

**LOS MERCADOS DOMESTICOS
DE DEUDA PUBLICA Y LA UEM***

Ignacio Ezquiaga Domínguez**

DOCUMENTO 91-09

Abril, 1991

*Trabajo preparado para el debate FUNDES-FEDEA "España ante la Unión Económica y Monetaria Europea", y recogido en el libro número 4 de la colección Debates FEDEA. Mi agradecimiento a Luis Mañas y a José Luis Feito por sus comentarios, así como, en general a todo el equipo que participó en las discusiones previas amparadas por FEDEA y FUNDES. Por supuesto, la responsabilidad de los errores u omisiones que pudiera contener este trabajo es sólo de su autor. Mi agradecimiento también a Lucía Cabañero por su paciencia en el proceso del texto original y la organización del material que lo acompaña.

**Analistas Financieros Internacionales, S.A.

LOS MERCADOS DOMESTICOS DE DEUDA PUBLICA Y LA UEM

I. CONVERGENCIA E INTEGRACION DE LOS MERCADOS DE DEUDA EN EL SENO DEL SME.

I.1. Factores determinantes de los diferenciales de rentabilidad entre países.

I.2. El caso español: modernización del mercado e internacionalización.

I.2.A. Mejoras en la disciplina presupuestaria.

I.2.B. Mejoras en el diseño de la política de deuda.

I.2.C. La brecha fiscal entre residentes y no residentes.

II. LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA: REPERCUSIONES SOBRE LA DEUDA PUBLICA EN LA CEE.

II.1. El consenso actual sobre la disciplina presupuestaria en la UEM.

II.2. La sostenibilidad de la deuda pública: criterios de valoración.

II.3. La sostenibilidad de las deudas públicas en la Europa actual.

II.3.A. El ratio de la deuda.

II.3.B. La financiación ortodoxa del déficit público.

II.3.C. El plazo medio de la deuda.

III. CONCLUSIONES.

Notas.

El objetivo del estudio que aquí se presenta es ofrecer algunas herramientas útiles para valorar el impacto que las condiciones de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en Europa podrían ejercer sobre el mercado europeo de deuda pública, un mercado ya muy integrado. El estudio se preocupa especialmente del mercado español.

El trabajo se estructura en dos partes. En la primera se estudian algunos elementos claves de la configuración global del mercado y de la formación de diferenciales entre rentabilidades, que serán de utilidad en la segunda mitad. Se hace hincapié, además, en el caso español, valorando los avances en la disciplina presupuestaria, la mejora en el diseño de la política de deuda y de la organización del mercado de deuda y el cambio fiscal que ha abierto desde el 1 de enero de 1991 el mercado a la inversión extranjera.

La segunda parte del estudio se introduce con un repaso del consenso actual sobre los efectos de la UEM en la disciplina presupuestaria y la discusión sobre las ventajas disciplinantes que en un contexto de no monetización y "no-bailing-out" puede desempeñar el mercado de deuda. A continuación, una vez vista la relevancia que en la UEM tendría el riesgo público en la formación de precios -en contraste con el esquema actual- se estudian los elementos básicos de la sostenibilidad de la deuda pública de cada país. Finalmente, se lleva a cabo un análisis de la situación actual de las políticas presupuestarias, su grado de monetización implícito, y del plazo medio de vencimiento, factores todos ellos que conducen a pensar que no existe en la actualidad una situación de equilibrio, ya que algunos países no mostrarían hoy condiciones de sostenibilidad si se aplican las reglas básicas de la UEM que prevé el consenso actual.

I. CONVERGENCIA E INTEGRACION EN LOS MERCADOS DE DEUDA EN EL SENO DEL SME.

El grado de liberalización existente hoy entre los países de la CEE ha generado un mercado de deuda pública en Europa cada vez más integrado. La estabilidad cambiaria ha jugado, en este sentido, un relevante papel, como también lo han hecho las necesidades de los inversores institucionales europeos de diversificar, en el contexto de un creciente grado de integración económica en Europa, sus carteras de bonos a una escala internacional. Esta integración tiene su más clara expresión en la creciente importancia de la inversión no residente en los mercado de bonos domésticos. Así, durante el período 1983-1988, con datos de J.P. Morgan¹, el porcentaje de compras netas de no residentes sobre los incrementos de los saldos vivos totales de deuda pública doméstica alcanzaba niveles del 16% en Francia, 57% en Alemania, 44% en el Reino Unido o 36% en Holanda. Otros países, como Italia, España o Bélgica, se han incorporado más tardíamente a esta integración (en el período 1983-88 sus porcentajes eran respectivamente de sólo un 2%, un 3% y un 10%) y es sólo en los últimos meses cuando han gozado de un mayor grado de internacionalización.

Este alto grado de integración y la perspectiva de que el proceso se extienda ante la perspectiva de avance de la Unión Económica y Monetaria, hace muy relevante el análisis de las rentabilidades que proporciona la deuda en cada país europeo. Estudiaremos ahora los determinantes de los diferenciales entre las rentabilidades esperadas en las inversiones sobre deuda en el contexto actual de integración creciente en Europa, para después, en la segunda parte del trabajo, estudiar los determinantes de estos diferenciales en un contexto de UEM.

I.1 FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES ENTRE RENTABILIDADES ESPERADAS EN MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA INTEGRADOS

Tres son los determinantes fundamentales de los diferenciales entre las rentabilidades esperadas por inversiones en deuda pública en un país europeo

¹Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria, "Informe sobre la unión económica y monetaria en la Comunidad Europea".

determinado j y en un país central, digamos Alemania. Por una parte, la expectativa de depreciación de la divisa doméstica frente al marco alemán, que llamaremos dp_j , por otra, la relación entre la liquidez del mercado de deuda doméstico y la liquidez del mercado de deuda alemán, es decir la mayor o menor liquidