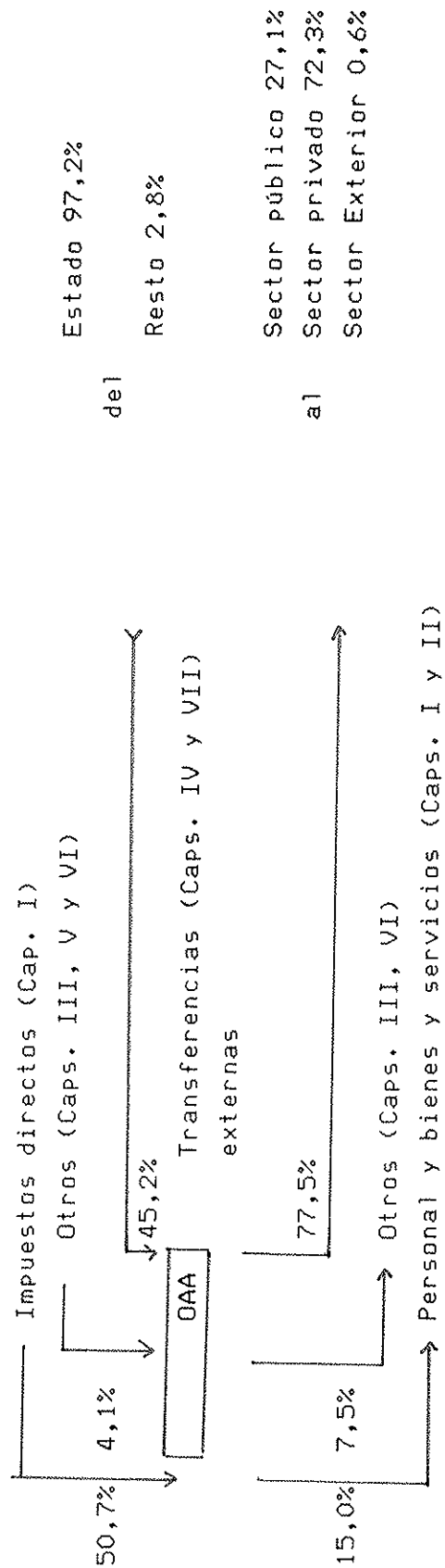
El caso de los organismos Autónomos dependientes del Presupuesto, de carácter comercial,

CUADRO 3

PRESUPUESTO DE LOS ORGANISMOS AUTONOMOS ADMINISTRATIVOS

1988

INGRESOS NO FINANCIEROS (1.361 m.m. de ptas.)



GASTOS (1.366 m.m. de ptas.)

DEFICIT PRESUPUESTADO (5.0 m.m. de ptas.)

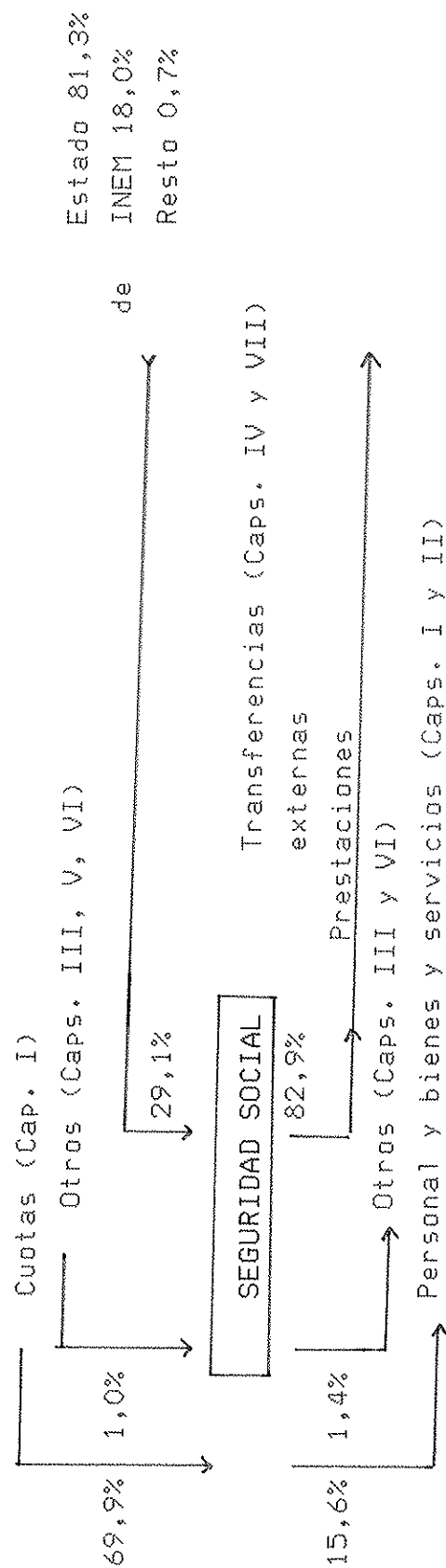
Fuente: Mg de Economía y Hacienda

industrial y financiero es muy distinto. Como queda reflejado en el Cuadro 5, presentan un desequilibrio no financiero presupuestado notable: para 1988 165 m.m. de ptas., que equivale a un 12,5 por cien del déficit presupuestado para la Administración Pública, excluida la territorial. Dado que los Organismos Públicos no están integrados en el concepto de Administraciones Públicas, su déficit no aparece incluido en el de éstas que es el que habitualmente se utiliza como déficit público.

Esta exclusión merece ser comentada, pues condiciona el contenido de la definición más usual de déficit público. Los cambios en la presupuestación de transferencias del Estado a los citados organismos públicos, altera el déficit público contabilizado aunque quizá no la importancia económica de éste. Por ejemplo, supongamos que el Estado decide suprimir parte de las transferencias que otorga a un organismo público industrial como es el Instituto Nacional de Industria, pero éste decide mantener su política de gastos. En consecuencia, el INI deberá captar recursos financieros aumentando su endeudamiento, por ejemplo emitiendo pagarés. Como resultado del cambio presupuestario, el déficit público medido como desequilibrio de las Administraciones públicas habrá disminuido. Sin embargo, el cambio "real ocurrido quizá, no vaya más allá de una sustitución de pagarés del Tesoro por pagarés del INI.

Este tipo de situación ocurre igualmente con otros entes públicos —sociedades y empresas— que reciben importantes transferencias del Estado. Aunque jurídicamente no sea igual que la captación de recursos financieros la realice indirectamente el Estado o directamente el organismo público que

PRESUPUESTO DE LA SEGURIDAD SOCIAL

INGRESOS NO FINANCIEROS (4.833 m.m. de plas.)

SUPERAVIT NO FINANCIERO PRESUPUESTADO (11,0 m.m. de ptas.)

Fuente: Mq de Economía y Hacienda

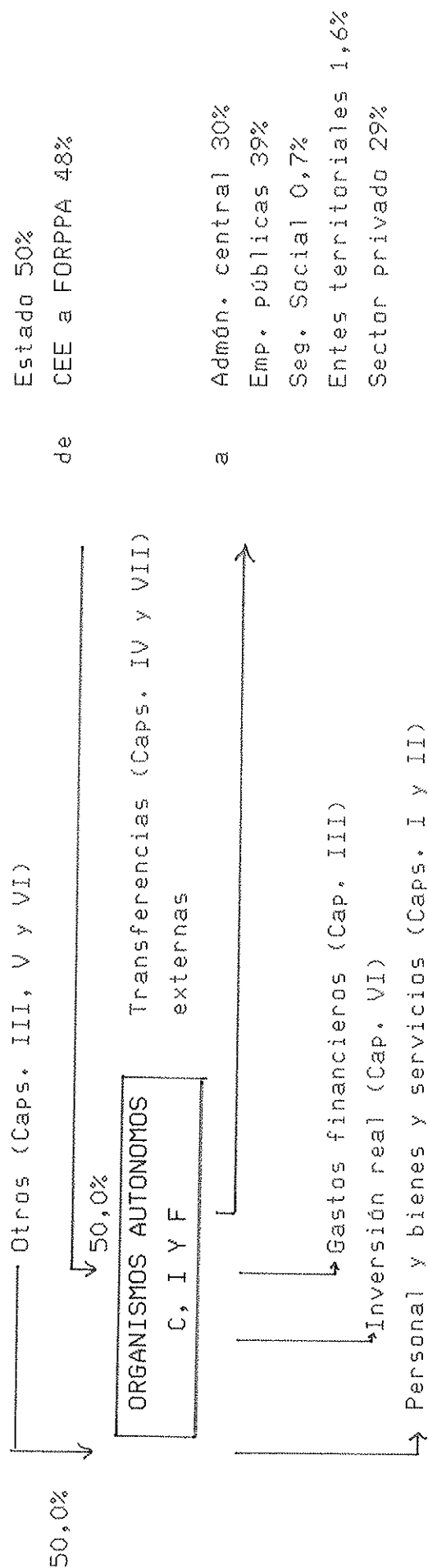
CUADRO 5

PRESUPUESTO DE LOS ORGANISMOS AUTONOMOS

COMERCIALES INDUSTRIALES Y FINANCIERAS

1988

INGRESOS NO FINANCIEROS (746 m.m. de ptas.)



GASTOS (911 m.m. de ptas.)

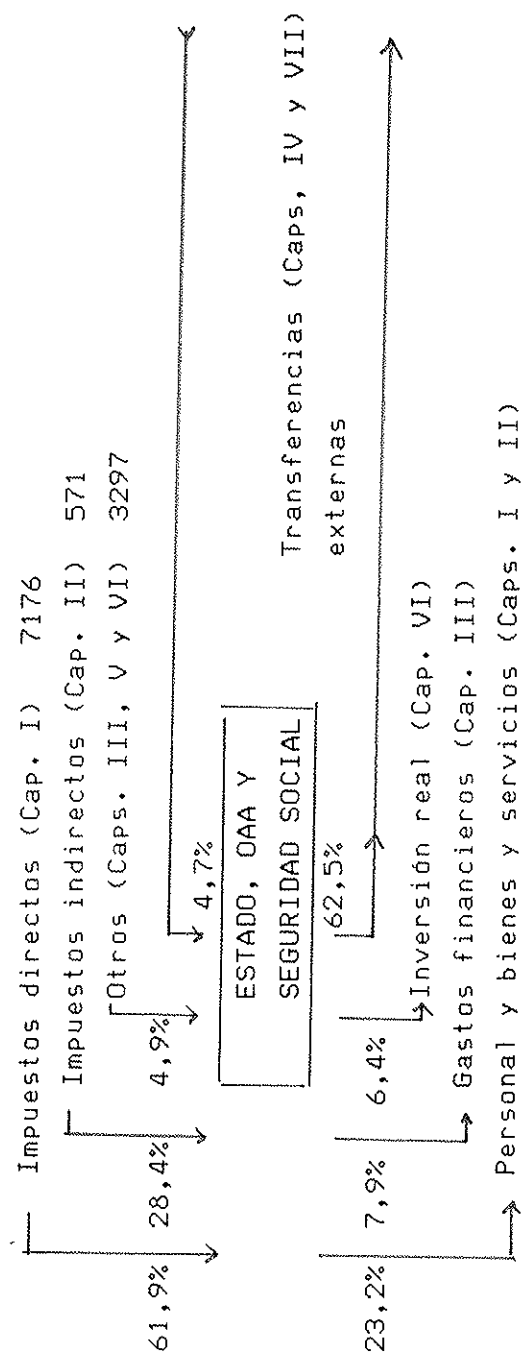
DEFICIT PRESUPUESTADO (165 m.m. de ptas.)

Fuente: Mº de Economía y Hacienda

CUADRO 6

PRESUPUESTO CONSOLIDADO DEL ESTADO
OAA Y SEGURIDAD SOCIAL

1988

INGRESOS NO FINANCIEROS (11.598 m.m. de ptas.)GASTOS (12.734 m.m. de ptas.)DEFICIT PRESUPUESTADO (1325 m.m. de ptas.)

Fuente: Mº de Economía y Hacienda

precisa los recursos, económicamente el resultado es muy similar. Sin embargo, como consecuencia de una noción de déficit público muy restrictiva, los cambios en presupuestación parecen tener efectos reales, cuando son puramente contables.

Finalmente, como resumen, en el Cuadro 6 se ofrece la estructura del presupuesto consolidado de la Administración Central y la Seguridad Social. El carácter intermediador de la Administración queda reflejado en el volumen de transferencias externas que realiza. Para 1988 se ha presupuestado realizar transferencias que suponen el 62.5 por cien de los Gastos lo que equivale casi el 70 por cien de los ingresos no financieros. Una parte importante de estas transferencias va a parar a entes de carácter público no pertenecientes a la Administración, pero la parte fundamental se dirige al sector privado, pues téngase en cuenta que dentro de las transferencias están incluidas las prestaciones sociales realizadas a través de la Seguridad Social.

4. LAS RELACIONES CON LA CEE

La integración de España en la Comunidad Económica Europea ha dado lugar al nacimiento de relaciones financieras entre ambos, materializadas en transferencias de fondos de nuestro país a la Comunidad y de la Comunidad a nuestro país².

A continuación se explica muy brevemente en que consisten ambos tipos de transferencias:

1.- De España a la Comunidad. Se basan principalmente en las aportaciones que España debe realizar al presupuesto Comunitario a fin de financiar sus gastos. Los orígenes de estas aportaciones son los siguientes:

- Recursos provenientes del Impuesto sobre el Valor Añadido.
- Recursos propios tradicionales:
 - . Derechos de Arancel común
 - . Exacciones reguladoras agrícolas
 - . Cotizaciones sobre el azúcar y la isoglucosa.

2.- De la Comunidad a España. Están constituidas por las distintas intervenciones que la Comunidad realiza en España con cargo al presupuesto de la Comunidad. Estas intervenciones se pueden clasificar de la siguiente manera:

²Fuente: "Actuación Económica y financiera de las AAPP 1986". Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Intervenciones en el marco de la política agrícola común, realizada a través del Fondo de Orientación y Garantía Agrícola FEOGA-Sección Garantía, financiadas totalmente por la Comunidad, destinadas a regular el mercado y sostener los precios agrícolas pesqueros.
- b. Intervenciones para la ejecución de proyectos de inversión en el marco del FEOGA, Fondo Social Europeo y el F.E.D.E.R (Fondo Europeo de Desarrollo Regional) financiadas tanto por la Comunidad como por España.

Estos flujos financieros se han integrado en España mediante un doble presupuesto. El presupuesto "A" o Presupuesto del Estado propiamente dicho con modificaciones en ingresos y gastos producidos por la adhesión, y el presupuesto "B" o Presupuesto de Acciones Conjuntas España - CEE, que registra la totalidad del gasto comunitario a realizar en nuestro país, así como su financiación: aportaciones de la CEE y Presupuesto del Estado³.

Los ingresos del Presupuesto de Acciones Conjuntas España - CEE de 1986 ascendieron a 102.4 miles de millones, que han sido aportadas en su totalidad por el Presupuesto Comunitario, ya que las transferencias de España para cofinanciar proyectos de inversión, ha sido realizada sólo en la fase de obligaciones reconocidas y por tanto no se ha ingresado durante 1986 en el Presupuesto de Acciones Conjuntas. Los pagos realizados fueron de 137.6 mil millones.

³En 1988 desaparece el "presupuesto B" y se opta por un único presupuesto.

PRESUPUESTO DE ACCIONES CONJUNTAS
(PRESUPUESTO B)

<u>G A S T O S</u>		<u>I N G R E S O S</u>			
<u>Pagos</u>	<u>Obligaciones</u>	<u>Ingresos</u>	<u>Derechos</u>		
<u>Realizados</u>	<u>Reconocidos</u>	<u>Realizados</u>	<u>Contraídos</u>		
1. FEOGA.	38.8	49.0	1. Ingresos procedentes de la CEE para la intervención de mercados agricultura y pesca.	37.9	37.9
2. FONDOS ESTRUCTURALES	98.9	124.1			
2.1 Fondo Social Europeo	38.2	38.7			
2.2 FEDER	60.0	85.4	2. FONDOS ESTRUCTURALES	64.5	116.4
			2.1 Ingresos procedentes de la CEE para la cofinanciación de proyectos en el mercado de fondos estructurales	64.5	64.5
			2.2 Ingresos procedentes del presupuesto del Estado "A" para cofinanciar proyectos de inversión con la CEE.	-----	51.9
			3. TOTAL INGRESOS DEL PRESUPUESTO DE ACCIONES COMUNITARIAS. (1+2)	102.4	154.3
			4. FINANCIACION APORTADA POR EL ESTADO		
			5. TOTAL FINANCIACION	35.2	18.8
				137.6	173.1

CUADRO 8

SALDO MONETARIO
ESPAÑA - CEE
a 31 de diciembre 86

Ingresos comunitarios Aportados por España	Gastos Comunitarios en España	
113.5		
1.- APORTACION POR RECURSOS PROPIOS		
• Recurso IVA	83.6	1. Intervenciones financiadas exclusivamente por el pre- supuesto comunitario (FEDER) 37.9
• Derecho de Arancel Exacciones Agrícolas Cotización del azúcar	29.9	
2.- MENOS	-2.8	2. Aportación Comunitaria con cargo a fondos estruc- turales (FSE y FEDER) 64.4
• Rembolso de la CEE por premio de	2.6	
• Compensación financiera a favor de España	0.2	
3. TOTAL	110.7	3. TOTAL 102.3

SALDO A FAVOR DE LA CEE = 8.4 MILES DE MILLONES¹

Fuente: Actuación Económica y Financiera de las AAPP 1986. Ministerio de Economía y Hacienda.

¹El balance de las aportaciones españolas al presupuesto comunitario y gastos comunitarios en España, queda a 31 de diciembre con un saldo a favor de la CEE de 8.4 miles de millones. Ahora bien, hay que tener en cuenta que la realización en cajade determinadas operaciones se produce en distinto ejercicio a aquel en que realmente se originaron, y por tanto esta cifra debe incorporar los ajustes por periodificación, lo que puede producir cambios considerables.

5. LA CUENTA DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS.

En los apartados anteriores nos hemos referido a los ingresos y gastos no financieros de los entes públicos, utilizando para ello la información estructurada en capítulos de acuerdo con la terminología de los Presupuestos Generales del Estado. Una alternativa para la presentación de los ingresos y gastos y su desequilibrio es la recogida en las Cuentas Nacionales.

En este apartado mostramos a modo de ejemplo la cuenta de renta, utilización de renta y capital del sector Administraciones Públicas del año 1986, último para el que existe información completa en el momento de redactar estas páginas⁴. El resultado de esta "cuenta" es la capacidad o necesidad de financiación del sector al que se aplica. En nuestro caso, al ser las AAPP, esta necesidad de financiación no es otra cosa que el déficit público también llamado de contabilidad nacional.

Al contrario que en los capítulos anteriores, en términos de las cuentas nacionales referidas al año 1986 si disponemos de datos de todas

⁴Para una correcta interpretación tanto de las cuentas nacionales como de las cuentas financieras es preciso consultar las notas que puntualmente aparecen en los informes anuales del Banco de España, lugar donde dichas cuentas son publicadas. Aunque los redactores de los informes procuran mencionar en cada edición determinadas peculiaridades contables es conveniente consultar los informes de los ejercicios precedentes en búsqueda de las advertencias e interpretaciones que allí aparezcan.

las Administraciones Públicas, lo cual nos permitirá ser algo más precisos en algunos conceptos. Utilizamos en la exposición que sigue el Cuadro 9.

El esquema de relaciones es el siguiente:

RECURSOS CORRIENTES - EMPLEOS CORRIENTES = RENTA BRUTA DISPONIBLE
 RENTA BRUTA DISPONIBLE - CONSUMO PUBLICO = AHORRO BRUTO
 AHORRO BRUTO + OTROS RECURSOS DE CAPITAL - FORMACION BRUTA DE
 CAPITAL = CAPACIDAD (+) O NECESIDAD DE FINANCIACION (-)

Los recursos corrientes están compuestos de las rentas de diverso tipo, los impuestos y las transferencias recibidas. Los impuestos, que incluyen cotizaciones a la Seguridad Social, supusieron el 89 por cien de los recursos corrientes del sector. Los impuestos son recaudados en su mayoría por el Estado, excepto las cotizaciones de la Seguridad Social, una parte importante de los indirectos que corresponde a las Administraciones territoriales y algunos de carácter directo también cedidos a este subsector.

En cuanto a las transferencias, existe un importante flujo intrasectorial al que ya hemos hecho referencia repetidamente, pero que en el Cuadro 9 se aprecia con mayor claridad. Se han separado aquellas transferencias internas de las que proceden del exterior del sector. Lógicamente, las transferencias recibidas por el sector no son importantes en relación al total de sus recursos corrientes (6,4%).

Los empleos corrientes se componen de rentas varias, que hemos agrupado bajo el epígrafe de intereses efectivos, y de transferencias, aunque estas aparecen desglosados en tres conceptos:

CUENTA DE RENTA, UTILIZACION DE RENTA Y CAPITAL

ADMINISTRACIONES PUBLICAS (1986) (m.m.)

	TOTAL	ESTADO	O.A.A.	SEG. SOCIAL	ADM. TERRIT.
A. RECURSOS CORRIENTES	11664,8	5246,0	745,3	5161,3	2508,4
1) Rentas Varias (1)	540,6	317,6	79,6	27,2	116,2
2) Impuestos Indirectos	3560,5	2418,5	3,8		1138,2
3) Impuestos Directos (2)	6816,1	2226,6	0,4	3765,0	824,1
4) Transf. Corrientes de otras AAPP		178,5	130,4	1368,1	319,1
5) Transf. Corrientes de otros Sectores (3)	747,6	104,8	531,1	1,0	110,8
B. EMPLEOS CORRIENTES	7345,1	3914,3	459,9	4214,8	752,3
1) Subv. de Explotacion	652,2	435,1	1,7	45,7	169,7
2) Intereses Efectivos	1318,7	1143,4	5,0	0,8	169,5
3) Prestaciones Soc.	4677,4	399,0	0,4	4168,3	109,7
4) Transf. Corrientes a otras AAPP		1809,2	134,3		52,7
5) Transf. Corrientes de otros Sectores (3)	696,8	127,6	318,5		250,7
C. RENTA BRUTA DISPONIBLE	4319,7	1331,7	285,4	946,5	1756,1
D. CONSUMO PUBLICO	4421,0	1835,0	254,3	923,0	1408,7
E. AHORRO BRUTO (C-D)	-101,3	-503,3	31,1	23,5	347,4
F. OTROS RECURSOS CAPITAL	-626,7	-875,5	78,6	-25,9	199,0
1) Transf. Netas	-699,3	-886,1	78,6	-25,9	134,0
2) Imp. sobre el Capital	72,6	7,6			65,0
G. FORMACION BRUTA DE CAPITAL (4)	1102,0	250,2	87,1	60,2	704,4
H. CAPACIDAD(+) O NECESIDAD DE FINANCIACION (E+F-G)	-1830,0	-1632,0	22,6	-62,6	-158,0

(1) Excedente Bruto de Explotacion, Intereses, Dividendos y otras Rentas

(2) Impuestos sobre la Renta y el Patrimonio y Cotizaciones Sociales Efectivas y Ficticias

(3) Incluye la Cooperacion Internacional Corriente

(4) Incluye la Aquisicion de Terrenos

ADMINISTRACIONES PUBLICAS

NECESIDAD(-) O CAPACIDAD(+) DE FINANCIACION

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ESTADO	-391,3	-491,6	-1136,1	-1075,5	-1394,2	-1658,7	-1632,0
O.O.A.A.	11,0	1,9	8,8	25,5	32,2	42,3	22,6
SEG. SOCIAL	-17,1	-156,6	153,8	26,6	-1,2	-114,6	-62,6
ADM. TERR.	-1,3	-18,3	-126,5	-43,7	-14,9	-142,9	-158,0
TOTAL	-398,7	-664,6	-1100,0	-1067,1	-1378,1	-1873,9	-1830,0
TOTAL/PIB	-2,6	-3,9	-5,6	-4,8	-5,5	-6,7	-5,7

subvenciones de explotación a empresas públicas y privadas, prestaciones sociales y transferencias corrientes propiamente dichas.

La partida de intereses contiene los originados por los distintos instrumentos de endeudamiento público, y entre ellos merecen especial comentario los correspondientes a los Pagarés del Tesoro. Como recoge el Banco de España en sus informes⁵, el Tesoro Público, emisor de los Pagarés, computa los intereses de este instrumento en el momento en que se hacen efectivos, es decir por el criterio de caja, que en el caso de los pagarés al ser instrumentos al descuento coincide con la fecha de amortización. Por el contrario, las instituciones financieras imputan los intereses por el criterio de devengo.

Puede interpretarse que el tenedor de un título emitido al descuento recibe los intereses de manera continua a medida que transcurre el tiempo entre la emisión y la amortización. A medida que dicho tiempo va transcurriendo el título va incrementando su valor hasta alcanzar el nominal, que es lo que el tenedor recibe en el momento de la amortización.

El cálculo de los intereses devengados en cada período se realiza atribuyendo de manera uniforme el total de intereses al plazo de amortización. La periodificación, de acuerdo con las normas dictadas por el Banco de España, se realiza con carácter mensual. Así, por ejemplo, un pagaré emitido a 18 meses el 1 de diciembre de 1986, por el criterio de caja sus intereses se anotarán

⁵ Informe Anual 1985 pag. 97 y Apéndice estadístico del Informe Anual 1986 pag. 15.

todos en 1988, mientras que por el de devengo se anotarán dividiéndolos en tres años, a razón de una, doce y cinco partes del total en 1986, 87, 88, respectivamente.

Por esta razón, en las cuentas no financieras no coincidirán los intereses de los Pagarés del Tesoro anotados en el Estado y en las instituciones financieras.

Finalmente, las definiciones de contabilidad nacional resaltan un concepto que en numerosas ocasiones se malinterpreta: el ahorro. Es preciso distinguir el concepto de ahorro bruto, definido como la renta no consumida, del concepto de ahorro financiero, definido como diferencia entre la variación de activos y pasivos financieros. Este último debería coincidir con la capacidad o necesidad de financiación, aunque en general este no será el caso por problemas contables y de fuentes estadísticas que más adelante tendremos ocasión de comentar.

Como puede comprobarse en el Cuadro, en 1986 la necesidad de financiación del sector está concentrada en el Estado. Las administraciones territoriales aportan una pequeña parte de dicho déficit. A través de los años la participación relativa de cada sector no es similar. Aunque el Estado sea sistemáticamente el mayor deficitario de recursos, entre otras razones por las transferencias que realiza dentro del sector, las otras administraciones varían por razones diversas la importancia de sus déficits o superávits. El porqué de la evolución de cada una de ellas se desprende de la evolución de sus respectivas cuentas de renta y capital que aquí no se ofrecen.

Conviene recordar una vez más el alcance del sector al que nos estamos refiriendo. Este no incluye los organismos autónomos dependientes del Presupuesto de carácter comercial, industrial y financiero, ni tampoco las sociedades y empresas públicas. Por tanto, no debe entenderse que lo que no es sector Administraciones Públicas es sector Privado.

Así, por ejemplo, en lo que sigue deberá tenerse siempre presente que a la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas debe añadirse la de todos los entes arriba citados, para así obtener una correcta medida de las necesidades financieras del sector público. Como hemos visto en el capítulo 2 éste no es un problema trivial, pues sólo los organismos comerciales industriales y financieros presentan un déficit presupuestado para 1988 que se acerca al 10 por cien del de las Administraciones Públicas.

6. LAS CUENTAS FINANCIERAS

LAS OPERACIONES Y EL BALANCE FINANCIERO DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

El Banco de España publica con carácter anual las cuentas de flujos y balances financieros de los distintos sectores y subsectores de la economía española. La agrupación de activos se realiza siguiendo criterios de la OCDE que permiten la realización de comparaciones internacionales.

Los flujos financieros representan diferencias entre posiciones de balance, que en el caso que nos ocupa se refieren a 31 de diciembre. Dada la longitud del intervalo, las cuentas de flujos financieros no recogen con precisión los flujos de activos de corto plazo. En otras palabras el movimiento de activos de corto plazo es mucho mayor que el que pueda desprenderse de las cuentas financieras.

La diferencia entre la variación de activos y la variación de pasivos se denomina ahorro financiero y debería coincidir con la capacidad/necesidad de financiación resultante de las cuentas no financieras. Sin embargo, en general, este no es el caso. Por un lado esta desigualdad es consecuencia de las distintas fuentes estadísticas para las cuentas financieras y no financieras, por otro es consecuencia de algunas peculiaridades contables, en concreto la referente a los Pagarés del Tesoro que más adelante comentaremos.

A continuación describimos pormenorizadamente las operaciones financieras de las Administraciones Públicas (AAPP) recogidas en las cuentas financieras. Para cada agrupación de operaciones mencionaremos las variaciones de activo y pasivo caso de que existan; mencionaremos por que subsector de las AAPP es efectuado y con que otro sector ocurre la operación financiera.

En primer lugar indicamos el contenido de las diferentes agrupaciones de activos y pasivos financieros. Seguidamente describiremos las operaciones de activo y su posición en balance, y a continuación trataremos de igual forma el pasivo.

Delimitación de operaciones financieras

Para hacer la información manejable y homogénea con otros países, el Banco de España ofrece una delimitación de las operaciones financieras acorde con las normas de la OCDE⁶. Los activos financieros de cualquier sector o grupo de sectores quedan agrupados en once tipos de operaciones que pasamos a explicar en sus líneas fundamentales.

1. Oro, DEG y posición neta en el FMI. Esta partida incluye los movimientos en los servicios de oro monetario, no para usos industriales, los movimientos de Derechos Especiales de Giro (DEG) con terceros países, no con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las variaciones en la posición de reserva del país en el Fondo y en la uti-

⁶Véase Informe Anual del Banco de España, 1986, Apéndice Estadístico, p. 18 ss. Véase también Cuentas Financieras de la Economía Española, Banco de España, enero 1984.

lización de los créditos concedidos por el mismo. Los DEG son un medio de pago emitido por el FMI, que los países miembros se comprometen a aceptar como medio de pago en transacciones internacionales, en sustitución del oro o las divisas.

2. Efectivo y otros depósitos transferibles en moneda extranjera. Contiene los medios de pago de carácter internacional, es decir, las divisas. Incluye los billetes extranjeros y los depósitos transferibles de residentes denominados en moneda extranjera. En nuestro país, las divisas están en poder del Banco de España, como reservas centrales, o bien en la "posición" en divisas que el Banco permite mantener al sistema bancario. Los billetes extranjeros, por las características particulares de su circulación y negociación, no se incluyen en la "posición" del sistema bancario. Este epígrafe constituye las reservas oficiales de divisas del país.

3. Efectivo y otros depósitos transferibles en pesetas. Contiene los medios de pago denominados en pesetas y, por tanto, la circulación fiduciaria (monedas y billetes) y los depósitos transferibles en pesetas mantenidos en instituciones financieras, cuyos titulares pueden ser residentes o no residentes, incluidas las propias instituciones financieras.

4. Otros depósitos. Esta partida incluye los depósitos que por su carácter de no transferibles mediante cheque, transferencia o documento análogo no se consideran medios de pago. Contiene operaciones interbancarias, es decir, entre instituciones financieras y, entre otros, los depósitos de no residentes, de ahorro, de plazo (ordinarios, certificados de depósitos, efectos de propia finan-

ciación, pagarés bancarios y ahorro vinculado), de ahorro del emigrante y los constituidos por residentes en moneda extranjera.

Esta rúbrica incluye las adquisiciones y cesiones temporales de activos financieros, sean entre instituciones financieras o entre estas y particulares. También incluye las operaciones de seguro de las Cajas de Ahorro y los seguros de prima única de las empresas de seguro.

5. Títulos del mercado monetario. Actualmente los activos financieros existentes que se consideran del mercado monetario son: los Pagarés y las Letras del Tesoro, emitidos por el Estado; los bonos bancarios de caja y tesorería, los títulos hipotecarios y los pagarés bancarios en serie, emitidos por las instituciones financieras, y las letras bursátiles y pagarés de empresas, emitidos por las empresas no financieras.

También se incluyen las participaciones en créditos en poder de empresas no financieras y las obligaciones subordinadas del sistema bancario.

Estos títulos están agrupados no por su plazo, sino por el grado de liquidez que demuestra su activa negociación secundaria en mercados organizados.

6. Títulos de renta fija negociable. Dado que los títulos monetarios son también de renta fija y negociables, en esta partida se incluye el resto de los existentes: las obligaciones del Crédito Oficial, obligaciones y Bonos del Estado, otras deudas públicas, y las obligaciones mercantiles de las empresas no financieras. No se incluyen los títulos de renta fija emitidos por residentes en

el exterior, que quedan incluidos en la partida 9. Si, por el contrario, los emitidos por el exterior y en poder de residentes.

7. Títulos de renta variable. Contiene las emisiones de acciones con aportación de fondos y otras participaciones sean de instituciones financieras o empresas, así como las del exterior en poder de residentes.

8. Títulos de renta fija no negociable. Básicamente contiene las cédulas para inversión que emite el Estado y suscriben las instituciones financieras a tipos inferiores al de mercado para cubrir coeficientes.

9. Créditos. Contiene las operaciones de crédito propiamente dicho excepto las ya incluidas más arriba. En particular las del Banco de España al sistema bancario y crédito oficial, los créditos de provisión del crédito oficial al sistema bancario, los créditos de instituciones financieras a residentes, dotaciones del Estado al crédito oficial, créditos e inversiones al y del exterior de y a sectores residentes y créditos entre sectores no financieros residentes. Incluye las emisiones de títulos en el exterior por unidades residentes.

10. Reservas técnicas de seguro. Son el pasivo fundamental de las empresas de seguro, y están compuestas por las siguientes reservas: las matemáticas, vinculadas a los seguros de vida y capitalización, para garantizar el pago de las indemnizaciones; las reservas de riesgos en curso, originadas por la diferencia entre la duración del contrato y la del ejercicio financiero, y la de siniestros, para indemnizaciones pendientes.

11. Otros. Rúbrica residual que incluye desfases contables, intereses contabilizados y no devengados, operaciones pendientes de pago o cobro. También incluye errores ocasionados por la multiplicidad de fuentes estadísticas para un mismo concepto.

A continuación comentamos la evolución en la última década de las partidas descritas, comenzando por las variaciones de activo.

VARIACIONES DE ACTIVO DE LAS AAPP (Cuadro 10)

- A.1 Oro, DEG y posición de reserva en el FMI:
Dado que nos estamos refiriendo a las AAPP esta partida se limita a la variación de las reservas de oro de las que es titular el Estado y que están depositadas en el Banco de España.
- A.2. No se incluye pues las AAPP carecen de efectivo o depósitos en moneda extranjera.
- A.3 Efectivo y otros depósitos transferibles en pesetas. Esta partida es el resultado de las variaciones de los depósitos que las AAPP mantienen en las instituciones financieras incluido el Banco de España. La partida no es muy importante, y en 1986 sólo los Entes Territoriales presentan un incremento positivo de activo. Estas partidas representan los medios de pago utilizados por los distintos organismos de la Administración. Sin embargo, no debe entenderse que entre ellas figura la cuenta del Tesoro en el Banco de España, pues ésta se incluye, como cuenta de

CUADRO 10

ADMINISTRACIONES PUBLICAS

OPERACIONES FINANCIERAS CON OTROS SECTORES

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACION	-22,1	-56,5	196,6	-217,7	-398,7	-644,6	-1099,9	-1067,1	-1378,1	-1873,8	-1830,0
AHORRO FINANCIERO NETO (A-P)	-8,0	-124,4	-137,8	-376,6	-418,8	-758,1	-970,8	-1139,6	-1595,2	-2039,3	-1884,1
A. VARIACION NETA DE ACTIVOS	176,5	200,9	153,5	179,8	208,8	311,1	576,0	864,8	1037,6	669,5	403,8
A.1 ORO, DEG Y FMI									1,8	0,1	0,9
A.3 EFECTIVO Y DEPOSITOS	50,8	41,5	-15,0	6,2	10,2	49,5	117,2	187,5	103,3	89,6	24,8
1) ESTADO (En Sistema Bancario)					5,0	6,2	17,0	8,6	2,9	16,8	17,1
2) ORGANISMOS DE LA ADM. CENTRAL	4,7	30,2	-10,1	13,7	-4,1	5,9	17,7	31,9	27,7	-40,3	-14,3
a) Banco de España	5,2	19,1	-2,1	6,4	1,5	1,1	16,7	25,9	19,5	-50,8	-9,6
b) Instituciones Financieras	-0,5	11,1	-8,0	7,3	-5,6	4,8	1,0	6,0	8,2	10,5	-4,7
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL	23,5	-10,4	3,6	17,9	29,5	40,7	70,9	68,7	112,8	118,9	36,9
a) Banco de España						5,5	20,2	-9,1	6,0	4,3	-11,2
b) Crédito oficial	3,7	4,2	-2,0	-1,9	-0,3	-3,6	-2,5	0,6	-1,6	32,6	7,1
c) Instituciones Financieras	19,8	-14,6	5,6	16,0	29,2	38,8	48,2	77,2	108,4	82,2	41,0
4) SEGURIDAD SOCIAL	22,6	21,7	-8,5	-25,4	-20,2	-3,3	11,6	78,3	-40,1	-5,8	-14,9
a) Banco de España	2,0	3,3	1,5	7,9	-2,7		-4,3	83,9	-52,6	-14,2	8,2
b) Instituciones Financieras	20,6	18,4	-10,0	-33,3	-17,5	-3,3	7,3	-5,6	12,5	8,4	-23,1
A.4 OTROS DEPOSITOS			2,0	1,0	1,0	2,6	40,5	113,1	89,0	10,8	-17,6
1) ESTADO (En Sistema Bancario)						0,6	13,7	33,2	37,8	-9,7	-21,5
2) ORGANISMOS DE LA ADM. CENTRAL (En Sistema Bancario)							0,5	4,6	2,5	0,9	3,2
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL			2,0	1,0	1,0	2,0	4,9	25,8	19,9	-9,0	0,9
a) Crédito Oficial								6,3	13,1	-19,4	1,4
b) Instituciones Financieras			2,0	1,0	1,0	2,0	4,9	19,5	6,8	10,4	-0,5
4) SEGURIDAD SOCIAL EN:							21,4	49,5	28,8	28,6	-0,2
a) Crédito Oficial								3,7	9,9	-8,0	0,9
b) Instituciones Financieras							21,4	45,8	18,9	36,6	-1,1
A.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO	0,5	1,0	-0,1	-0,3	-1,0	-0,8	0,4	-0,2	-0,1	-0,5	0,1
A.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	-12,7	1,4	1,4	-0,3	1,5	-3,7	1,4	-1,8	1,0	-2,5	
A.7 TITULOS DE RENTA VARIABLE Y OTRAS PARTICIPACIONES	7,7	12,2	11,9	10,8	10,8	19,9	128,8	104,3	54,3	156,1	189,3
1) ESTADO	7,7	11,0	11,0	8,7	6,2	17,0	126,5	99,3	43,5	148,2	182,3
a) Crédito Oficial										0,3	
b) Instituciones Financieras	0,1	0,4			0,5	1,7	1,0	1,8	2,1	2,5	1,8
c) Familias y Empresas no Fin.	5,7	8,2	8,9	11,0	4,1	12,1	122,4	92,9	38,6	142,4	151,4
* Contrapartida de deuda asumida no regularizada							116,1	79,4	-8,3	113,1	127,6
d) Exterior	1,9	2,4	2,1	-2,3	1,6	3,2	3,1	4,6	2,8	3,0	29,1
2) RESTO		1,2	0,9	2,1	4,6	2,9	2,3	5,0	10,8	7,9	7,0
A.9 CREDITOS	119,3	149,5	152,6	163,1	183,0	235,3	275,3	309,2	715,7	195,0	116,9
1) ESTADO:	114,7	147,1	151,2	160,2	175,9	231,8	262,2	308,6	731,2	186,7	93,9
a) Crédito oficial:	115,2	146,8	150,1	159,8	174,6	229,5	259,9	282,9	263,6	165,7	39,2
b) Instituciones Financieras									14,1	16,7	61,4
c) Familias y Empresas no Fin.	-0,5	0,3	1,1	0,4	1,3	2,3	2,3	25,7	453,5	4,3	-6,7
* Rumasa									(440,0)		(-40)
2) ORGANISMOS DE LA ADM. CENTRAL	3,4	1,9	0,1	1,6	2,7	2,2	5,7	-1,5	-6,2	-4,0	12,4
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL	0,7	0,4	0,4	0,9	3,2	0,8	4,6	2,6	-7,1	7,7	19,2
4) SEGURIDAD SOCIAL	0,5	0,1	0,9	0,4	1,2	0,5	2,8	-0,5	-2,2	4,6	-8,6
A.11 OTROS (ESTADO)	10,9	-4,7	0,7	-0,7	3,3	8,3	12,4	152,7	72,6	220,9	89,4

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
P. VARIACION NETA DE PASIVOS	184,5	325,3	291,3	556,4	627,6	1069,2	1546,8	2004,4	2632,8	2708,8	2287,9
P.3 EFECTIVO Y DEP. TRANSF.	0,4	3,6	5,7	8,1	6,5	8,9	15,8	30,9	17,8	14,8	9,8
P.4 OTROS DEPOSITOS	8,9	-7,4	-1,7	1,4	1,4	2,2	-0,2	5,3	-2,7	2,3	1,3
P.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO						30,0	85,0	1195,0	2363,9	1426,4	862,5
1) ESTADO:						30,0	85,0	1195,0	2363,9	1426,4	862,5
a) Banco de España						0,3	2,6	705,7	-260,7	-0,1	-19,9
b) Credito Oficial									46,9	-5,7	-36,6
c) Resto de Inst. Financ.						27,7	23,0	142,3	2606,6	1147,3	620,2
d) Familias y Empresas no Fin.						2,0	59,4	347,0	-28,9	284,9	298,8
P.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	-0,8	17,4	36,0	95,5	79,0	130,3	278,0	118,9	131,0	353,0	1967,6
1) ESTADO	-7,0	12,3	32,7	85,1	64,3	84,1	223,1	97,9	99,7	306,4	1852,8
a) Banco de España	-0,2	-0,1	1,0	1,6	-0,6	0,1	11,6	24,4	-2,0	-6,6	208,1
* Deuda asumida							(10,1)	(-0,7)	(-0,3)	(-3,0)	(-0,4)
b) Credito Oficial					0,2	0,2	0,1	-0,5	0,6	22,8	14,2
c) Instituciones Financieras	-0,6	11,0	9,6	51,6	0,7	30,2	154,8	16,2	18,4	173,6	1406,5
d) Familias y Empresas no Fin.	-6,2	2,3	19,8	31,7	64,0	53,6	56,6	57,7	-37,6	116,1	223,8
e) Exterior			2,3	0,2				0,1	0,3	0,5	0,2
2) ORGANISMOS DE LA ADM. CENTRAL	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		-0,1	-0,1			
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL	6,3	5,2	3,4	10,5	14,8	46,2	55,0	21,1	31,3	46,6	114,9
a) Instituciones Financieras	5,8	4,2	5,2	10,1	12,7	35,5	56,2	29,4	39,0	51,0	30,4
c) Familias y Empresas no Fin.	0,5	1,0	-1,8	0,4	2,1	10,7	-1,2	-8,3	-7,7	-0,4	84,5
P.8 TITULOS DE RENTA FIJA NO NECES.	117,0	96,3	125,1	152,0	132,3	122,2	128,2	131,3	611,3	92,4	-21,7
P.9 CREDITOS	12,5	205,9	147,1	250,5	402,0	688,2	995,4	427,9	-491,3	799,3	-593,6
P.9.1 En Pesetas	-21,1	118,8	184,9	245,4	409,4	626,3	885,7	268,3	-609,0	787,5	-407,5
1) ESTADO	-51,7	60,1	142,9	156,5	378,6	482,0	869,9	193,8	-648,9	544,8	-535,8
a) Banco de España	-51,7	60,1	142,9	156,5	378,6	482,0	869,9	139,7	-655,8	445,1	-577,5
b) Sistema Bancario								44,1	-4,1	81,4	16,5
* Deuda Asumida								(31,0)		(47,5)	(8,1)
c) Instituciones Financieras								10,0	11,0	18,3	22,2
2) ORGANISMOS DE LA ADM. CENTRAL	5,4	3,8	1,2	0,3			7,0	1,9	6,5	8,4	-25,1
a) Credito Oficial	4,4	4,1	2,0	1,5	-0,9		-4,9	-2,6	-4,2	-5,1	-3,2
b) Instituciones Financieras	1,0	-0,3	-0,8	-1,2	0,9		11,9	4,5	10,7	13,5	-21,9
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL	25,2	46,7	40,2	76,6	50,8	78,1	71,3	65,9	33,4	147,7	150,8
a) Credito Oficial	24,9	45,7	38,6	70,2	43,4	36,9	15,7	15,0	8,6	74,2	60,6
b) Instituciones Financieras	0,3	1,0	1,6	6,4	7,4	41,2	55,6	50,9	24,8	73,5	90,2
4) SEGURIDAD SOCIAL		8,2	0,6	12,0	-20,0	66,2	-62,5	6,7	0,5	86,7	5,6
a) Banco de España		8,2	0,6	12,0	-20,0	66,2	-67,0			70,0	-20,0
b) Instituciones Financieras							4,5	6,7	0,5	16,7	25,6
P.9.2 En moneda extranjera	33,6	87,1	-37,8	5,1	-7,4	61,9	109,7	159,6	117,7	11,7	-186,1
1) ESTADO	33,6	87,1	-37,8	5,1	-7,4	53,6	96,9	144,4	107,9	28,7	-183,2
a) Banco de España							0,9	2,6	-1,1	-0,6	-0,3
b) Sistema Bancario	7,2	4,4	-11,9			6,5	14,7	9,1	-13,2	-27,1	-3,5
c) Resto (Cajas de Ahorro)						4,1	4,1	8,7	-6,2	-10,0	-4,3
d) Familias y Empresas no Fin.										31,0	1,6
e) Exterior	26,4	82,7	-25,9	5,1	-7,4	43,0	77,2	124,0	128,4	35,4	-176,7
* Deuda Asumida										(26,2)	(-14,9)
2) ORGANISMOS DE LA ADM. CENTRAL											0,1
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL						8,3	12,8	15,2	9,8	-17,0	-3,0
a) Instituciones Financieras						4,7	4,3	5,5	10,1	-18,3	-7,8
b) Exterior						3,6	8,5	9,7	-0,3	1,3	4,8
P.10 RESERVAS (SEGURIDAD SOCIAL)	0,3	1,3	0,8	-2,0	0,2	-0,8	0,7	0,1	1,0	5,9	
P.11 OTROS	46,2	8,2	-21,7	50,9	6,2	88,2	43,9	95,0	1,8	14,7	62,0
1) ESTADO	38,5	-8,6	-11,3	-10,0	-15,1	1,6	78,0	116,1	-14,5	-14,0	25,6
2) SEGURIDAD SOCIAL	7,7	16,8	-10,4	60,9	21,3	86,6	-34,1	-21,1	16,3	28,7	36,4

FUENTE: Banco de España

crédito, entre los pasivos (P.9) del Tesoro, activo (A.9) del Banco.

- A.4 Otros depósitos. Algunos organismos de la Administración mantienen depósitos no transferibles en instituciones financieras. Debe entenderse que se trata de operaciones de rentabilización de tesorería.
- A.5 Títulos del mercado monetario. Como puede comprobarse, el volumen de operaciones de activo con este tipo de títulos es muy escaso. Las cantidades observadas se refieren a amortizaciones de títulos en poder de la Seguridad Social y a pequeñas inversiones de entes territoriales.
- A.6 Títulos de renta fija. También en este caso, como en el anterior, se trata de una partida de escasa entidad. Todo lo dicho entonces se aplica ahora.
- A.7 Títulos de renta variable. Esta partida tiene mayor entidad. Nótese, sin embargo, que sólo adquiere verdadera importancia debido a la contrapartida contable de las deudas asumidas por el Estado, fundamentalmente del INI y sus empresas. Se trata en buena medida de activos ficticios, dadas las escasas posibilidades de recuperación que presentan. Quizá una forma más correcta de tratar estos activos sería no considerarlos como tales y anotar, como contrapartida de las deudas asumidas, transferencias de capital a las empresas involucradas. En tal caso, la necesidad de financiación de las AAPP aparecería incrementada por la magnitud de dichas transferencias, representando

mejor el cambio habido en la posición deudora del sector, que con el procedimiento ahora utilizado queda ficticiamente encubierto.

- A.9 Créditos. Entre los créditos merecen especial mención las partidas a cargo del Estado. Por un lado las dotaciones al Crédito Oficial que hasta muy recientemente prácticamente constituían la totalidad de esta partida, pero que el cambio de estructura de financiación de estas instituciones públicas lleva a su desaparición. No se trata de activos ficticios, aunque sí de financiación a coste privilegiado. En segundo lugar aparece el crédito concedido a RUMASA en 1984, del que sólo se han amortizado 40 m.m. de ptas. en 1986.

LOS ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS AAPP (Cuadro 11)

Las variaciones (los flujos) de activos son consecuencia de las diferencias entre las posiciones de balance a 31 de diciembre de cada año. En el Cuadro 11 quedan reseñados los activos financieros en poder de las AAPP, lo que nos permite examinar su composición.

Podemos distinguir que en 1986 la estructura de los activos de las AAPP está dominada por tres partidas. Por un lado, el oro, el efectivo y los depósitos en instituciones financieras, todos ellos activos de carácter líquido. Por otro lado, los créditos concedidos al Crédito Oficial, con carácter amortizable pero concedidos a interés

CUADRO 11

ADMINISTRACIONES PUBLICAS

BALANCE FINANCIERO

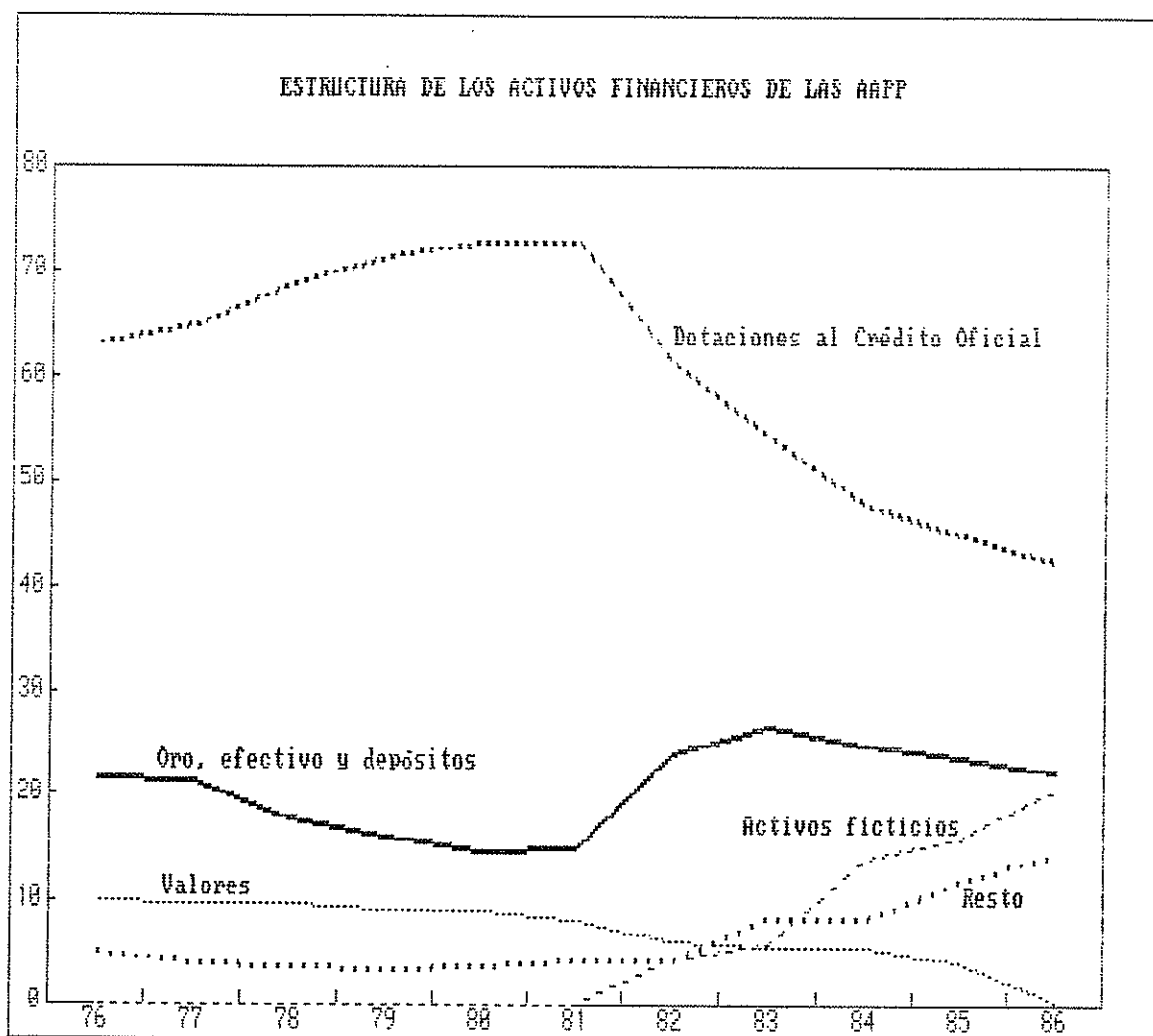
	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
A. ACTIVOS FINANCIEROS	882,3	1085,7	1240,8	1420,9	1631,5	1946,5	2740,7	3614,8	4662,2	5335,4	5735,0
A.1 ORO, DEG Y POSICION DE RESERVA EN EL FMI									11,9	12,0	12,9
A.3 EFECTIVO Y DEPOSITOS TRANSFERIBLES EN PTS en:	192,5	234,0	219,0	225,2	235,4	284,8	452,6	640,1	743,4	833,0	857,8
a) Banco de España	27,0	49,4	48,8	63,1	61,9	68,5	101,1	201,8	174,7	114,0	101,4
b) Credito oficial	8,2	12,4	10,4	8,5	8,2	4,5	7,0	7,6	6,0	38,6	45,7
c) Resto de Inst. financieras	157,3	172,2	159,8	153,6	165,3	211,8	344,5	430,7	562,7	680,4	710,7
A.4 OTROS DEPOSITOS			2,0	3,0	4,0	6,6	207,1	320,2	409,2	420,0	402,4
A.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO	2,0	3,0	2,9	2,6	1,6	0,8	1,2	1,0	0,9	0,4	0,5
A.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	7,0	8,4	9,8	9,5	11,0	7,3	8,7	6,9	7,9	5,4	5,4
A.7 TITULOS DE RENTA VARIABLE	77,1	91,8	105,3	116,4	128,9	144,0	274,6	388,1	442,4	601,7	791,0
* Contrapartida pasivos asumidos							119,9	204,9	204,9	399,5	780,7
A.9 CREDITOS a:	588,1	737,6	890,2	1053,3	1236,4	1480,5	1761,6	2070,9	2786,3	2981,5	3094,2
a) Credito oficial	558,3	705,1	855,2	1015,0	1189,6	1419,2	1679,0	1961,9	2225,5	2391,2	2430,3
b) Rumasa									440,0	440,0	400,0
c) Resto de Inst. financieras	29,8	32,5	35,0	38,3	46,8	61,4	82,6	109,0	120,8	150,3	263,9
A.11 OTROS	15,6	10,9	11,6	10,9	14,2	22,5	34,9	187,6	260,2	481,4	570,8
P. PASIVOS FINANCIEROS	988,3	1347,5	1624,1	2169,9	2811,7	3905,9	5526,3	7641,5	10334,5	12978,5	15197,6
P.3 EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSFERIBLES EN PTS	19,2	22,8	28,4	36,6	43,1	52,0	67,8	98,7	116,4	131,2	141,0
P.4 OTROS DEPOSITOS	10,7	3,3	1,6	3,0	4,4	6,6	6,7	12,0	9,3	12,1	13,5
P.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO en:						30,0	115,0	1310,0	3673,9	5100,3	5962,8
a) Banco de España						0,3	2,9	708,6	447,9	447,8	427,9
b) Credito Oficial									46,9	41,2	4,6
c) Resto de Inst. Financieras						27,7	50,6	193,0	2799,5	3946,8	4567,0
d) Familias y Empresas no Finan.						2,0	61,5	408,4	379,5	664,5	963,3
P.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	133,2	150,6	184,6	279,9	361,2	491,5	769,5	888,5	1019,7	1373,1	3340,0
1) ESTADO en:	115,7	128,0	160,7	243,6	310,2	394,3	617,4	715,4	815,3	1121,6	2974,2
a) Banco de España	2,9	2,8	3,8	5,4	4,8	4,9	17,2	42,6	40,9	37,3	256,1
b) Credito Oficial					0,2	0,4	0,5		0,6	23,4	37,6
c) Resto de Inst. financieras	112,3	121,7	145,0	193,4	189,5	204,2	349,3	371,4	502,9	676,9	2065,4
d) Familias y Empresas no Fin.	0,5	3,5	9,6	44,8	113,3	182,4	247,9	298,8	268,0	380,6	611,5
e) Exterior					2,4	2,4	2,5	2,6	2,9	3,4	3,6
2) ORGANISMOS DE LA A.A	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1				
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL en:	16,9	22,1	25,5	36,0	50,8	97,0	152,0	173,1	204,5	251,0	365,8
a) Banco de España	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2
b) Resto de Inst. Financieras	15,5	17,8	24,7	32,4	45,8	81,3	133,6	154,5	191,8	239,4	284,0
c) Familias y Empresas no Fin.	1,3	4,2	0,6	3,4	4,8	15,2	18,0	18,1	12,4	11,4	81,6
P.8 TITULOS DE RENTA FIJA NO NEGOC.	463,4	559,7	684,8	836,8	969,1	1091,3	1219,4	1350,7	1962,0	2054,4	2032,6
1) ESTADO	463,4	559,7	684,8	836,8	969,1	1091,3	1219,4	1350,7	1962,0	2054,4	2032,6
a) Instituciones Financieras	457,4	554,6	680,1	832,2	965,6	1088,1	1215,5	1348,7	1960,9	2054,0	2032,5
b) Familias y Empresas no Fin.	6,0	5,1	4,7	4,6	3,5	3,2	3,9	2,0	1,1	0,4	0,1

CUADRO 11 (CONT.)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
P.9 CREDITOS	290,6	530,4	664,9	904,9	1318,8	2032,0	3100,8	3639,4	3208,2	3941,8	3277,4
P.9.1 En Pesetas	220,2	338,9	523,7	769,2	1178,7	1804,9	2690,7	2959,1	2350,3	3138,2	2730,7
1) ESTADO	86,5	146,5	289,4	445,9	824,5	1306,4	2176,4	2370,2	1721,0	2266,1	1727,3
a) Banco de España	86,5	146,5	289,4	445,9	824,5	1306,4	2176,4	2316,2	1660,3	2105,1	1527,9
b) Sistema Bancario								44,1	40,0	121,4	137,9
* Deuda Asumida								(31,0)	(31,0)	(78,5)	(86,6)
c) Resto de Inst. financieras								10,0	20,7	39,3	61,5
2) ORGANISMOS A.A de:	27,9	31,7	32,8	33,2	33,2	33,2	40,2	42,1	48,6	57,0	31,9
a) Credito Oficial	23,5	27,6	29,5	31,1	30,2	30,2	25,3	22,7	18,5	13,4	10,2
b) Resto de Inst. financieras	4,4	4,1	3,3	2,1	3,0	3,0	14,9	19,4	30,1	43,6	21,7
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL de:	105,8	152,5	192,7	269,3	320,2	398,3	469,6	535,6	569,0	716,7	867,5
a) Credito Oficial	101,8	147,5	186,1	256,3	299,8	336,7	352,4	367,5	376,1	450,3	510,9
b) Resto de Inst. financieras	4,0	5,0	6,6	13,0	20,4	61,6	117,2	168,1	192,9	266,4	356,6
4) SEGURIDAD SOCIAL de:		8,2	8,8	20,8	0,8	67,0	4,5	11,2	11,7	98,4	104,0
a) Banco de España		8,2	8,8	20,8	0,8	67,0				70,0	50,0
b) Resto de Inst. financieras							4,5	11,2	11,7	28,4	54,0
P.9.2 En moneda extranjera	70,4	191,5	141,2	135,7	140,1	227,1	410,1	680,3	857,9	803,6	546,7
1) ESTADO de:	70,4	191,5	141,2	135,7	140,1	222,4	383,9	631,4	793,3	761,3	513,1
a) Banco de España			3,3	6,3	6,6	6,9	7,8	10,4	9,3	8,6	8,3
b) Resto de Inst. financieras	5,7	13,4	0,1			12,0	28,7	60,4	44,7	10,5	0,2
c) Familias y Empresas no Finan.										31,0	32,6
d) Exterior	64,7	178,1	137,8	129,4	133,5	203,5	347,4	560,6	739,3	711,2	472,0
2) ORGANISMOS DE LA A.A											0,3
3) ENTES AUTONOMICOS Y CCLL de:						4,7	26,2	48,9	64,6	42,3	33,3
a) Instituciones Financieras						4,7	0,8	23,8	36,6	19,0	13,4
b) Exterior							25,4	25,1	28,0	23,3	19,9
P.10 RESERVAS TECNICAS DE SEGURO	0,7	2,0	2,8	0,8	1,0	0,2	0,9	1,0	2,0	7,9	7,9
P.11 OTROS	70,5	78,7	57,0	107,9	114,1	202,3	246,2	341,2	343,0	357,7	422,4
1) ESTADO	(66,5)	(57,9)	(46,6)	(36,6)	(21,5)	(23,1)	(101,1)	(217,7)	(202,7)	(188,7)	(217,0)
2) SEGURIDAD SOCIAL	(4,0)	(20,8)	(10,4)	(71,3)	(92,6)	(179,2)	(145,1)	(124,0)	(140,3)	(160,9)	(205,4)

Fuente: Banco de España

GRAFICO 1



privilegiado. Finalmente, los activos de carácter ficticio, que engloban los créditos concedidos a RUMASA en 1984, de los que sólo se ha amortizado un 9 por ciento, y la contrapartida de las deudas asumidas por el Estado al INI y sus empresas, en particular de SEAT antes de ser enajenada. Estos activos ficticios, como veremos más adelante, no deberían ser tenidos en cuenta a la hora de computar la deuda neta de las Administraciones Públicas.

En el Gráfico 1 se observa la evolución de la estructura de los activos financieros agrupados en cinco renglones de acuerdo con el balance del Cuadro 11. Las dotaciones al Crédito Oficial han ido perdiendo peso relativo, como consecuencia de la propia disminución de su emisión anual, dada la nueva política de financiación del ICO, y debido al crecimiento de la importancia de otros renglones, en particular el de los activos ficticios.

VARIACIONES DE PASIVO DE LAS AAPP (Cuadro 10)

- P.3 Efectivo y depósitos transferibles en pesetas. El único pasivo encuadrable en este renglón de las AAPP es la moneda metálica emitida por el Tesoro.
- P.4 Otros depósitos. Se trata de una partida muy marginal que engloba depósitos de naturaleza diversa en el Estado.
- P.5 Títulos del mercado monetario. Hasta 1986 esta partida de las AAPP sólo incorpora los Pagarés del Tesoro, que comenzaron a emitirse en 1981 y que por razones que se explican en otro lugar de este trabajo comienzan a perder importancia en 1985, para

ser sustituidos en una buena parte por las letras del Tesoro a partir de 1987. La existencia de un coeficiente explica su adquisición por las instituciones financieras, aunque parte de estas adquisiciones son trasladadas a las familias y empresas en operaciones con pacto de recompra.

Es oportuna una aclaración sobre la contabilización de los títulos emitidos, en particular la de los pagarés del Tesoro.

En el ejercicio en que se emite el título se anota el nominal como variación de pasivo y simultáneamente se anota como variación de activo, en la partida "otros", la diferencia entre el nominal y el efectivo, menos la parte de estos intereses implícitos que se consideran devengados en el ejercicio. Estos últimos, en el caso de las instituciones financieras aparecen anotados como empleos en las cuentas no financieras. Sin embargo, en el caso del Estado, como utiliza el criterio de caja, dicha cantidad aparecerá como diferencia entre la necesidad de financiación y el desahorro financiero neto.

En el ejercicio de amortización del título se da de baja por el nominal como variación del pasivo.

En el caso del sector familias y empresas no financieras, al realizarse su contabilidad de forma residual, aparecerán desajustes entre capacidad/necesidad de financiación y ahorro financiero similares a los citados en el caso de Estado, como consecuencia del trato de los intereses de los

Pagarés del Tesoro.

- P.6 Títulos de renta fija negociables. Esta partida engloba las distintas emisiones de deuda pública, para el mercado, del Estado y de los Entes Territoriales. Por lo que al Estado se refiere sólo a partir de 1977 comienza la emisión de deuda, práctica ésta abandonada desde décadas. El crecimiento de la emisión de pagarés frenó la emisión de deuda a medio y largo plazo en 1982, aunque en 1986 se relanza con ímpetu el mercado. Especialmente en 1986, puede comprobarse como esta deuda se coloca entre las instituciones financieras en su mayor parte.

El volumen de emisiones de los Entes Territoriales no es despreciable, siendo en su mayor parte pasivo de las comunidades autónomas.

- P.8 Títulos de renta fija no negociables. Esta partida recoge los créditos de inversión utilizados por el Estado para financiar las dotaciones al Crédito Oficial. En el año 1984 también recoge la deuda emitida con motivo del crédito concedido en ese mismo año a RUMASA. Compruébese que en 1986 la deuda no negociable se amortiza en parte, proceso que continuará en años sucesivos. Esta deuda está colocada en las instituciones financieras y a tipos inferiores a los de mercado.

- P.9 Créditos. El capítulo de créditos a las AAPP está dominado por las relaciones entre el Tesoro y el Banco de España. Puede comprobarse que el recurso al Tesoro ha tenido en

general una gran importancia, siendo casi siempre la fuente fundamental de financiación de déficit público. Hay sin embargo dos cambios bruscos en 1984 y 86, años en que la emisión de pagarés y deuda a medio y largo, respectivamente fue muy utilizada.

Merece resaltarse, asimismo, la importancia relativa del crédito concedido por el sistema crediticio a los Entes Territoriales. En cuanto a la Seguridad Social, sólo en años puntuales ha necesitado volúmenes importantes de crédito, pues como ya explicamos al referirnos a su presupuestación, recibe transferencias del Estado que evitan su desequilibrio financiero.

Entre los créditos exteriores en moneda extranjera téngase en cuenta que se incluyen las emisiones de deuda pública realizadas en el exterior. En un proceso que comenzó a finales de 1985 y continuó durante 1986 se amortizaron gran cantidad de créditos exteriores, quizá interpretando que la depreciación del dólar, principal moneda de denominación de la deuda, era un fenómeno más transitorio de lo que ha resultado ser.

P.10 Reservas técnicas de Seguro. Se trata de pasivos de la Seguridad Social con el sector de familias y empresas.

El Cuadro 12 recoge de manera más sintética la estructura de financiación de las AAPP. Se aprecia, el peso marginal de la moneda metálica; el actual predominio de la deuda negociable; la pérdida de importancia de la deuda no negociable; el papel principal que en general ha jugado el

CUADRO 12

ADMINISTRACIONES PUBLICAS											
ESTRUCTURA DE FINANCIACION											
	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
MONEDA	0,4	3,6	5,7	8,1	6,5	8,9	15,8	30,9	17,8	14,8	9,8
TITULOS NEGOCIABLES	-7,1	12,2	32,6	85,0	64,2	114,1	308,0	1292,8	2463,6	1732,8	2715,2
DEUDA NO NEGOCIABLE	117,0	96,3	125,1	152,0	132,3	122,2	128,2	131,3	611,3	92,4	-21,7
RECURSO AL B.E	-51,7	60,1	142,9	156,5	378,6	482,0	869,9	139,7	-655,8	445,1	-577,5
EXTERIOR	26,4	82,7	-25,9	5,1	-7,4	43,0	77,2	124,0	128,4	35,4	-176,7
PASIVOS ENTES TERRITORIALES	31,5	51,9	43,6	87,1	65,6	132,6	139,1	102,2	74,5	177,3	262,7
OTROS PASIVOS	84,3	72,6	9,2	137,8	37,2	250,6	92,9	259,3	38,9	339,4	222,6
TOTAL	200,8	379,4	333,2	631,6	677,0	1153,4	1631,1	2080,2	2678,7	2837,2	2434,4
PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL											
	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
MONEDA	0,2	0,9	1,7	1,3	1,0	0,8	1,0	1,5	0,7	0,5	0,4
TITULOS NEGOCIABLES	-3,5	3,2	9,8	13,5	9,5	9,9	18,9	62,1	92,0	61,1	111,5
DEUDA NO NEGOCIABLE	58,3	25,4	37,5	24,1	19,5	10,6	7,9	6,3	22,8	3,3	-0,9
RECURSO AL B.E	-25,7	15,8	42,9	24,8	55,9	41,8	53,3	6,7	-24,5	15,7	-23,7
EXTERIOR	13,1	21,8	-7,8	0,8	-1,1	3,7	4,7	6,0	4,8	1,2	-7,3
PASIVOS ENTES TERRITORIALES	15,7	13,7	13,1	13,8	9,7	11,5	8,5	4,9	2,8	6,2	10,8
OTROS PASIVOS	42,0	19,1	2,8	21,8	5,5	21,7	5,7	12,5	1,5	12,0	9,1

FUENTE: Banco de España

recurso al Banco de España y la cancelación de deuda con esta entidad en 1984 y 86; la escasa importancia de la apelación al ahorro exterior; y, finalmente, por lo que se refiere a los entes territoriales, resaltar su disminución en términos relativos hasta 1983 y su rápido crecimiento desde entonces.

LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS AAPP (Cuadro 11)

Los pasivos de las AAPP han sufrido cambios importantes en los últimos años. Este hecho queda claramente reflejado en el Gráfico 2 construido con las cifras del Cuadro 13 que es una síntesis de la segunda parte del Cuadro 11. En la última década la estructura de los pasivos ha estado sucesivamente dominada por la deuda no negociable, el crédito del Banco de España y los títulos de deuda monetaria.

Sólo en los años recientes la estructura de pasivos ha ido adquiriendo una estructura más ortodoxa, aunque pueda hablarse de un excesivo peso de la deuda monetaria, toda ella de plazo de amortización inferior a 18 meses. En 1986 esta deuda rozaba los 6 billones de pesetas, lo cual representa un 18,5 por cien del PIB de dicho año. Sumada la deuda monetaria con la negociable a medio y largo plazo del Estado cuyo saldo vivo aumenta sensiblemente en 1986,, alcanza el 28 por cien del PIB y el 59 por cien de los pasivos financieros de las AAPP en 1986.

Los pasivos financieros con el Banco de España son importantes, lo cual plantea la necesidad de realizar un análisis consolidado de esta

CUADRO 13

ADMINISTRACIONES PUBLICAS

ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS

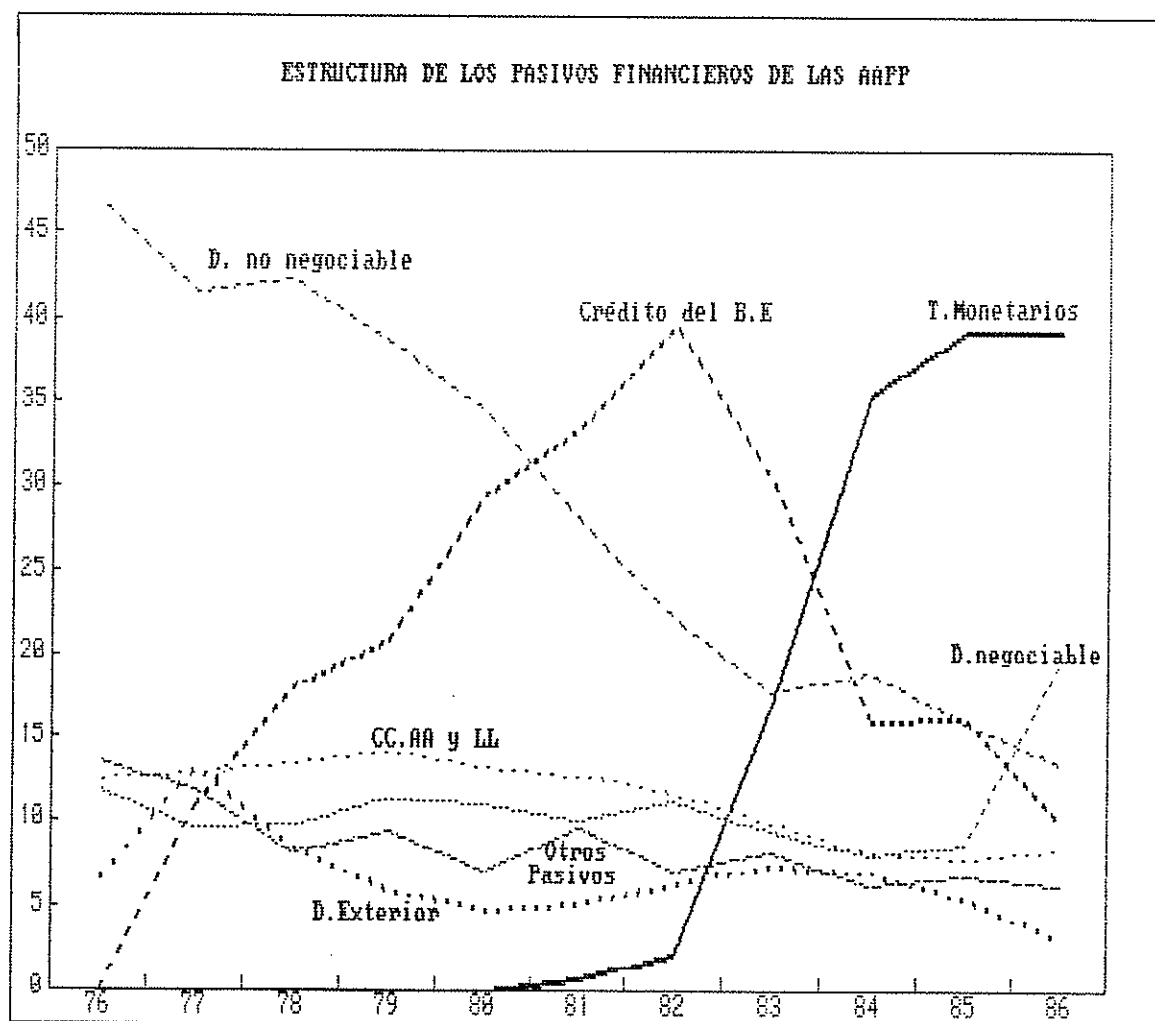
	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TITULOS MONETARIOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,0	115,0	1310,0	3673,9	5100,3	5962,8
DEUDA NEGOCIABLE	116,3	128,5	159,1	243,9	310,4	394,5	617,5	715,4	815,2	1122,1	2974,2
DEUDA NO NEGOCIABLE	463,4	559,7	684,8	836,8	969,1	1091,3	1219,4	1350,7	1962,0	2054,4	2032,6
CREDITO DEL B.E	86,5	146,5	292,7	452,2	831,1	1313,3	2184,2	2326,6	1669,6	2113,7	1536,2
DEUDA EXTERIOR	64,7	178,1	137,8	129,4	133,5	203,5	347,4	560,6	739,3	711,2	472,0
PASIVOS ENTES TERRITORIALES	122,7	174,6	218,2	305,3	371,0	500,0	647,8	757,6	838,1	1010,0	1266,6
OTROS	134,7	160,1	131,5	202,3	196,6	373,3	395,0	620,6	636,4	866,8	953,2
TOTAL	988,3	1347,5	1624,1	2169,9	2811,7	3905,9	5526,3	7641,5	10334,5	12978,5	15197,6

PORCENTAJE DEL TOTAL

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TITULOS MONETARIOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	2,1	17,1	35,5	39,3	39,2
DEUDA NEGOCIABLE	11,8	9,5	9,8	11,2	11,0	10,1	11,2	9,4	7,9	8,6	19,6
DEUDA NO NEGOCIABLE	46,9	41,5	42,2	38,6	34,5	27,9	22,1	17,7	19,0	15,8	13,4
CREDITO DEL B.E	8,8	10,9	18,0	20,8	29,6	33,6	39,5	30,4	16,2	16,3	10,1
DEUDA EXTERIOR	6,5	13,2	8,5	6,0	4,7	5,2	6,3	7,3	7,2	5,5	3,1
PASIVOS ENTES TERRITORIALES	12,4	13,0	13,4	14,1	13,2	12,8	11,7	9,9	8,1	7,8	8,3
OTROS	13,6	11,9	8,1	9,3	7,0	9,6	7,1	8,1	6,2	6,7	6,3
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: Banco de España

GRAFICO 2



entidad con las AAPP. Estos pasivos están constituidos fundamentalmente por títulos monetarios, utilizados para las operaciones de regulación de liquidez, por deuda de medio y largo plazo y, fundamentalmente, por la consolidación del recurso del Tesoro al Banco de España de años sucesivos. En 1986 los pasivos con el Banco de España suponían el 15 por cien de los pasivos financieros de las AAPP.

Por su parte, la deuda no negociable ha ido sufriendo una paulatina pérdida de importancia relativa, sólo ligeramente atenuada en 1984. Como consecuencia de la concesión del crédito a Rumasa repetidamente mencionado. En 1986 todavía suponía el 15 por cien de los pasivos de las AAPP.

Los pasivos de las comunidades autónomas y las corporaciones locales presentan un perfil siempre creciente en volumen, aunque decreciente en términos relativos al total de pasivos de las AAPP desde 1979 hasta 1985. No puede decirse que el endeudamiento de los entes territoriales, entendidos globalmente, sea por el momento excesivo ni amenace con serlo en un futuro próximo. Además, al menos en teoría, estos entes públicos a diferencia del Tesoro, deberían responder a una mayor disciplina presupuestaria dado que carecen de la posibilidad de apelar al Banco de España y monetizar su déficit.

Finalmente una mención a la deuda exterior. Su peso relativo nunca ha sido especialmente importante, alcanzando en 1986 el menor del período. En dicho año su volumen rozaba el medio billón de pesetas, lo que supone menos del cuatro por cien de los pasivos financieros de las AAPP. Este hecho es tanto mas notorio cuanto que, como veremos al

consolidar el sector con el Banco de España, el volumen de divisas en las reservas del Banco es muy importante.

7. EL ENDEUDAMIENTO NETO DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

En el Cuadro 14 se resume la posición deudora neta de las AAPP con el resto de los sectores. Dada la especial significación de las relaciones entre la Administración y el Banco de España se ha separado el pasivo neto que aquella tiene con éste, que incluye depósitos, títulos y créditos. Como puede comprobarse, sólo en el último año se invierte el proceso de crecimiento de este saldo deudor.

Por su parte, los títulos negociables de deuda de todo tipo, excluida la exterior, muestran un elevado ritmo de crecimiento, constituyéndose en el principal renglón deudor. Al contrario, la deuda no negociable ha comenzado un proceso de disminución.

La partida de créditos, que aparece en cuarto lugar, incluye depósitos en las instituciones financieras y ha sido depurada de los activos de carácter ficticio repetidamente mencionados. A pesar de ello presenta un saldo acreedor para la Administración, fruto, principalmente, del peso de las dotaciones al Crédito Oficial y de los depósitos en instituciones financieras arriba citados.

Finalmente, los pasivos netos con el exterior, reducidos en los dos últimos ejercicios como consecuencia de un proceso de amortización anticipada. Una vez más mencionaremos la escasa entidad relativa de la deuda exterior pública.

El endeudamiento neto de las Administraciones Públicas ha crecido en términos nominales año tras año y también lo ha hecho en términos del PIB, los últimos años presenta una elevadísima tasa de crecimiento, aunque con tendencia a disminuir.

Son difíciles las comparaciones internacionales dadas las dificultades existentes para homogenizar los datos. Sin embargo, puede decirse que el endeudamiento de las Administraciones Públicas no es en el caso español muy elevado. Ahora bien, si debe preocupar que este endeudamiento era totalmente inexistente hace diez años y, de mantenerse las actuales tasas de crecimiento, se acercará rápidamente a niveles preocupantes⁷.

Más adelante, volveremos sobre el problema del endeudamiento neto, pero una vez realizada la consolidación de las Administraciones Públicas con el Banco de España.

⁷ Ver en este sentido L. Servén y J.A. Trujillo: "Déficit, Inflación y Tipos de Interés". Revista Hacienda Pública Española núm 105. También puede consultarse el nº 33 de la revista Papeles de Economía Española.

CUADRO 14

ADMINISTRACIONES PUBLICAS

ENDEUDAMIENTO NETO

(m. de pts)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
PASIVOS NETOS CON EL B.E	62,5	108,2	256,7	415,5	775,0	1317,5	2103,6	2876,5	1984,0	2555,0	2169,0
TITULOS NEGOCIABLES	44,1	44,5	62,6	145,8	212,3	361,3	696,9	1253,1	3955,3	5776,7	8598,8
TITULOS NO NEGOCIABLES	463,4	559,7	684,8	836,8	969,1	1091,3	1219,4	1350,7	1962,0	2054,4	2032,6
OTROS CRED. Y DEP. NETOS NO FICTICIO	-584,3	-698,5	-806,8	-876,3	-1013,0	-1196,6	-1701,9	-1991,6	-2427,2	-2513,6	-2499,2
PASIVOS NETOS CON EL EXTERIOR	64,7	178,1	137,8	129,4	135,9	205,9	375,3	588,3	758,3	725,9	482,6
RESTO	55,6	69,8	48,2	97,8	100,9	180,0	212,2	154,6	84,8	-115,8	-140,5
TOTAL	106,0	261,8	383,3	749,0	1180,2	1959,4	2905,5	4231,6	6317,2	8482,6	10643,3
TOTAL/PIB	1,5	2,9	3,4	5,7	7,8	11,5	14,8	19,0	25,1	30,5	33,2

PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
PASIVOS NETOS CON EL B.E	59,0	41,3	67,0	55,5	65,7	67,2	72,4	68,0	31,4	30,1	20,4
TITULOS NEGOCIABLES	41,6	17,0	16,3	19,5	18,0	18,4	24,0	29,6	62,6	68,1	80,8
TITULOS NO NEGOCIABLES	437,2	213,8	178,7	111,7	82,1	55,7	42,0	31,9	31,1	24,2	19,1
OTROS CRED. Y DEP. NETOS NO FICTICIO	-551,2	-266,8	-210,5	-117,0	-85,8	-61,1	-58,6	-47,1	-38,4	-29,6	-23,5
PASIVOS NETOS CON EL EXTERIOR	61,0	68,0	36,0	17,3	11,5	10,5	12,9	13,9	12,0	8,6	4,5
RESTO	52,5	26,7	12,6	13,1	8,5	9,2	7,3	3,7	1,3	-1,4	-1,3

FUENTE: Banco de España

8. LA CONSOLIDACION FINANCIERA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y EL BANCO DE ESPAÑA

Hemos mencionado repetidamente la necesidad de consolidar las operaciones financieras y el balance de las AAPP con el Banco de España, pues sólo de esta forma disponemos de una medida adecuada de las características de la posición acreedora-deudora originada por la financiación de los déficits públicos. A continuación vamos a hacer una breve descripción de las operaciones del ente consolidado, pero deteniéndonos exclusivamente en aquellas partidas sobre las que la inclusión del Banco de España tenga un efecto significativo.

OPERACIONES FINANCIERAS (Cuadro 15)

Por el lado de las operaciones de activo la partida A.2 incorpora ahora los movimientos de divisas de las reservas centrales de las que es titular el Banco. Un signo negativo indica pérdida de divisas mientras que el positivo indica incremento. Las variaciones de esta partida pueden jugar un papel importante, aunque indirecto, en la financiación del déficit público. En la medida en que el Tesoro obtenga recursos del Banco de España, sea mediante crédito o compra de títulos, el Banco, si decide mantener su política de control de liquidez podría optar por drenar ésta a través del sistema bancario o bien deshacerse de divisas. Naturalmente, esta última opción tendría efectos sobre el tipo de cambio apreciando la peseta.

CUADRO 15

ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y BANCO DE ESPAÑA (OPERACIONES FINANCIERAS CON OTROS SECTORES)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
AHORRO FINANCIERO NETO (A-P)	-13,3	-112,3	-130,6	-356,4	-380,5	-766,8	-1121,8	-1415,7	-1579,5	-2128,3	-1922,0
A. VARIACION NETA DE ACTIVOS	347,3	292,5	389,1	461,8	240,9	379,9	414,8	1147,1	2258,1	232,9	1265,0
A.1 ORD. DEG Y POSICION DE RESERVA EN EL FMI	-2,0	-3,5	18,6	8,4	8,5	8,9	-19,9	-10,5	18,0	23,4	37,4
A.2 EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSF. EN MONEDA EXTRANJ.	-50,0	133,3	265,7	177,2	-68,4	-56,7	-329,2	38,7	775,7	-425,7	251,0
A.3 EFECTIVO Y DEPOSITOS TRANSFERIBLES EN PTS	43,6	19,1	-14,4	-8,1	11,4	43,0	84,6	86,8	130,3	150,4	37,4
A.4 OTROS DEPOSITOS	4,1	-3,4	18,0	-3,8	-5,2	-2,7	72,1	158,2	6,1	13,6	-21,5
A.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO	0,5	1,0	-0,1	-0,3	-1,0	-0,8	0,4	-0,2	-0,1	-0,5	0,1
A.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	0,4	29,5	12,0	-2,3	-2,5	1,2	-12,3	-3,8	-6,3	-7,7	-4,6
A.7 TITULOS DE RENTA VARIABLE	31,9	5,4	10,7	9,1	8,5	8,2	127,1	105,7	55,3	157,8	186,7
a) Instituciones Finan.	0,1	0,4			0,6	1,8	1,0	1,8	2,1	2,7	1,8
b) Familias y Empresas no Finan.	29,9	2,6	8,6	11,4	6,3	3,2	123,0	99,3	50,4	152,1	155,8
d) Exterior	1,9	2,4	2,1	-2,3	1,6	3,2	3,1	4,6	2,8	3,0	29,1
A.9 CREDITOS	357,0	110,4	46,0	275,1	193,6	326,2	366,7	475,7	1077,9	128,2	566,2
A.9.1. EN PESETAS	357,0	110,4	46,0	275,1	193,6	326,2	366,8	475,4	1074,6	127,6	567,1
a) Dotaciones al Cto. Oficial	(128,5)	(155,2)	(154,1)	(166,8)	(184,5)	(234,5)	(266,2)	(286,9)	(266,6)	(173,1)	(39,3)
b) Rumasa									(440,0)		(-40,0)
A.9.2. EN MONEDA EXTRANJERA							-0,1	0,3	3,3	0,6	1,1
A.11 OTROS	-38,2	0,7	32,6	6,5	96,0	52,6	125,3	296,5	201,2	193,4	210,3
P. VARIACION NETA DE PASIVOS	360,6	404,8	519,7	820,2	621,4	1146,7	1536,6	2542,8	3837,6	2361,2	3167,0
P.1. UTILIZACION DEL CREDITO F.M.I.	5,9		4,5	-30,8	5,0	1,2	-16,6	-0,7			
P.2. EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSF. EN MONEDA EXTRANJ.								10,6	0,2	0,2	2,8
P.3 EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSFERIBLES EN PTS	113,5	228,2	256,1	213,9	217,5	252,4	407,0	471,2	2296,4	491,7	581,6
a) Activos de Caja del S.B.	15,7	40,9	93,3	107,5	70,7	84,3	195,1	309,5	2012,5	311,7	235,9
b) Efectivo en manos del Publico	89,8	158,2	160,7	85,2	137,8	138,8	180,5	132,4	158,5	203,3	311,7
c) Otros	8,0	29,1	2,1	21,2	9,0	29,3	31,4	29,3	125,4	-23,3	34,0
P.4 OTROS DEPOSITOS	14,4	-12,3	11,8	258,3	51,5	17,1	41,1	177,2	-137,8	-318,4	-114,6
P.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO	-0,9	-0,5	36,5	62,2	88,1	408,8	494,7	1365,2	770,3	1426,5	882,4
a) Instituciones Financieras	-0,5		35,3	59,7	85,8	397,5	434,6	995,4	838,5	1141,6	583,6
b) Familias y Empresas no Finan.	-0,4	-0,5	1,2	2,5	2,3	11,3	60,1	369,8	-68,2	284,9	298,8
P.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	-0,6	17,5	34,9	93,9	79,6	130,0	266,3	94,4	133,2	359,7	1759,5
a) Instituciones Financieras	5,1	14,2	14,6	61,6	13,5	65,7	210,9	44,9	178,3	247,5	1451,1
b) Familias y Empresas no Finan.	-5,7	3,3	18,0	32,1	66,1	64,3	55,4	49,4	-45,4	111,7	308,2
c) Exterior			2,3	0,2				0,1	0,3	0,5	0,2
P.8 TITULOS DE RENTA FIJA NO NEGOC.	117,6	24,8	193,2	91,8	129,9	109,8	107,9	74,2	596,9	83,9	15,3
a) Instituciones Financieras	115,7	25,6	193,7	91,9	131,1	110,1	107,1	76,1	597,8	84,6	15,5
b) Empresas no Finan. y Familias	1,9	-0,8	-0,5	-0,1	-1,2	-0,3	0,8	-1,9	-0,9	-0,7	-0,2
P.9 CREDITOS	64,2	137,6	3,6	82,0	43,4	140,0	191,6	285,6	166,1	284,8	4,2
P.9.1 En Pesetas	30,6	50,5	41,4	76,9	50,8	78,1	82,8	128,6	47,3	272,5	190,0
P.9.2 En moneda extranjera	33,6	87,1	-37,8	5,1	-7,4	61,9	108,8	157,0	118,8	12,3	-185,8
P.10 RESERVAS SEGURIDAD SOCIAL	0,3	1,3	0,8	-2,0	0,2	-0,8	0,7	0,1	1,0	5,8	
P.11 OTROS	46,2	8,2	-21,7	50,9	6,2	88,2	43,9	85,0	11,3	26,9	55,8

FUENTE: Banco de España

Siguiendo con las operaciones de activo, obsérvese que es muy escasa la variación de títulos monetarios y de renta fija, pues aún siendo importante la cartera en poder del Banco, ésta está compuesta en lo fundamental por títulos públicos, que se han excluido en la consolidación.

En cuanto a los créditos concedidos por el ente consolidado, aparte de los otorgados por las AAPP ya mencionadas, el Banco aporta a esta partida un importante volumen concedido a instituciones financieras.

Por el lado de las variaciones de pasivo hemos de mencionar la importancia de la Base Monetaria, pasivo líquido del Banco de España que se incluye en la partida P.3, desglosado en efectivo y activos de caja del sistema bancario.

La partida P.4, otros depósitos, es importante aunque no lo refleje su volumen, pues incluye, entre otros, las operaciones de venta de activos con pacto de recompra, realizadas por el Banco para regular liquidez. Sin embargo, estas operaciones son de plazo muy corto por lo que no quedan reflejadas.

Por lo que se refiere a los títulos monetarios, esta partida en la actualidad sólo recoge los emitidos por las AAPP, pues a partir de 1983 el Banco dejó de emitir sus propios pasivos de esta categoría; los Certificados de Regulación Monetaria y antes sus propios certificados de depósito.

En cuanto a la renta fija, negociable y no negociable, las variaciones de pasivo pertenecen

en su totalidad a la Administración, pues el Banco no emite este tipo de activos.

La partida P.9, créditos, una vez consolidada la relación entre el Tesoro y el Banco queda reducida prácticamente a las concedidas por otras instituciones financieras a la Administración Pública.

BALANCE (Cuadro 16)

También en este caso vamos a examinar el balance consolidado de las AAPP y el Banco de España, poniendo especial énfasis en las modificaciones que aporta el Banco al balance ya comentado de la Administración.

En términos netos globales el Banco presenta año tras año un pequeño desequilibrio acreedor que hace disminuir el saldo deudor del ente consolidado. Aunque globalmente sea pequeño el efecto neto de dicha consolidación, sí tiene interés examinar la transformación de activos y pasivos a que da lugar. Utilizamos en lo que sigue el Cuadro 16.

El primer hecho a notar es la importancia que presentan para el ente consolidado las partidas A.1 y A.2 de activo. Excepto en una parte marginal se trata de activos del Banco de España frente al exterior y son notables, por la importancia de las variaciones interanuales, los depósitos en divisas.

Por el contrario, la consolidación supone una pérdida de importancia para los activos en efectivo y depósitos transferibles, pues una parte

CUADRO 16

ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y BANCO DE ESPAÑA (BALANCE FINANCIERO CONSOLIDADO)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
A. ACTIVOS FINANCIEROS	1918,2	2245,2	2618,8	3048,4	3308,8	3706,4	4476,1	5911,5	8242,3	8496,0	9701,2
A.1 ORO, DEG Y POSICION DE RESERVA EN EL FMI	41,3	38,8	58,8	71,6	80,4	382,9	318,4	341,8	381,0	395,4	430,9
A.2 EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSF. EN MONEDA EXTRANJ.	267,1	433,0	692,8	844,8	805,3	776,1	594,2	888,3	1715,6	1314,9	1509,8
A.3 EFECTIVO Y DEPOSITOS TRANSFERIBLES EN PTS	165,5	184,6	170,2	162,1	173,5	216,3	351,5	438,3	568,6	719,0	756,5
A.4 OTROS DEPOSITOS	15,7	12,3	30,3	26,5	21,3	18,6	250,7	409,0	415,0	428,7	407,1
A.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO	2,0	3,0	2,9	2,6	1,6	0,8	1,2	1,0	0,9	0,4	0,5
A.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	49,6	79,1	91,1	88,8	86,3	78,6	65,7	61,0	55,1	44,3	41,1
a) Instituciones Financieras	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	3,4	4,9	4,8	3,4	3,3
b) Empresas no Finan. y Familias	47,2	76,7	88,7	86,4	83,9	76,2	62,3	56,0	50,3	40,9	37,8
A.7 TITULOS DE RENTA VARIABLE	125,9	133,8	146,1	155,5	165,8	169,2	298,7	414,1	470,3	632,6	820,5
a) Instituciones Finan.	11,6	18,1	18,1	20,1	24,8	30,9	33,7	44,7	46,8	52,7	54,5
b) Familias y Empresas no Finan.	108,4	107,4	117,6	127,3	131,3	125,4	249,0	348,8	400,1	553,5	710,5
* Contrapart. Pasivos Asumidos							119,9	204,9	204,9	399,5	780,7
c) Exterior	5,9	8,3	10,4	8,1	9,7	12,9	16,0	20,6	23,4	26,4	55,5
A.9 CREDITOS	1235,3	1346,1	1393,0	1669,0	1862,6	2188,9	2555,7	3031,5	4109,0	4237,4	4801,3
A.9.1. EN PESETAS	1234,2	1344,6	1390,6	1665,8	1859,3	2185,3	2552,2	3027,7	4101,9	4229,7	4792,5
a) Dotaciones al Cto. Oficial	571,6	726,8	880,9	1047,8	1215,5	1439,9	1693,5	1972,4	2233,0	2391,3	2430,3
b) Instituciones Finan.	450,3	445,1	318,0	406,1	390,8	459,9	548,0	682,3	1092,7	1016,2	1550,2
c) Rumasa									440,0	440,0	400,0
d) Empresas no Finan. y Familias	212,3	172,7	191,7	211,9	253,0	285,5	310,7	373,0	336,2	382,2	412,0
A.9.2. EN MONEDA EXTRANJERA	1,1	1,5	2,4	3,2	3,2	3,6	3,5	3,8	7,1	7,7	8,8
A.11 OTROS	15,8	14,5	33,6	27,5	112,0	-125,0	40,0	326,5	526,8	723,3	933,5
P. PASIVOS FINANCIEROS	1940,0	2391,6	2894,8	3695,4	4330,0	5502,1	7114,4	9806,3	13702,9	15988,6	19103,3
P.1. UTILIZACION DEL CREDITO F.M.I.	53,2	66,1	70,1	33,0	39,7	41,5	27,1	35,3	42,9	46,8	47,5
P.2. EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSF. EN MONEDA EXTRANJ.								10,6	11,7	12,7	14,9
P.3 EFECTIVO Y OTROS DEPOSITOS TRANSFERIBLES EN PTS	976,6	1204,8	1460,8	1674,7	1892,2	2144,4	2551,4	3022,6	5318,9	5810,6	6392,3
a) Activos de Caja del S.B.	317,6	358,6	451,8	559,4	630,1	714,4	909,5	1219,0	3231,5	3543,2	3779,1
b) Efectivo en manos del Publico	593,9	752,1	912,9	998,0	1135,8	1274,6	1455,1	1587,5	1746,0	1949,3	2261,0
c) Otros	65,1	94,1	96,1	117,3	126,3	155,4	186,8	216,1	341,4	318,1	352,2
P.4 OTROS DEPOSITOS	41,1	28,7	40,4	298,7	350,2	367,3	408,8	586,0	448,1	130,2	15,7
P.5 TITULOS DEL MERCADO MONETARIO	0,9	0,4	37,0	99,2	187,3	596,3	1090,6	2455,9	3226,0	4652,2	5534,9
a) Instituciones Financieras			35,3	95,1	180,8	578,6	1012,7	2008,1	2846,4	3988,0	4571,6
b) Familias y Empresas no Finan.	0,9	0,4	1,7	4,1	6,5	17,7	77,9	447,8	379,6	664,5	963,3
P.6 TITULOS DE RENTA FIJA NEGOCIABLE	130,2	147,7	182,6	276,7	356,2	486,2	751,9	845,4	978,4	1335,6	3083,7
a) Instituciones Financieras	128,4	140,0	170,1	226,1	235,7	286,1	483,4	525,9	695,2	939,7	2387,0
b) Familias y Empresas no Finan.	1,8	7,7	10,2	48,2	118,1	197,7	266,0	316,9	280,3	392,5	693,1
c) Exterior			2,3	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6	2,9	3,4	3,6
P.8 TITULOS DE RENTA FIJA NO NEGOC.	462,7	487,5	680,7	772,5	902,4	1012,2	1120,0	1194,2	1791,1	1874,9	1890,2
a) Instituciones Financieras	456,7	482,4	676,0	767,9	898,9	1009,0	1116,1	1192,2	1790,0	1874,6	1890,1
b) Empresas no Finan. y Familias	6,0	5,1	4,7	4,6	3,5	3,2	3,9	2,0	1,1	0,4	0,1
P.9 CREDITOS	204,1	375,7	363,4	431,9	486,9	651,7	916,6	1312,9	1538,6	1757,8	1691,2
P.9.1 En Pesetas	133,7	184,2	225,5	302,5	353,4	431,5	514,3	643,0	690,0	962,8	1152,8
P.9.2 En moneda extranjera	70,4	191,5	137,9	129,4	133,5	220,2	402,3	669,9	848,6	795,0	538,4
P.10 RESERVAS SEGURIDAD SOCIAL	0,7	2,0	2,8	0,8	1,0	0,2	0,9	1,0	2,0	7,9	7,9
P.11 OTROS	70,5	78,7	57,0	107,9	114,1	202,3	247,1	342,4	345,2	359,9	425,0

FUENTE : Banco de España

de ellos son depósitos de las Administraciones en el Banco. Por su parte, los depósitos no transferibles son en su mayoría de las Administraciones con terceros, pues el Banco sólo aporta pequeños saldos vivos de operaciones de regulación monetaria de compra de activos con pacto de reventa, que como ya indicamos se incluyen en esta partida.

En cuanto a los títulos de deuda, pasivo de terceros, en el ente consolidado sólo encontramos volúmenes marginales de títulos monetarios en poder de la Administración y una pequeña cartera de títulos de renta fija negociable de diversa procedencia en poder del Banco. Esta cartera en 1986 estaba constituida por obligaciones del INI y sus empresas y cantidades menores de otras empresas privadas.

Por lo que se refiere a renta variable, el Banco aportaba una pequeña cartera de 29 mil millones de ptas., constituida en un 90 por cien de acciones de Telefónica.

La cartera de créditos sufre importantes modificaciones al consolidar, pues el Banco es un importante prestamista de las instituciones financieras.

Por el lado del pasivo, la consolidación del Banco supone la aparición de pasivos con el Fondo Monetario Internacional y de depósitos transferibles en moneda extranjera. Sin embargo, la partida más importante es el efectivo y los depósitos transferibles en pesetas. Esta partida es la vía por la que se monetiza el déficit público.

La partida P.4 -otros depósitos- registraba en el pasado los depósitos obligatorios, distintos

al coeficiente de caja, de las instituciones financieras en el Banco de España. La desaparición de estos depósitos, al ser absorbidos por el de caja, explica la evolución de la partida.

En cuanto a los títulos monetarios, la consolidación del Banco supone la eliminación de los pagarés del Tesoro en su cartera, quedando exclusivamente aquellos en poder de instituciones financieras y de familias y empresas. Hasta 1983 el Banco emitía sus pasivos monetarios -certificados de depósito y, posteriormente, certificados de regulación monetaria -pero en 1984 quedaron suprimidos.

También en el caso de la renta fija negociable es preciso suprimir la cartera de deuda pública en poder del Banco, ésta, como la de pagarés del Tesoro hasta 1987, se utilizaba con fines de regulación monetaria en operaciones de dobles.

Por lo que se refiere a la renta fija no negociable, también posee el Banco una pequeña proporción del saldo vivo de cédulas de inversión en su cartera, que por tanto han de desaparecer al consolidar.

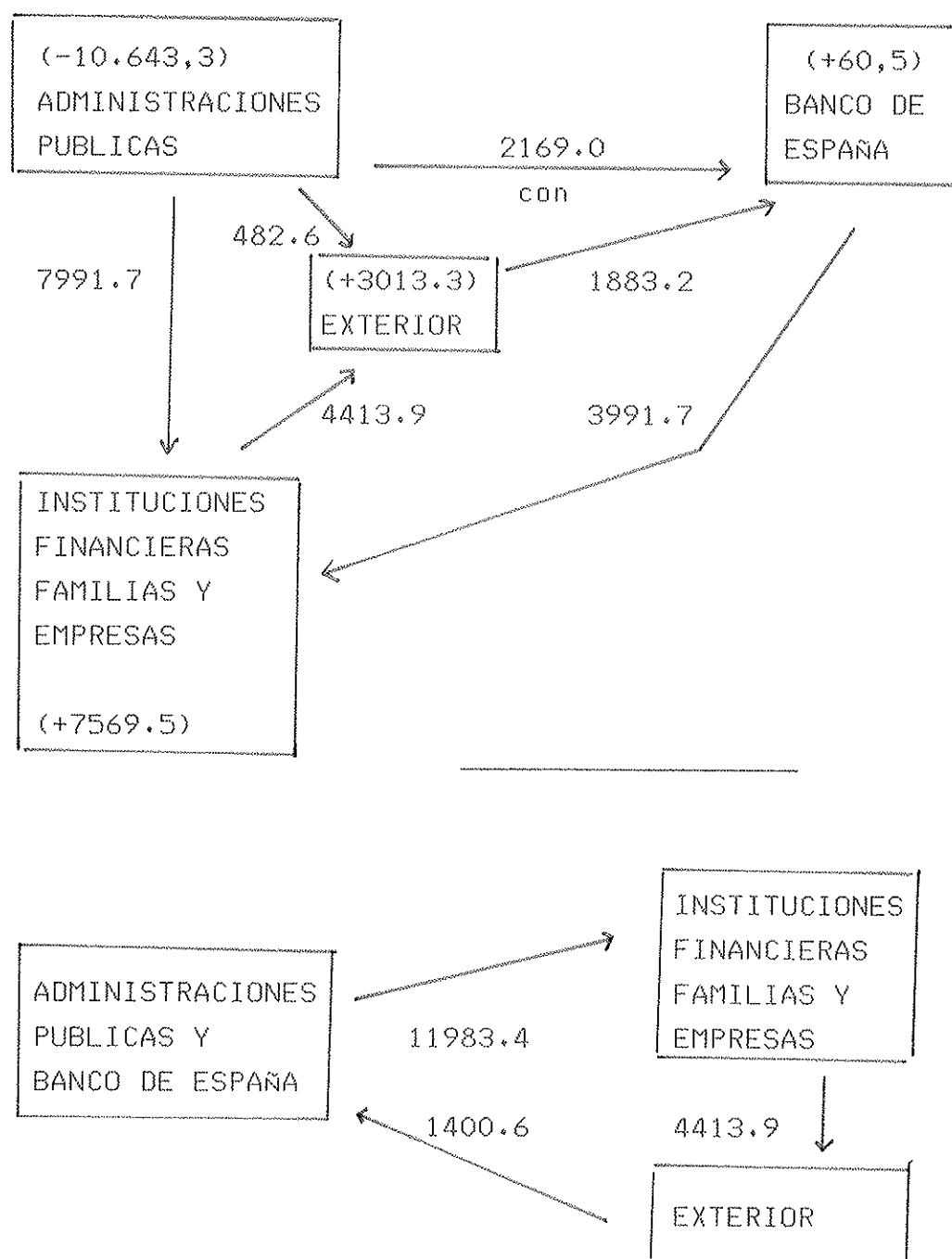
Finalmente los créditos, que exigen al consolidar la desaparición del crédito del Banco al Tesoro. Hecho esto quedan los créditos recibidos por la Administración de las instituciones financieras y los recibidos del exterior en moneda extranjera. Recuérdese que se incluyen en esta partida los títulos emitidos en moneda extranjera en el exterior.

Desde un punto de vista sectorial el endeudamiento en 1986 se distribuía como indica el

Gráfico 3. Las AAPP mantenían una posición deudora de 2.169 mm con el Banco, de 7.991,7 mm con el resto de sectores residentes y de 482,6 mm con el exterior. La consolidación del Banco, supone que el ente consolidado es deudor de 11.983,4 mm con los sectores residentes y acreedor de 1.400,6 mm con el exterior.

Volviendo a la distribución de la deuda por conceptos, en el Cuadro 17 se presentan de manera más sintética activos y pasivo. Sin embargo, quizá sea más oportuno examinar el Cuadro 18 donde ya se han realizado operaciones de saldo de posiciones acreedoras y deudoras.

GRAFICO 3

ENDEUDAMIENTO VIVO ENTRE SECTORES
1986m.m. de ptas.

CUADRO 17

ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y BANCO DE ESPAÑA

BALANCE FINANCIERO CONSOLIDADO

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ACTIVOS FINANCIEROS	1918,2	2245,2	2618,8	3048,4	3308,8	3706,4	4476,1	5911,5	8242,3	8496,0	9701,2
1) Activos frente al exterior	315,4	481,6	764,4	927,7	898,6	1175,5	932,1	1254,5	2127,1	1744,4	2005,0
2) Depósitos	181,2	196,9	200,5	188,6	194,8	234,9	602,2	847,3	983,6	1147,7	1163,6
3) Dotaciones al ICO	571,6	726,8	880,9	1047,8	1215,5	1439,9	1693,5	1972,4	2233,0	2391,3	2430,3
4) Activos ficticios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	119,9	204,9	644,9	839,5	1180,7
5) Resto	850,0	839,9	773,0	884,3	999,9	856,1	1128,4	1632,4	2253,7	2373,1	2921,6
PASIVOS FINANCIEROS	1940,0	2391,6	2894,8	3695,4	4330,0	5502,1	7114,4	9806,3	13702,9	15988,6	19103,3
1) Pasivos frente al exterior	123,6	257,6	210,3	164,8	175,6	264,1	431,9	718,4	906,1	857,9	604,4
2) Efectivo	593,9	752,1	912,9	998,0	1135,8	1274,6	1455,1	1587,5	1746,0	1949,3	2261,0
3) Activos de caja y otros depósito	423,8	481,4	588,3	975,4	1106,6	1237,1	1505,1	2021,1	4021,0	3991,5	4147,0
4) Títulos monetarios	0,9	0,4	37,0	99,2	187,3	596,3	1090,6	2455,9	3226,0	4652,2	5534,9
5) Renta fija negociable	130,2	147,7	180,3	274,3	353,8	483,8	749,4	842,8	975,5	1332,2	3080,1
6) Renta fija no negociable	462,7	487,5	680,7	772,5	902,4	1012,2	1120,0	1194,2	1791,1	1874,9	1890,2
7) Resto	204,9	264,9	285,3	411,2	468,5	634,0	762,3	986,4	1037,2	1330,6	1585,7

FUENTE: Banco de España

CUADRO 18

ADMINISTRACIONES PUBLICAS Y BANCO DE ESPAÑA

ENDEUDAMIENTO NETO

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1) EFECTIVO	593,9	752,1	912,9	998,0	1135,8	1274,6	1455,1	1587,5	1746,0	1949,3	2261,0
2) DEPOSITOS	242,6	284,5	387,8	786,8	911,8	1002,2	902,9	1173,8	3037,4	2843,8	2983,4
3) TITULOS MONETARIOS	-1,1	-2,6	34,1	96,6	185,7	595,5	1089,4	2454,9	3225,1	4651,8	5534,4
4) DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO	80,6	68,6	89,2	185,5	267,5	405,2	683,7	781,8	920,4	1287,9	3039,0
5) DEUDA NO NEGOCIABLE	462,7	487,5	680,7	772,5	902,4	1012,2	1120,0	1194,2	1791,1	1874,9	1890,2
6) OTROS PASIVOS NETOS EN PTS	-593,5	-492,9	-393,7	-381,7	-443,4	-142,7	-299,2	-584,0	-1160,5	-997,8	-1294,3
7) (-) ACTIVO NETO CON EL EXTERIOR	191,8	224,0	554,1	762,9	723,0	911,4	500,2	536,1	1221,0	886,5	1400,6
8) (-) DOTACIONES AL ICO	571,6	726,8	880,9	1047,8	1215,5	1439,9	1693,5	1972,4	2233,0	2391,3	2430,3
9) (-) ACTIVOS FICTICIOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	119,9	204,9	644,9	839,5	1180,7
TOTAL ENDEUDAMIENTO NETO	21,8	146,4	276,0	647,0	1021,3	1795,7	2638,3	3894,8	5460,6	7492,6	9402,1
TOTAL/PIB	0,3	1,6	2,5	4,9	6,8	10,5	13,5	17,5	21,7	26,9	29,3
TOTAL - ACTIVOS FICTICIOS	21,8	146,4	276	647	1021,3	1795,7	2758,2	4099,7	6105,5	8332,1	10582,8
SOBRE/PIB	0,3	1,6	2,5	4,9	6,8	10,5	14,1	18,4	24,3	29,9	33,0

FUENTE: Banco de España

En el Gráfico 4 se han representado de manera separada aquellas partidas del endeudamiento que resultan con saldo positivo (deudor) y negativo (acreedor). Se han representado en términos del PIB corriente, con las cifras del Cuadro 18.

El Gráfico 4 muestra de manera muy clara la evolución de las partidas deudoras. El efectivo, mantiene una evolución débilmente a la baja respecto al PIB. Las partidas de depósitos y títulos monetarios son difícilmente separables, pues parte de los pagarés del Tesoro no son otra cosa que un depósito obligatorio, mientras que buena parte de los depósitos están remunerados. La deuda negociable muestra una participación también relativamente estable, sólo perturbada por la deuda Rumasa en 1984. Finalmente, la deuda negociable a medio y largo plazo muestra una tendencia fuertemente creciente. En definitiva, una fuerte presencia de pasivos muy líquidos: efectivo, depósitos y títulos monetarios.

En cuanto a las partidas acreedoras, resaltar una vez más la importancia del crecimiento de los activos ficticios. También, la importancia absoluta, aunque con tendencia decreciente, de las dotaciones del ICO. El carácter de las otras dos partidas -activos netos exteriores y otras activos netos en pesetas- es más inestable. En un caso por tratarse de una partida influida por la política de tipo de cambio, en otro por el propio carácter heterogéneo de la partida que incluye activos y pasivos del sector con instituciones financieras y con familias y empresas.

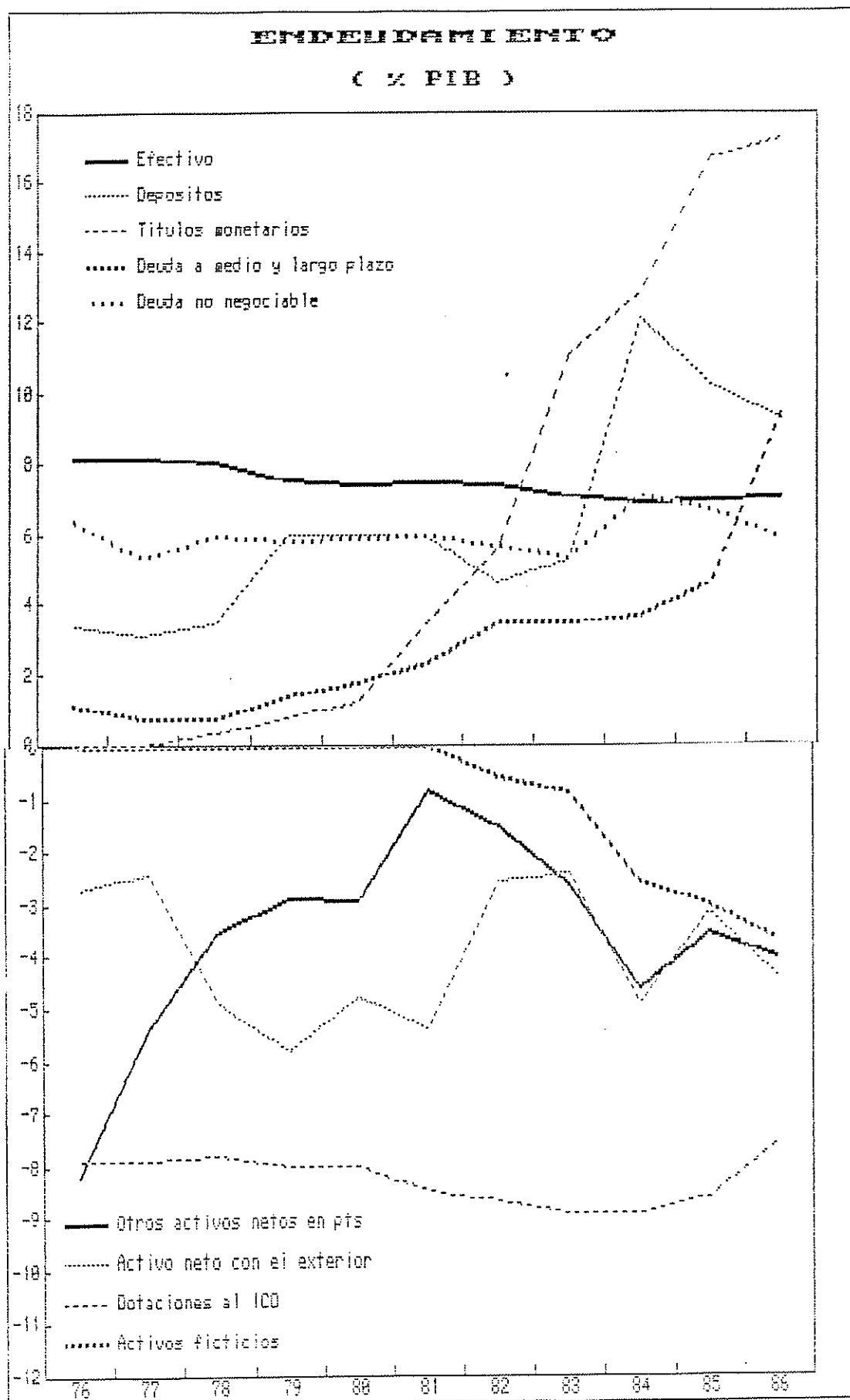
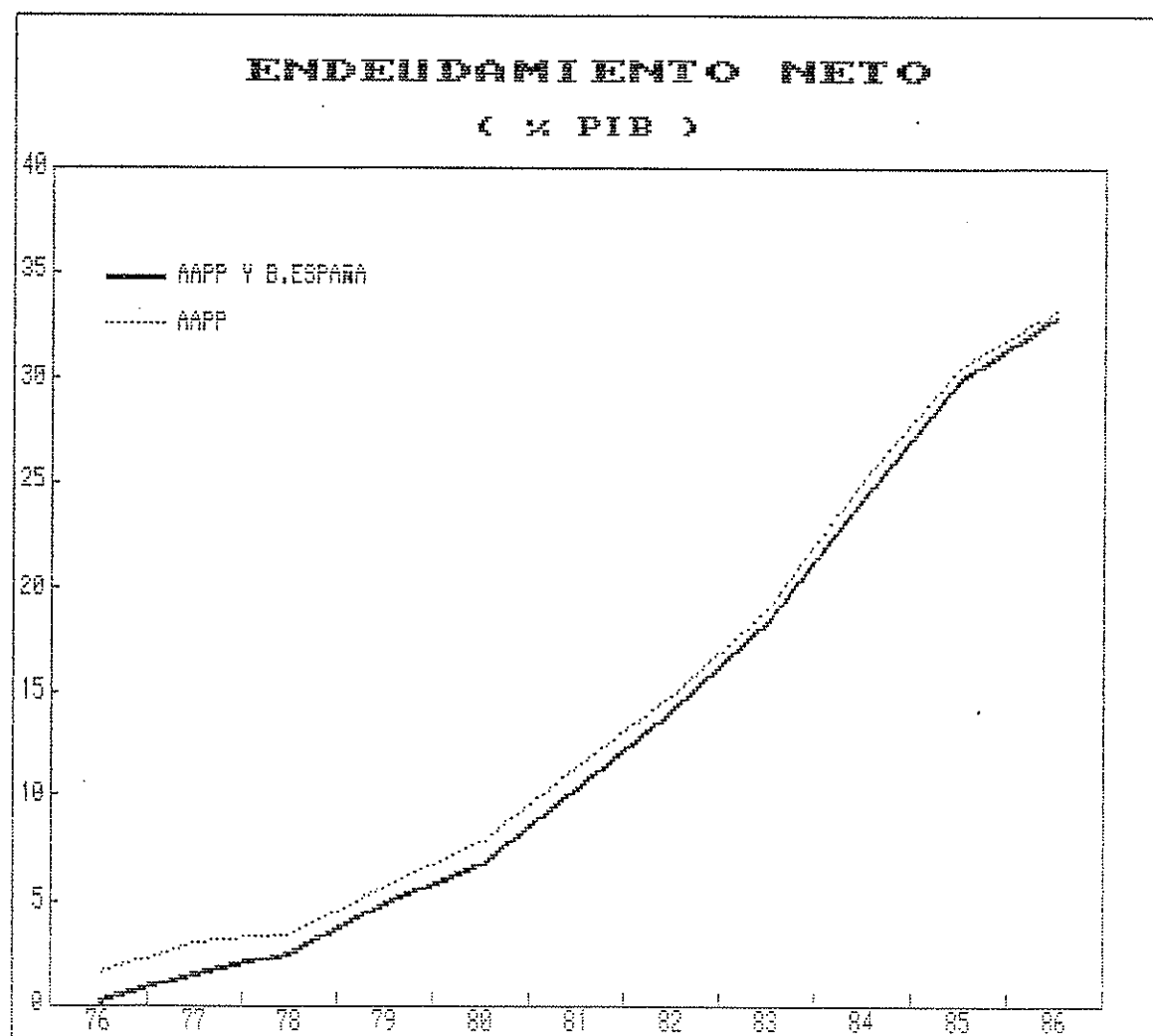


GRAFICO 5



ENDEUDAMIENTO NETO Y DEFICIT PUBLICO

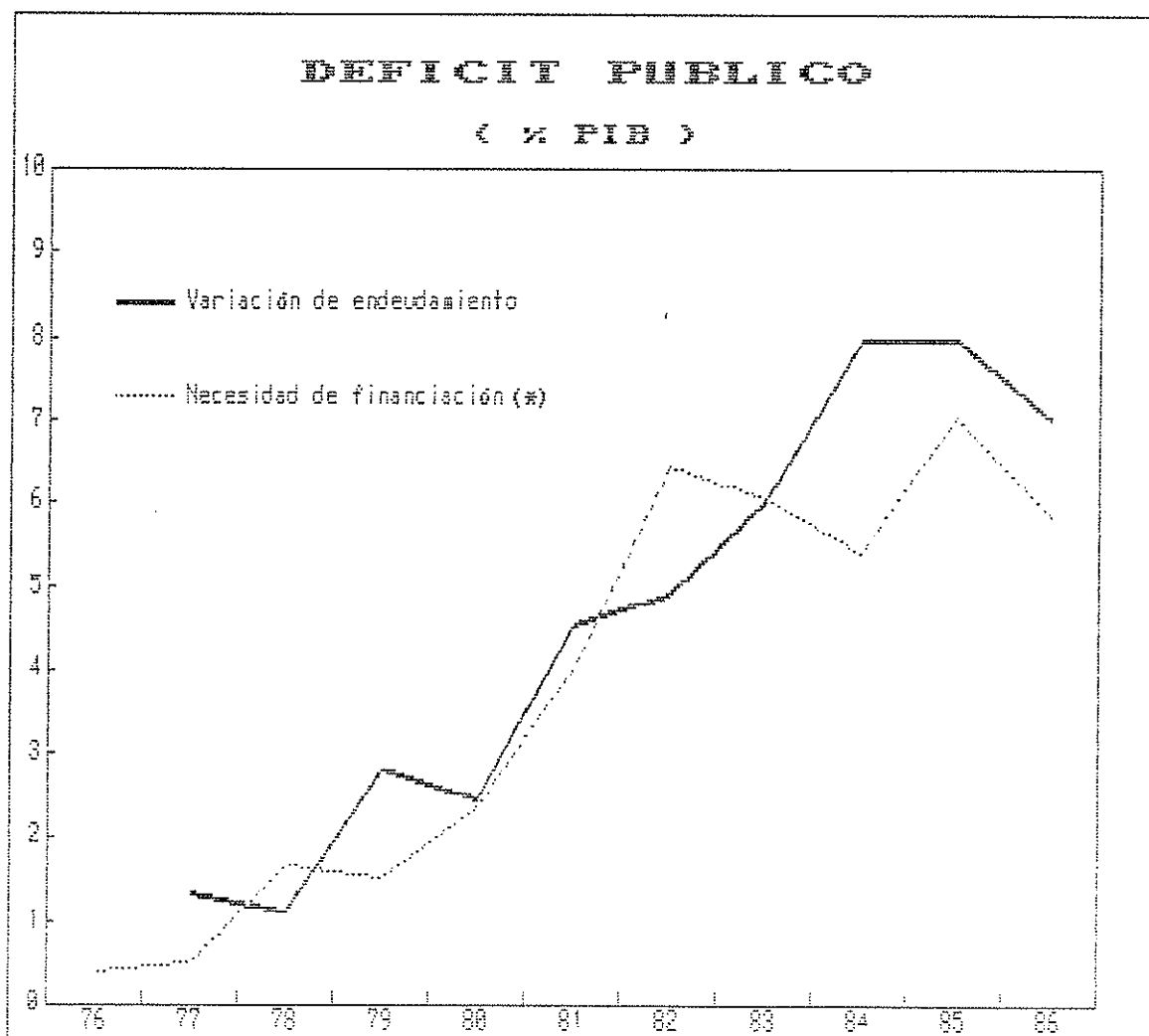
El Gráfico 5 muestra, en términos del PIB, el endeudamiento neto de las Administraciones Públicas y de éstas consolidadas con el Banco de España. Como dijimos más arriba, el Banco mantiene un saldo financiero acreedor neto, lo cual hace que el endeudamiento del ente consolidado sea algo menor.

Se comprueba que hasta 1985 la trayectoria del endeudamiento ha seguido una senda explosiva. En 1986 se modera la tasa de crecimiento.

El endeudamiento representado en el Gráfico es el que resulta del Cuadro 18 descontando los activos de carácter ficticio. Por construcción, la diferencia entre el endeudamiento de dos años consecutivos es una medida del déficit público corriente. Esta no coincidirá con el déficit público de contabilidad nacional por varias razones. Por un lado, este último es la necesidad de financiación resultante de las cuentas no financieras. Por otro lado, en nuestro caso incluimos al Banco de España. Finalmente, porque hemos excluido los activos de carácter ficticio.

En definitiva, el concepto que utilizamos representa el incremento de endeudamiento, es decir, la apelación neta que ha sido necesario realizar a los recursos ajenos. En el Gráfico 6 representamos ambas nociones de déficit: necesidad de financiación e incremento de endeudamiento.

GRAFICO 6



(*) Administraciones Públicas - Necesidad de financiación
Banco de España - Ahorro financiero

9. CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS DE DEUDA PUBLICA

En este apartado se exponen las principales características de los títulos de deuda interior emitidos por la Administración Pública para su financiación. Como ya hemos hecho notar anteriormente, cabe distinguir dos tipos de deuda: negociable y no negociable en el mercado. El cuadro adjunto muestra los principales tipos actualmente existentes.

TIPOS DE DEUDA PUBLICA

1. Deuda no negociable	Cédulas de inversión Deuda Rumasa Otras		
2. Deuda negociable	Corto plazo	Pagarés del Tesoro Letras del Tesoro	
	Deuda a me- dio y largo plazo	Del Estado	Bonos Obligaciones Desgravable
		De otras Administraciones	

DEUDA NEGOCIABLE

En este tipo de Deuda se incluyen las emisiones de Deuda computables dentro del coeficiente de Fondos Públicos de la Banca, Cajas de Ahorro o Compañías de Seguros que son de colocación forzosa.

Está constituida principalmente por las Cédulas de Inversión 'A', Cédulas de Inversión 'E', Deuda Rumasa y Deuda amortizable emitida en 1979. Sin embargo hay que destacar las Cédulas de tipo 'A' cuyo saldo vivo representa el 81.3% del total de la deuda no negociable en 1986 y 1987.

Las emisiones de Cédulas de Inversión 'A' tienen como objetivo la financiación de las dotaciones del Crédito Oficial, y puesto que está prevista la desaparición de dichas dotaciones, las emisiones han ido disminuyendo en los últimos tres años. La emisión neta ha pasado de un volumen de 171.3 mil millones de 1984, a 39.2 mil millones en 1986. Los tipos de interés nominales de las emisiones están por debajo de los de mercado y han variado muy poco en estos años, en 1983 era 7.3% y pasó a ser 7.4% en 1984, manteniéndose a ese nivel durante 1985 y 1986.

La Deuda Rumasa aparece en 1984 con una única emisión de 440 mil millones y a un tipo de interés también por debajo del de mercado.

PAGARES DEL TESORO

Los pagarés del Tesoro han sufrido un profundo cambio en cuanto a su papel en el mercado y en algunas de sus características de emisión como consecuencia de modificaciones habidas en la regulación financiero-fiscal.

Se emitieron por primera vez en 1981 y su función era financiar el déficit público sustituyendo al recurso al Banco de España y la emisión por parte de éste de certificados de regulación monetaria. Simultáneamente habían de servir como instrumento de regulación de la liquidez al servicio de la política de control monetario. Como más adelante comentaremos, actualmente han quedado convertidos en un coeficiente bancario y un refugio de dinero negro^a.

Se trata de títulos que pueden adoptar un triple soporte: anotaciones en cuenta en el Banco de España y títulos a la orden, fungibles (con posibilidad de transformación) o físicos.

Se emiten al descuento y hasta marzo de 1987 la emisión se realizaba mediante subastas competitivas -ordinarias y especiales- y mediante adjudicación directa al Banco de España. Han coexistido pagarés a 6, 12 y 18 meses de plazo de amortiza-

^aLas características y funciones de los pagarés del Tesoro sufrieron un cambio paulatino entre 1981 y 1984. Este está recogido con detalle en los Boletines Económicos del Banco de España de marzo de 1983 y septiembre de 1986.

ción, siendo este último el máximo legal posible para la deuda del Tesoro. Desde 1984 no se emiten pagarés a seis meses y desde marzo de 1987 sólo se emiten a 18 meses y mediante un anuncio de emisión que indica el precio y el tipo de interés implícito en la diferencia entre aquél y el nominal del título.

Sus características fiscales son determinantes del papel a que ha quedado reducido. Estas son consecuencia de la Ley 14/85 de 29 de mayo sobre Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros.

Según esta Ley se consideran rendimientos del capital mobiliario y, por tanto, sujetos a retención a cuenta de los impuestos de renta y sociedades, las contraprestaciones de todo tipo, dinerarias o en especie, satisfechas por la captación o utilización de capitales ajenos. En particular tienen esta consideración las primas de emisión y amortización y las diferencias entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso, y el comprometido a reembolsar al vencimiento, en aquellas operaciones cuyo rendimiento se fija, total o parcialmente, de forma implícita a través de documentos tales como letras de cambio, pagarés, bonos, obligaciones, cédulas y cualquier título similar.

Sin embargo, la Ley establece que los rendimientos de los pagarés del Tesoro y en general de los títulos emitidos por el Tesoro o el Banco de España utilizados como instrumento regulador del mercado monetario, se consideran excluidos de la necesidad de serles practicada retención a cuenta de los impuestos citados.

Esta característica pasó a primar a los títulos del Tesoro frente a los de otros agentes, pero no es determinante de su papel. Sí lo es, sin embargo, el hecho de que los agentes que transmitan pagarés no estén obligados a informar a la Administración Tributaria de la identidad del comprador. Este hecho consagró la opacidad fiscal del pagaré del Tesoro.

Una tercera característica -en este caso de regulación financiera- también afecta al papel de los pagarés del Tesoro. El Decreto Ley 6/84 de 8 de junio establece la existencia de un coeficiente obligatorio de pagarés del Tesoro para las instituciones del sistema bancario, con la misma base de computabilidad que el coeficiente de caja.

Todavía una cuarta característica debe ser citada para entender la problemática y evolución del mercado de pagarés del Tesoro. Este, como el resto de los activos del mercado monetario, se considera dentro del agregado objeto de control por el Banco de España -los Activos Líquidos en Manos del Público- cuando se encuentra en las carteras de los agentes del sector familia y empresas. Sin embargo, no se considera sujeta a coeficiente de caja la captación de recursos por las instituciones financieras mediante la cesión temporal de activos públicos y, en particular, de pagarés.

Las cuatro características citadas han dado lugar a la actual situación del Pagaré del Tesoro. La prima fiscal implícita en la opacidad, y parcialmente en la ausencia de retención, permitió al Tesoro bajar drásticamente los tipos de emisión abaratando la financiación del déficit. Pero esto hizo perder su atractivo para las entidades del

sistema bancario que se limitan a satisfacer el coeficiente. Existe una demanda adicional como refugio fiscal para personas físicas, pero el instrumento pierde su capacidad reguladora de liquidez pues las entidades financieras transmiten al público los excedentes que sobre su coeficiente les trata de colocar el Banco de España, inyectando la liquidez al sistema que el Banco intenta drenar⁹.

En el Cuadro 19 se aprecia claramente como el pagaré del Tesoro va perdiendo atractivo para las entidades financieras, quedando prácticamente limitada su cartera al cumplimiento del coeficiente. No es inmediato que todos los pagarés en manos del público lo estén por su opacidad fiscal, aunque es difícil encontrar otra justificación, dada la diferencia de rentabilidad de éstas frente a activos alternativos.

⁹En Ezquiaga, I y otros: Dos aspectos de interés en la evolución reciente de los pagarés del Tesoro. Papeles de Economía Española nº 32, Madrid 1987, un tratamiento excelente de la problemática del pagaré.

CUADRO 19

EXCEDENTE SOBRE COEFICIENTE OBLIGATORIO E INTERES
DEL PÚBLICO POR LOS PAGARES DEL TESORO (*)

	Coeficiente obligatorio	Excedente mantenido por banca y cajas sobre pasivos computables			Pagars del Tesoro en poder del público sobre saldo vivo
		Banca	Cajas	Total	
Enero 85	12,0	7,4	6,0	6,8	17,9
Febrero 85	11,0	8,6	7,0	8,0	19,0
Marzo 85	11,0	6,2	6,6	6,4	21,1
Abril 85	11,0	5,1	8,3	6,5	21,3
Mayo 85	11,0	4,9	8,4	6,4	25,6
Junio 85	11,0	6,3	9,4	7,6	26,2
Julio 85	11,0	4,8	7,9	6,2	29,8
Agosto 85	11,0	4,9	7,4	6,0	33,8
Septiembre 85	11,0	5,9	7,1	6,5	35,2
Octubre 85	10,0	6,4	7,4	6,8	37,1
Noviembre 85	10,0	3,4	7,5	5,2	40,2
Diciembre 85	10,0	2,6	4,2	3,3	43,3
Enero 86	10,0	4,9	5,3	5,1	46,1
Febrero 86	10,0	3,6	4,7	4,1	49,0
Marzo 86	10,0	3,4	4,1	3,7	50,5
Abril 86	10,0	2,5	2,9	2,7	54,8
Mayo 86	10,0	1,4	2,4	1,9	58,5
Junio 86	10,0	2,2	2,7	2,4	57,6
Julio 86	10,0	0,7	1,5	1,1	58,0
Agosto 86	10,0	0,5	0,9	0,7	57,3
Septiembre 86	10,0	1,3	1,0	1,2	57,5
Octubre 86	10,0	0,5	0,6	0,5	56,2
Noviembre 86	10,0	0,5	0,5	0,5	57,1
Diciembre 86	10,0	0,7	0,2	0,5	57,9
Noviembre 87	10,0				57,4

(*) Porcentajes. Excluimos las cooperativas de crédito, que comienzan su calendario de cómputo en enero de 1986. Las cifras de la banca no incluyen al Banco Exterior, que no está obligado por el coeficiente.

Fuente: Los mercados monetarios en 1986. Gescosa. Madrid 1987 y Banco de España.

CUADRO 20

TIPOS DE INTERES
 medio ponderado de emisión
 1987

	<u>Pagarés</u> (18 meses)	<u>Letras</u> (12 meses)
Junio	7,99	15,10
Julio	7,99	15,27
Agosto	7,99	15,01
Septbre	7,99	14,93
Octbre	7,99	14,14
Novbre	7,99	12,93

Fuente: Banco de España.

Como muestra el Cuadro 20 el tipo de interés de las letras excede holgadamente al de los pagarés. A pesar de ello el diferencial todavía favorece a aquellas personas físicas con tipos marginales impositivos elevados. Si el tipo de los pagarés no se reduce más es debido a que supone un elemento importante de la rentabilidad de las instituciones financieras -bancos y cajas- que tienen un volumen importante de recursos cautivos en el coeficiente de pagarés. De hecho, el tipo de interés de éstos coincide prácticamente con el de los depósitos obligatorios remunerados. Por ello, actualmente la situación es un tanto absurda y perjudicial para el Estado, pues por compartir un instrumento para captar recursos de dos colectivos tan distintos como son los bancos y cajas y los detentadores de dinero negro, éstos últimos reciben una prima sobre lo que pagaría el mercado

debido a que el tipo está fijado tomando en consideración su efecto sobre la rentabilidad de las instituciones.

LETRAS DEL TESORO

Ante la carencia de un instrumento de control monetario, el Ministerio de Economía y Hacienda se vió obligado a crear una nueva modalidad de Deuda del Tesoro a corto plazo: la Letra del Tesoro. Su finalidad es servir como instrumento regulador de la intervención monetaria y contribuir a la financiación del déficit del Estado.

La Orden Ministerial de 26 de enero de 1988 dispone la emisión y sus características.

La emisión de Letras del Tesoro se puede realizar mediante subasta competitiva o asignando la emisión total o parcilamente al Banco de España. Las letras de esta entidad podrán ser amortizadas anticipadamente por disposición del Director General del Tesoro y Política Financiera.

Las subastas se celebran ordinariamente cada 15 días, aunque existen subastas especiales que no tienen esa periodicidad.

Podrán realizar peticiones tanto los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones como la personas físicas o jurídicas que no sean titulares de cuentas. Estas últimas pueden dirigirlas al Banco de España directamente o a través de alguna entidad gestora.

Estos participantes pueden presentar sus peticiones de títulos de dos formas distintas, las llamadas peticiones competitivas, en las cuales deberá constar el volumen y el precio deseado, y las no competitivas, en las cuales sólo ha de constar el volumen, cuyo importe máximo es de 25 millones de pesetas. En las competitivas no existen limitaciones.

Una vez que se establece la demanda total, el Banco de España junto con la Dirección General del Tesoro fija el volumen de letras que se van a conceder, quedando así determinado el precio marginal de la subasta que será el correspondiente a la puja aceptada menos favorable para el Banco. Se adjudican todas las peticiones competitivas de precio ofertado igual o mayor al marginal, y todas las no competitivas al precio medio ponderado de las peticiones competitivas aceptadas.

El precio a pagar por las letras del Tesoro correspondientes a las peticiones competitivas que hayan sido aceptadas será el ofrecido, cuando éste sea inferior o igual al precio medio ponderado (superior o igual cuando nos referimos a tipos de interés), y este último, cuando el precio ofertado fuere igual o mayor (igual o menor cuando nos referimos a tipos de interés). El precio de adjudicación de las peticiones no competitivas es el medio ponderado.

Las Letras del Tesoro se emiten al descuento, con un nominal mínimo de 1.000.000 y un plazo no superior a 18 meses. Solamente están representadas en forma de anotaciones en cuenta, y por tanto no son susceptibles de transformación a título-valor.

Con respecto a su fiscalidad, hay que señalar que las Letras no desgravan en ningún impuesto, sus rendimientos no están sujetos a retenciones, pero tanto la Central de Anotaciones como las entidades gestoras deberán cumplir las obligaciones de información a la Administración Tributaria (nº 4, Art 11 del RD 505/1987).

Las Letras del Tesoro no son activos computables a efectos de la cobertura del coeficiente de inversión obligatoria y las operaciones de suscripción transmisión o negociación no exigen la intervención de fedatario público, ya que se representan en anotaciones en cuenta.

La letra del Tesoro, por tanto, ha pasado a cumplir el papel para el que fué diseñado el pagaré, pero que la Ley 14/85 le impide cumplir. Las Letras, como los Pagarés, son considerados activos líquidos, lo cual dificulta su función de instrumento regulador de la liquidez del sistema, pues la fluidez en el transvase de estos instrumentos—por otra parte necesaria— desde los intermediarios al público, afecta a la inestabilidad de los multiplicadores monetarios. En este caso, sin embargo, no puede decirse que el problema resida en el instrumento, sino en la definición excesivamente amplia del agregado objeto de control monetario^{1º}.

^{1º} Ver en este sentido C. Cuervo-Arango y J.A. Trujillo: La política monetaria y la evolución reciente de los flujos financieros. Papeles de Economía Española nº 32. Madrid 1987.

BONOS DEL ESTADO

Son títulos de renta fija emitidos al portador y con un nominal mínimo de 10.000 ptas. y cuyo plazo de amortización varía de 2 a 4 años. Los pagos de intereses se realizan periódicamente cada 6 meses. La suscripción de títulos se realiza a la par.

Con respecto a la fiscalidad, los Bonos del Estado, no desgravan en ningún impuesto y sus rendimientos son objeto de retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto de Sociedades, están exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales. Para su transmisión es necesario la intervención de un fedatario público. No son computables en los coeficientes de inversión obligatoria de las entidades financieras.

La primera emisión de Bonos del Estado se realizó en octubre de 1982 mediante el procedimiento directo de prefijar el tipo de interés, que a posteriori se demostró a todas luces excesivo: el 16 por cien. A partir de la O.M. de 9 de mayo de 1986 se dispuso el cambio al sistema de emisión mediante subasta llamado "holandés", que se practicaba en la subasta de pagarés, cuya característica fundamental es que todas las adjudicaciones se hacen al tipo de interés marginal.

La Orden Ministerial de 22 de enero de 1987 (BOE 2 febrero) establece las particularidades del sistema de subasta actualmente utilizado

OBLIGACIONES DEL ESTADO

Se trata de títulos nominativos de renta fija con nominal mínimo de 10.000 ptas. y período de amortización de 5 a 8 años. Los intereses se perciben semestralmente.

Los rendimientos están sujetos a retención a cuenta de los impuestos sobre la renta y sociedades. No desgravan en ningún impuesto y están exentos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales. No son computables en los coeficientes de inversión obligatoria de las entidades financieras. Su transmisión exige fedatario público, aunque éste no será el caso cuando se incorporen al mercado de anotaciones en cuenta.

No se emiten desde 1986; entonces se emitieron por el sistema de subasta competitiva y adjudicaciones no competitivas inferiores a 25 millones al tipo medio ponderado de la subasta. Este tipo se considera el nominal de la emisión.

Las peticiones competitivas cuyo tipo de interés solicitado era igual o inferior al tipo medio pagaban el 99,5 por cien del valor nominal del título. Por el contrario, para aquéllas en las que el tipo de interés solicitado era superior al tipo medio de la subasta, el Tesoro calculaba un precio tal que el tipo de rendimiento del título fuera igual al de un bono con el interés solicitado pero con prima en la compra al 99,5 del nominal.

Como comenta R. Ortega¹¹ una interpretación rigurosa de la Ley 14/1985 obligó al Tesoro a modificar este sistema de emisión cuando se dispuso la primera emisión por subasta de bonos del Estado en 1986. Se suprimió el sistema de prima sobre el nominal por un cupón complementario de intereses pagado en el momento de la emisión y la subasta se adjudica por el sistema "holandés", es decir, todos los participantes reciben el tipo marginal. Esto perjudica al Tesoro pues se trata del tipo más alto de las ofrecidas y aceptadas.

La razón del cambio residía en la existencia simultánea de rendimientos explícitos (cupones) e implícitos (primas) y la interpretación del tratamiento fiscal de estos últimos. Al transformarlos en cupón prepagado, su interpretación no plantea dudas.

DEUDA DESGRAVABLE

Son títulos de renta fija emitidos al portador con períodos de amortización de 3 a 5 años, aunque existe la posibilidad de que se amortice parcialmente a la mitad de la duración de la emisión; el nominal mínimo es de 10.000 ptas. y el pago de intereses se realiza semestralmente. La suscripción se realiza a la par.

La inversión en este tipo de Deuda desgrava en el IRFF, en las condiciones que la Ley de Presupuestos determina cada año.

¹¹R. Ortega: Presente y futuro de la política de deuda pública en España. Papeles de Economía Española nº 33. Madrid 1987.

Los rendimientos están sometidos a retención a cuentas de los Impuestos Generales, y está exenta del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales.

La Deuda Desgravable no es computable en el coeficiente de inversión obligatoria de las entidades financieras y para su transmisión es necesaria la intervención de fedatario público.

La primera emisión de este tipo de Deuda fué en diciembre de 1977 y la última en 1982.

DEUDA DE OTROS ORGANISMOS Y ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Son títulos de renta fija emitidos por Organos Autónomos Administrativos, Comunidades Autónomas, Diputaciones Provinciales y Locales, Cabildos Insulares y Ayuntamientos.

Son operaciones que deberán coordinarse entre sí y con la política de endeudamiento del Estado, dentro del Consejo de Política Fiscal y Financiera.

Las emisiones de CCAA, Diputaciones Provinciales y Forales, Cabildos Insulares y Ayuntamientos son computables en el tramo de fondos públicos de coeficiente de inversión de las cajas de ahorro de la comunidad.

RESUMEN

En el Cuadro 21 se resumen las características financiero fiscales de los distintos títulos de deuda. Se ha excluido la deuda desgravable, pues parece definitivamente abandonada, y también la de los entes territoriales, por su falta de homogeneidad.

En los Cuadros 22 al 24 se ofrecen las cifras de saldo vivo y emisión neta de los distintos tipos de deuda hasta noviembre de 1987.

CUADRO 21
CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS DE DEUDA

	<u>Pagarés</u>	<u>Letras</u>	<u>Bonos</u>	<u>Obligaciones</u>
RETENCION EN ISRPF e IS	NO	NO	NO	NO
EXENCION DEL ITP y AJD	SI	SI	SI	SI
OBLIGATORIEDAD DE INFORMAR ADM. TRIBUTARIA	NO	SI	SI	SI
FEDATARIO				
Mercado normal	NO	-	SI	SI
Central anotaciones	-	NO	NO	NO
DEGRAVACION	NO	NO	NO	NO
COMPUTA EN COEFICIENTES	SI	NO	NO	NO
PERTENECE A ALP	SI	SI	NO	NO
COMPUTAN LAS CESIONES TEMPO- RALES EN COEF. DE CAJA	NO	NO	NO	NO
EMISION	VENTA	SUBASTA	SUBASTA	SUBASTA
TIPO DE RENTAB.	DESCTO.	DESCTO.	CUPON	CUPON
PLAZO	HASTA 18 MESES	HASTA 18 MESES	2 a 5 AÑOS	5 A 8 AÑOS

CUADRO 22

DEUDA NEGOCIABLE

SALDO VIVO

AÑO	PAGARES	LETRAS	DEUDA AMORT. INTERIOR	DEUDA DESGR.	BONOS ESTADO	OBLIGAC. ESTADO	DEUDA PERPETUA	TOTAL	C. C. L. L.	C. C. A. A.
1979				130,0			10,6	140,6	14,0	
1980			54,7	209,8			10,7	275,2	27,3	
1981	30,0		44,2	307,7			10,7	392,6	57,5	15,9
1982	115,0		38,7	343,9	81,6		10,7	589,9	99,6	28,9
1983	1310,0		34,1	293,9	163,1	34,1	10,7	1845,9	102,7	46,0
1984	3675,4		28,3	219,5	208,7	175,6	10,7	4318,2	105,3	74,7
1985	5100,3		25,8	198,6	316,6	362,0	10,7	6014,0	115,5	111,6
1986	5962,8		23,3	172,4	1729,9	774,4	10,7	8673,5	167,5	177,3
1987	5387,1	2596,5	20,6	162,6	2396,5	774,4	10,7	11348,4	189,8	178,7

DEUDA NEGOCIABLE

EMISIONES NETAS

AÑO	PAGARES	LETRAS	DEUDA AMORT. INTERIOR	DEUDA DESGR.	BONOS ESTADO	OBLIGAC. ESTADO	TOTAL	C. C. L. L.	C. C. A. A.
1979			-6,5	70,0			63,5	10,5	
1980			-10,9	79,8			68,9	13,3	
1981	30,0		-10,5	97,9	81,6		199,0	30,2	15,9
1982	85,0		-5,5	36,2	81,5	34,1	231,3	42,1	13,0
1983	1195,0		-4,6	-50,0	45,6	141,5	1327,5	13,1	17,1
1984	2365,4		-5,8	-74,4	107,9	186,4	2579,5	2,6	28,7
1985	1424,9		-2,5	-20,9	1413,3	412,4	3227,2	10,2	36,9
1986	862,5		-2,5	-26,2	666,6		1500,4	52,0	65,7
1987	-575,7	2596,5	-2,7	-9,8			2008,3	22,3	1,4

FUENTE: Banco de España

CUADRO 23

DEUDA NO NEGOCIABLE

SALDO VIVO

AÑO	CEDULA INV. "A"	CEDULA INV. "E"	DEUDA RUMASA	DEUDA AMORT. /79	TOTAL
1979	826,1	1,3		24,8	852,2
1980	963,8	1,3		24,8	989,9
1981	1089,5	1,3		24,8	1115,6
1982	1219,5	1,3		24,8	1245,6
1983	1350,8	1,3		24,8	1376,9
1984	1522,1	1,3	440,0	24,8	1988,2
1985	1633,5	1,1	421,0	24,8	2080,4
1986	1672,7	0,7	360,1	24,8	2058,3
1987	1536,2	0,4	337,2	24,8	1898,6

DEUDA NO NEGOCIABLE

EMISIONES NETAS

AÑO	CEDULAS INV. "A"	CEDULAS INV. "E"	DEUDA RUMASA	DEUDA AMORT. /79	TOTAL
1979	156,3			24,8	181,1
1980	137,3				137,3
1981	125,7				125,7
1982	130,0				130,0
1983	131,3				131,3
1984	171,3		440,0		611,3
1985	111,4	-0,2	-19,0		92,2
1986	39,2	-0,4	-61,0		-22,2
1987	-136,5	-0,3	-22,9		-159,7
					0,0

FUENTE: Banco de España

CUADRO 24

	COMUNIDADES AUTONOMAS					
	SALDOS VIVOS DE DEUDA					
	1981	1982	1983	1984	1985	1986
PAIS VASCO	5,6	11,8	18,2	23,1	30,3	42,0
CATALUÑA	10,3	10,3	14,8	22,2	28,8	42,0
ANDALUCIA	-	6,8	6,8	6,8	15,0	19,7
MURCIA	-	-	1,3	1,2	2,0	6,5
GALICIA	-	-	3,0	3,0	8,5	8,3
ASTURIAS	-	-	1,8	3,8	3,8	4,6
CASTILLA-LEON	-	-	-	1,5	4,3	7,3
CASTILLA-LA MANCHA	-	-	-	2,0	2,0	3,0
CANARIAS	-	-	-	2,5	2,5	12,5
BALEARES	-	-	-	1,2	1,3	1,3
ARAGON	-	-	-	2,2	2,0	3,5
VALENCIA	-	-	-	5,2	10,6	19,0
NAVARRA	-	-	-	-	-	7,0

10. MERCADO DE DEUDA ANOTADA^{1 2}

LA CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA

La Central de Anotaciones está concebida como un servicio público del Estado gestionado por el Banco de España y a ella corresponden las tareas de emisión, pago de intereses y amortización de la deuda anotada. En lo que respecta a las emisiones, la Central permite la separación entre el derecho incorporado al activo público y el título en el que tradicionalmente se expresaba tal derecho. En efecto, ahora el derecho puede materializarse en una pura anotación contable a favor de su titular, si bien éste puede solicitar la transformación de tal anotación en título valor, lo cual requerirá la intervención de fedatario público.

Es tarea fundamental de la Central de Anotaciones mantener registro de la titularidad de las anotaciones que resulten bien de la emisión de la deuda o de su transmisión posterior en el mercado secundario y ello tanto en lo que respecta a las propias cuentas de valores de los titulares de cuentas, como a la subcuentas de clientes que algunos titulares (las gestoras de deuda) pueden mantener.

La Central de Anotaciones se configura así como un gran sistema de compensación de valores

^{1 2} Este apartado ha sido elaborado a partir de un trabajo de Carlos Cuervo-Arango sobre el Nuevo Mercado de Deuda Pública no publicado.

públicos que mantiene en todo momento control de la titularidad de los activos, realiza los cargos y abonos de valores correspondientes a las operaciones de mercado secundario y se coordina con el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del propio Banco de España de forma que las contrapartidas de efectivo en las operaciones señaladas se salden a través de las cuentas corrientes de efectivo que los titulares de cuentas en la Central de anotaciones tendrán abiertas en el Banco. Además, la Central se ocupa de todos los trámites referidos al reembolso de los títulos a su amortización y al pago de cupones a su titulares, practicando en su caso la pertinente retención fiscal.

Sólo podrán ser titulares de cuentas en la Central de Anotaciones las entidades e intermediarios financieros que cumplan una serie de requisitos de orden general: Pertenecer a alguna de las categorías señaladas en la Orden Ministerial de 19 de mayor de 1987 poseer unos recursos mínimos de 200 millones de pesetas; someterse a las reglas de funcionamiento del Sistema de Anotaciones y del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España, establecidas en la Circular del B. de España 16/1987; y aceptar la supervisión y control del Banco, facilitándole cuanta información requiera. Ahora bien, un subgrupo especial de los titulares de anotaciones, las entidades gestoras de anotaciones por cuenta de terceros, podrán mantener dentro de su cuenta en la Central subcuentas que reflejen los saldos de deuda de sus clientes; estas entidades se configuran, pues, como los cauces de participación de los inversores no financieros en la Central de Anotaciones y, por ente, en el propio mercado de deuda anotada.

Es difícil exagerar la importancia de la

Central de Anotaciones. Con la excepción del antiguo sistema de referencias técnicas en el mercado de Pagarés del Tesoro, por primera vez se lleva a efecto en España la separación entre el título-valor y el derecho a él incorporado, y ello en un mercado del volumen y la importancia del de deuda pública. Se abaratan con ello enormemente los costes de emisión y transimisión de los activos, que ya no exigen el trasiego de los títulos físicos ni la intervención de un Agente de Cambio y Bolsa. Aumenta también la seguridad de las transacciones, al tiempo que se reducen los períodos de liquidación. Se abre el camino, en suma, para el desarrollo de sistemas parejos aplicados a otros mercados financieros, como exige cada vez con mayor urgencia su amplitud y complejidad.

2. Activos Negociados.

Como es natural, en el nuevo mercado de deuda, vinculado a la Central de Anotaciones, se negocian todos los activos públicos susceptibles de materialización en forma de anotaciones. ¿Cuáles son estos?. La Orden Ministerial de 19 de mayo de 1987 establece que será susceptible de materializarse en forma de anotaciones toda deuda del Estado en cuyas condiciones de emisión así se determina, requisito que vienen cumpliendo todas las emisiones de deuda a medio y largo plazo emitidas a partir de la citada Orden Ministerial. Además, se declaran susceptibles de materialización en anotaciones todas las emisiones del Estado realizadas entre el comienzo de 1985 y abril de 1987.

Igualmente, están adscritas al sistema de la Central de anotaciones todas las emisiones reali-

zadas de Letras del Tesoro, el nuevo instrumento de deuda a corto plazo, cuyas características fundamentales discutimos en el Cáp. 9. También los Pagarás del Tesoro se refunden en la Central de Anotaciones y, en el futuro, no sería extraño que se emitiese soportada en anotaciones contables en las Comunidades Autónomas, Empresas Públicas e incluso las emisiones en pesetas de algunos organismos supranacionales (CEE, EUROFIMA, etc.).

En resumen, el nuevo mercado de deuda pública absorbe toda la negociación de la deuda del Tesoro y del Estado sea cual sea su materialización aún cuando es clara la dinámica de incluir toda ella en la Central de Anotaciones. En su segmento mayorista se opera exclusivamente con las emisiones ya incluidas en la Central de Anotaciones que son también las que concentran la mayor parte de la negociación al por menor. Existen, si embargo, segmentos del mercado, cada día más residuales, en los que se negocian títulos físicos, sea de emisiones no susceptibles de materializarse en anotaciones, sea de aquellas otras que sí admiten tal materialización, pero cuyos titulares han optado por representar en forma de título-valor. La mayor parte de esta negociación se concentra en las Bolsas de Valores, por exigir la intervención de un fedatario público en las transacciones efectuadas, aún cuando, las Bolsas de Valores también gozan de un régimen específico para la negociación de la deuda anotada.

3. Estructura del Mercado. Mercado Primario.

Dada su importancia y función como eje de todo el sistema financiero español, en el mercado de deuda pública participan la mayoría de los agentes que existen en el sistema: el Tesoro, el

Banco de España, la práctica totalidad de los grandes inversores institucionales (entidades de depósito, compañías de seguros, fondos de inversión, etc.), un gran número de pequeños inversores finales (familias y empresas) y, entre unos y otros, una red de agentes intermediarios que aseguran la liquidez del mercado, lo dotan de la profundidad necesario y aseguran un elevado nivel de eficiencia en la negociación y la formación de los precios de los activos (creadores de mercado, gestores de deuda y mediadores entre creadores de mercado).

Una clarificación adecuada de la estructura del mercado, requiere distinguir entre sus segmentos primario y secundario. En el mercado primario, el agente principal es, desde luego, el Tesoro. Su papel es determinar las características, volúmenes y plazos de las emisiones que desee realizar, en función de sus necesidades de financiación y de la coordinación que debe existir con el B. de España en el desarrollo de la política monetaria. Junto a ello cumple tareas de regulación obvias. Actualmente, el Tesoro publica con antelación un calendario especificando el tipo de deuda que piensa emitir y las fechas de emisión. Se trata de un primer paso en una política tendente a asegurar un flujo regular de emisiones que reduzca la incertidumbre de los participantes en el mercado y les permita trabajar en íntima conexión con el emisor. Un paso adelante en este sentido sería anunciar a priori el volumen aproximado de financiación que se desea obtener con cada emisión, lo que evitaría al Tesoro la tentación de rehuir el mercado en momentos en que las condiciones del mismo no fuesen las que él juzgase ideales, reforzaría sus lazos con los grandes agentes mayoristas y contribuiría a la mayor transparencia de los precios.

En lo que respecta al mercado primario de deuda pública, el Banco de España cumple diversas funciones. En primer lugar, las que se derivan de su papel como agente del Tesoro encargado de los aspectos operativos de la emisión muy ligados a su papel como gestor de la central de Anotaciones (recepción de peticiones para las subastas, distribución de saldos y anotaciones pertinentes una vez resueltas, etc.) Pero, además, el B. de España desarrolla un papel sumamente importante como inversor en el mercado de deuda. En efecto, tanto para el desarrollo del control monetario a través de operaciones de mercado abierto cuanto para poder cumplir su función de ordenar y constituir última línea de soporte de la liquidez del mercado secundario, el B. de España requiere una importante cartera de deuda, tanto a corto plazo (Letras del Tesoro) como de las emisiones de bonos y obligaciones a medio y largo plazo. Presumiblemente, tal cartera deberá ir aumentando con la extensión de las operaciones de mercado abierto y el propio desarrollo del mercado de deuda.

En cuando a los "inversores" deben distinguirse dos grupos, los inversores institucionales que adquieren grandes volúmenes de deuda para su propia cartera o para la posterior cesión a sus clientes (bancos, cajas de ahorro, cajas rurales, sociedades instrumentales, compañías de seguros, fondos de inversión, etc.) y los pequeños inversores finales que adquieren la deuda básicamente para sus propias carteras.

4. Estructura del Mercado. Mercado Secundario.

Dentro de la estructura del mercado secundario de deuda pública, distinguiremos dos anillos.

El anillo exterior estructura la colocación y negociación de la deuda con los inversores finales. El anillo interior comprende las relaciones de las distintas instituciones financieras entre sí y con el Banco de España. En cada caso, detallamos los agentes que participan en la negociación y sus funciones, así como el tipo de operaciones que se realizan.

4.1. Anillo exterior. Relaciones entre el público y las entidades gestoras y entre éstas.

El agente financiero básico en la transmisión de la deuda hacia el público y su posterior negociación son las Entidades Gestoras de Anotaciones por Cuenta de Terceros. Ellas son las que a través de diferentes subcuentas en su cuenta de la Central de Anotaciones, ofrecen al inversor final una vía simple y eficiente de participación en el mercado.

Los requisitos para ser Entidad Gestora son una extensión de los que en su día se fijaron para las entidades delegadas del Tesoro en el mercado de sus pagarés. Sin embargo, aumenta ahora el papel supervisor del Banco de España, que es quien informa de las solicitudes para constituirse en entidad gestora y que podrá fijar algunos requisitos adicionales para poder acceder (o permanecer) a esa categoría, por ejemplo exigiendo un saldo determinado de cuentas de terceros en un cierto plazo.

La función básica de las entidades gestoras, ya lo hemos dicho, es abrir y gestionar las anotaciones en cuenta por cuenta de terceros, es decir, todos los inversores que no pueden disponer de

cuenta propia en la Central de Anotaciones. Consecuentemente, las entidades gestoras desarrollan con estos clientes operaciones de compra y venta de deuda que se expresan en abonos y adeudos en sus propias cuentas de terceros.

La actuación de las entidades gestoras no se reduce a la operativa con terceros no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones. Muy al contrario, también pueden realizar operaciones con titulares de cuentas, aunque en este caso los resultados de las transacciones se reflejarán justamente en las cuentas que sus clientes tengan abiertas en la Central de Anotaciones, para la liquidación de valores, y en las cuentas de tesorería abiertas en el Banco de España, para la liquidación del efectivo.

Las entidades gestoras que deseen ofrecer contrapartida en nombre propio, deberán cotizar públicamente cambios comprador y vendedor de las referencias en que estén dispuestas a operar y a tales cambios estarán obligadas a aceptar las órdenes de compra y venta que realicen sus clientes, siempre que no excedan de 5 millones de pesetas. Para cantidades superiores, podrán ofrecer si lo desean otros cambios, aunque no están obligadas a ello.

Las Bolsas de Valores han organizado un sistema complementario de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre deuda anotada. Las entidades gestoras que deciden adherirse a este sistema, han de adscribir al mismo los saldos de anotaciones de terceros que deseen, desglosándolos dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones. Las operaciones efectuadas por este sistema siguen los procesos de liquidación

establecidos por las Bolsas, cuyo Servicio de Coordinación ha de comunicar diariamente a la Central de Anotaciones los saldos agregados a terceros, con la indicación de la emisión a que correspondan, de cada una de las entidades gestoras adheridas al sistema. Hoy por hoy, sin embargo, la negociación en Bolsa de deuda anotada es de pequeña magnitud y atiende primordialmente a la operativa de pequeños inversores que encuentran en la deuda una inversión puente entre operaciones de inversión propiamente bursátiles.

Finalmente, debe resaltarse que las operaciones de compraventa simples y con compromiso de recompra realizadas entre entidades gestoras, son frecuentemente intermediadas por agentes especializados, los intermediarios en el mercado monetario (brokers), cuya labor es tratar de acercar las posiciones compradoras y vendedoras entre gestoras y entre éstas y el resto de las insituciones financieras que participan en el mercado interbancario. Su remuneración se obtiene por las comisiones cobradas a las partes por las operaciones realizadas con su mediación.

4.2. Anillo interior.

A) Relaciones entre la Entidades Gestoras y las Entidades Creadoras de Mercado.

Dentro del anillo interior del mercado de deuda pública debemos distinguir dos grupos diferentes de relaciones: las que ligan a las entidades Gestoras con las Entidades Creadoras de Mercado y las que relacionan estas últimas con el Banco de España a través de las operaciones de mercado abierto. Empezamos nuestra discusión con

las primeras.

Las Entidades Creadoras de Mercado constituyen un grupo especial de Entidades Gestoras que asumen de una forma específica y voluntaria la tarea de asegurar la liquidez del mercado de deuda pública, estando dispuestas a cotizar de forma continuada y en firme precios de compra y venta de un conjunto de emisiones tanto entre sí como a otras entidades gestoras.

Como puede verse, se trata de requisitos bastante imprecisos en algunos casos que el Banco de España irá concretando paulatinamente y que acabarán definiendo un núcleo reducido de creadores de mercado especializados y con una clara vocación de realizar negocio a través de la negociación de activos públicos.

La obligación de cotizar continuamente precios de compra y venta en firme, la desarrollan los creadores de mercado en dos frentes diferenciados:

- A requerimiento de otras entidades gestoras, que pueden acudir a ellos buscando la reestructuración de su carteras, bien por haber realizado una operación de compra de activos a un cliente que excede del nivel que desea mantener en su cartera, bien porque el flujo de ventas a sus clientes le fuerza a reponer sus existencias en momentos en que las emisiones de mercado primario pueden no estar disponibles o ser insuficientes.

- Entre los propios creadores de mercado, cuyas operaciones de compra-venta se desarrollan a través de las redes informáticas establecidas por los intermediarios especializados en esta activi-

dad.

En todo caso, realizando esta labor de cotización en firme tanto entre sí como con otras entidades gestoras, las entidades creadoras de mercado aseguran la liquidez del conjunto del mercado de deuda, al garantizar la existencia permanente de precios de compra y venta para partidas importantes de deuda a las cuales pueden operar las gestoras y permitiendo, con ello, que éstas puedan desarrollar con sus clientes tareas análogas de cotización en firme, aunque en menor escala.

Por otra parte, puesto que la negociación que se genera entre creadores de mercado configura un mercado al por mayor, ciego, en el sentido de que quien compra o vende no conoce la identidad de su contrapartida y en el que se negocia siempre al mejor precio existente, por la estructura de los sistemas de ejecución de órdenes que gestionan los intermediarios especializados, es claro que es aquí donde se generan los precios de referencia para el conjunto del mercado de deuda que, mediante sucesivos diferenciales, serán los precios de que disfruten los inversores que participen en el mismo. Este núcleo del mercado cumple pues, un papel fundamental tanto como vehículo del establecimiento cuanto como garante de la liquidez del mercado en su conjunto.

Junto a las entidades gestoras y las entidades creadoras de mercado, desarrollan un papel de primer orden en este anillo interior del mercado de deuda los intermediarios entre entidades creadoras de mercado o interdealer brokers. Su función es establecer sistemas de ejecución de órdenes que permitan a los creadores de mercado cotizar entre

sí precios en firme y cerrar operaciones sin desvelar en ningún caso la contrapartida de cada operación.

B) Relaciones entre el Banco de España y las Entidades Creadoras de Mercado.

Un aspecto fundamental del anillo interior del mercado de deuda pública concierne las relaciones entre el Banco de España y el grupo más activo de las entidades creadoras de mercado. En efecto, la existencia de un núcleo de mercado activo, profundo y dotado de un elevado nivel de liquidez, constituye un instrumento inestimable para que el Banco de España pueda desarrollar a su través operaciones de mercado abierto, es decir, compras y ventas de activos públicos con propósitos de regulación de la liquidez del sistema.

11. LA FINANCIACION DEL DEFICIT Y LA RELACION ENTRE POLITICAS

Hemos mencionado en otro apartado que la necesidad o capacidad de financiación del Estado coincide prácticamente con la de las Administraciones Públicas, si excluimos las territoriales. En este apartado examinaremos las alternativas a disposición del Estado para financiar su déficit de recursos y la repercusión que tienen a nivel macroeconómico.

Las alternativas de financiación son:

Emisión de deuda interior

Emisión de deuda exterior

Recurso al Banco de España

Emisión de moneda metálica

La emisión de deuda interior supone afectar a la demanda de fondos prestables; acudir al ahorro interno. Esto, dado lo demás, ha de presionar al alza los tipos de interés nominales. Las características de la deuda emitida podrían influir sobre la inflación. Este sería el caso si aceptamos que el grado de liquidez de los instrumentos de deuda en manos del público, esto es, la facilidad con que puedan ser transformados en medios de pago, es un elemento importante que influye sobre el nivel de demanda nominal agregada de producción. De hecho, en la actualidad el Banco

de España considera que tanto los pagarés como las letras del Tesoro en manos de público, ejercen un efecto positivo sobre dicha demanda y deben ser controlados junto con otros activos líquidos para vigilar la evolución del nivel de precios.

Por otro lado, indirectamente la emisión de deuda a través de su presión al alza sobre los tipos de interés, repercute negativamente sobre la demanda de aquellos instrumentos líquidos para los que el tipo de interés de la deuda es un coste de oportunidad. La disminución de la demanda de estos activos más cercanos al dinero, dada su oferta, supone un elemento inflacionista.

En resumen, podemos afirmar que la emisión de deuda interior presiona sobre los tipos de interés y puede tener efectos inflacionistas en la medida en que estos afecten negativamente a la demanda de dinero, o la deuda que tenga características de liquidez que la hagan equivalente a éste.

La emisión de deuda exterior, suponemos que denominada en divisas, supone una apelación al ahorro de otros países y, por tanto, no tiene efectos inmediatos sobre los tipos de interés interiores. Sin embargo, la apelación exterior supone un aumento de la oferta de divisas en el mercado interior y, por tanto, una presión a la baja sobre el tipo del cambio de nuestra moneda. Esta apreciación de nuestra moneda puede comprometer la política de tipo de cambio de gobierno, que tiene la balanza comercial en uno de sus puntos de mira.

La política de tipo de cambio es ejecutada por el Banco de España y ha de compaginarla con la

de control monetario. Si pretende contrarestar el efecto del aumento de la oferta de divisas provocado por la emisión exterior de deuda, deberá comprar dichas divisas. Su cambio por pesetas incrementaría la liquidez interna lo cual compromete la política de control de la inflación.

En resumen, la apelación al ahorro exterior involucra a las políticas de tipo de cambio y control monetario, pues la balanza comercial o la inflación podrían verse directamente afectados.

Otra alternativa de financiación del déficit público es el recurso al Banco de España. Esta posibilidad afecta directamente a la política de control monetario. En la medida en que el Banco suministra financiación al Tesoro, genera liquidez, con el consiguiente efecto inflacionista. Si el Banco desea contrarestar este efecto ha de detraer liquidez del sistema bancario a través de la elevación del coeficiente de caja o mediante la colocación de títulos -generalmente públicos- de su cartera entre las instituciones financieras. También puede considerarse como drenaje de liquidez la disminución de créditos concedidos al sistema bancario.

La realización de operaciones de venta de títulos públicos por el Banco a las instituciones, tiene el problema de que, en la medida en que sean de elevada liquidez -pagarés y letras- y sean cedidos a su vez por las instituciones al público, no detraen la liquidez deseada. Este problema, que entorpece el control monetario, surge como consecuencia de la amplitud de concepto de agregado monetario objeto de control que utiliza el Banco de España en la actualidad, que incorpora las letras y pagares del Tesoro en manos del Público.

En la medida en que el Banco de España esterilice la liquidez suministrada al Tesoro mediante la detracción de recursos del sistema, el efecto sobre los tipos de interés y la inflación será básicamente similar al ejercido por la financiación directa del Tesoro mediante deuda. Si existe alguna diferencia, será debida a cuestiones secundarias relacionadas con los títulos o coeficientes utilizados y el proceso de transmisión de las influencias a través del sistema bancario. Pero, en todo caso, las diferencias no deberían ser muy importantes.

Finalmente, existe una cuarta alternativa de financiación; la emisión de moneda metálica. Esta emisión se autoriza hasta un límite en los Presupuestos Generales del Estado y es puesta en circulación por el Banco de España que abona el importe en la Cuenta del Tesoro. Naturalmente, esta financiación es directamente inflacionista, pues la moneda metálica forma parte del dinero legal. Sin embargo, la magnitud de las emisiones es pequeña en relación a los recursos obtenidos por las otras fuentes de financiación. En los últimos diez años nunca ha superado el 2,1 por cien de la variación de pasivos del Estado, quedando la mayoría de los años alrededor del uno por ciento.

No hemos hecho referencia a otra alternativa de financiación que en algunos casos puede tener una importancia considerable: la enajenación de activos públicos.

Entra dentro de este capítulo la privatización de empresas públicas o cualquier otro tipo de activo de esta titularidad. El efecto que tales ventas pueda tener sobre las variables macroeco-

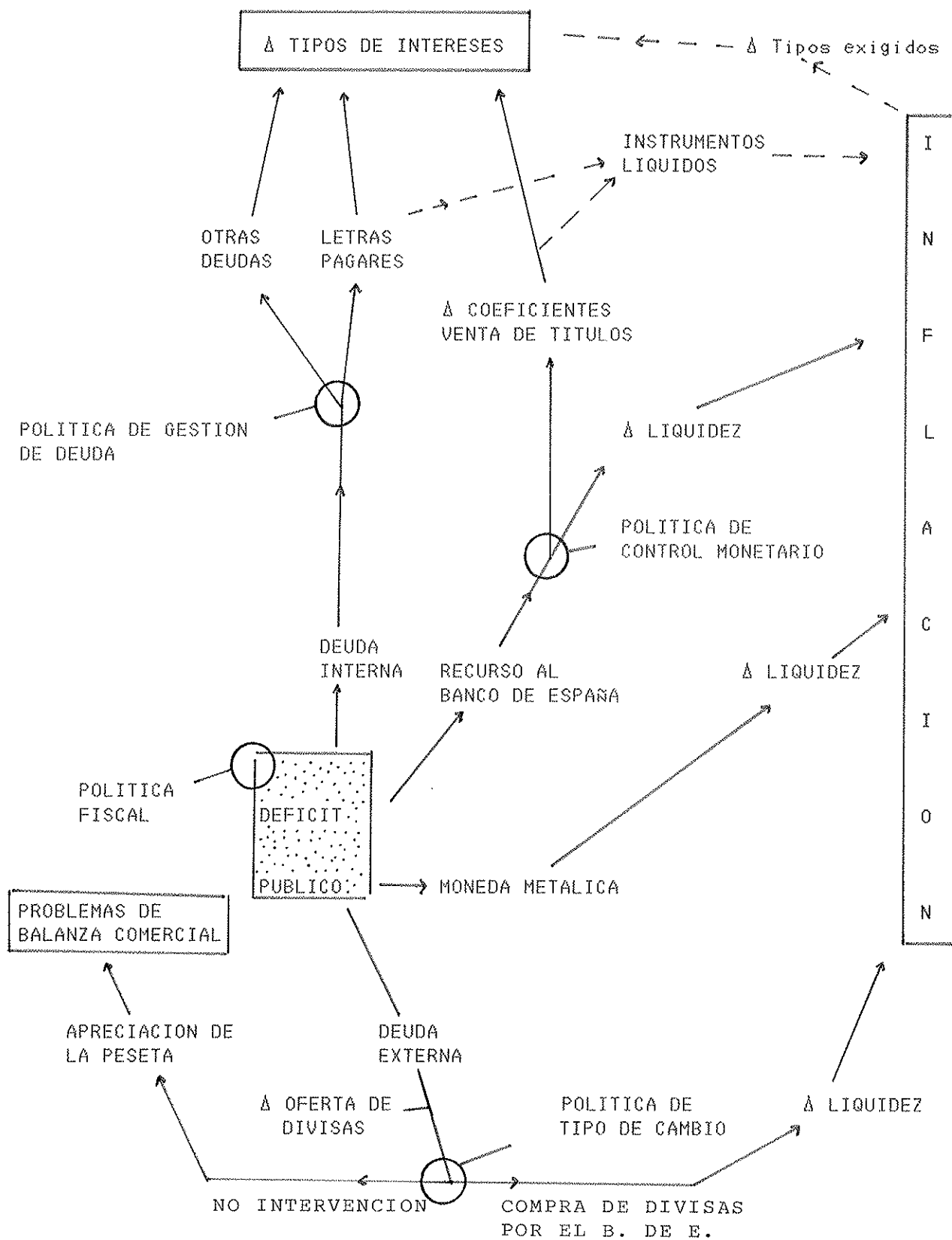
nómicas es de difícil determinación.

En resumen, la financiación del déficit público pone de manifiesto la interrelación entre las distintas políticas de orden macroeconómico. La política fiscal, entendida como nivel de déficit; la política monetaria, que regula la monetización de éste; la política de gestión de la deuda, que articula de composición de ésta; y, finalmente, la política de tipo de cambio.

La elección de la combinación de fuentes para allegar recursos, plantea la consideración de sus efectos sobre los tipos de interés, la inflación y el tipo de cambio. Un esquema simplificado de relaciones se expone en el Gráfico 7.

GRAFICO 7

EL DEFICIT PUBLICO Y LA POLITICA MACROECONOMICA



APENDICE

Agregación de partidas de los Cuadros 12, 13, 14, 17 Y 18

CUADRO 12 ESTRUCTURA DE FINANCIACION DE LAS AAPP

Se obtiene del Cuadro 10 de la siguiente forma:

Moneda: P.3

Títulos Negociables: P.5 + P.6 - P.6.3

Deuda no negociable: P.8

* $\left[\begin{array}{l} \text{Recurso al Banco de España: P.9.1 (1.a)} \\ \text{Exterior: P.9.2 (1.e)} \end{array} \right.$

Pasivos de Entes Territoriales:
P.9.1 (3) + P.9.2(3) + P.6.3

Otros pasivos: P.9 + P.10 + P.11 - (*)

CUADRO 13 ESTRUCTURA DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DE LAS AAP.

Se obtiene del Cuadro 11 de la siguiente forma:

Títulos Monetarios: P.5

Deuda Negociable: P.6 - P.6.3

Deuda no negociable: P.8

* $\left[\begin{array}{l} \text{Crédito del B. de España:} \\ \quad \text{P.9.1 (1.a) + P.9.2. (1.a)} \\ \text{Deuda Exterior: P.9.2 (d)} \\ \text{Pasivos de Entes Territoriales:} \\ \quad \text{P.9.1 (3) + P.9.2 (3) + P.6.3} \end{array} \right.$

Otros:

P.3 + P.4 + P.10 + P.11 + (P.9-(*) - P.6.3)

CUADRO 14 ENDEUDAMIENTO NETO DE LAS AAPP.

Se obtiene del Cuadro 11 de la siguiente forma:

Pasivos netos con el B. de España:

$$P.5(a) + P.6(1.a) + P.6(3.a) + P.9.1(1.a) + \\ + P.9.1(4.a) + P.9.2(1.a) - A.3(a)$$

Títulos negociables:

$$[P.5 - P.5(a)] + [P.6 - P.6(1.a) - P.6(1.e) - P.6(3.a)]$$

Títulos no negociables: P.8

Otros créditos y depósitos netos no ficticios:

$$P.9 - P.9.1(1.a) - P.9.1(4.a) - P.9.2(1.a) - \\ - P.9.2(1.d) - P.9.2(3.b) - [A.9 - A.9.(b)] + \\ + [P.3 + P.4 - A.3 + A.3(a) - A.4].$$

Pasivos Netos con el exterior:

$$P.6(1.e) + P.9.2(1.d) + P.9.2(3.b) - A.1$$

Resto:

$$P.10 + P.11 - A.11$$

CUADRO 17 BALANCE FINANCIERO CONSOLIDADO AAPP Y
B. DE ESPAÑA.

Se obtiene del Cuadro 16 de la siguiente forma:

ACTIVOS FINANCIEROS:

1) Activos frente al exterior:

$$A.1 + A.2 + A.7(c) + A.9.2$$

2) Depósitos: A.3 + A.4

3) Dotaciones al ICO: A.9.1(a)

4) Activos ficticios: Contrapartida + A.9.1(c).

5) Resto:

$$A.5 + A.6 + A.7(a) + A.7(b) - \text{Contrapartida} + \\ + A.9.1(b) + A.9.1(d) + A.11.$$

PASIVOS FINANCIEROS:

- 1) Pasivos con el exterior:
 $P.1 + P.2 + P.6(c) + P.9.2$
- 2) Efectivo: $9.3(b)$
- 3) Activos de caja y otros depósitos:
 $P.3(a) + P.3(c) + P.4$
- 4) Títulos monetarios: $P.5$
- 5) Renta fija negociable: $P.6(a) + P.6(b)$
- 6) Renta fina no negociable: $P.8$
- 7) Resto: $P.9.1 + P.10 + P.11$

CUADRO 18 ENDEUDAMIENTO NETO DE AAPP Y B. DE
 ESPAÑA

Se obtiene del Cuadro 16 de la siguiente manera:

- 1) Efectivo: $P.3(b)$
- 2) Depósitos: $P.3 - P.3(b) + P.4 - A.3 - A.4$
- 3) Títulos monetarios: $P.5 - A.5$
- 4) Deuda a medio y largo plazo: $P.6 - A.6$
- 5) Deuda no negociable: $P.8$
- 6) Otros pasivos neto en pesetas:
 $(P.9.1 + P.10 + P.11) - [A.7(a) + A.7(b) - contrapartida + A.9.1(b) + A.9.1(d) + A.11]$
- 7) (-) Activo neto con el exterior:
 $-[P.1 + P.2 + P.6(c) + P.9.2] + [A.1 + A.2 + A.7(c) + A.9.2]$
- 8) (-) Dotaciones del ICO: $A.9.1(a)$
- 9) (-) Activos ficticios: $A.9.1(c) + Contrapartida$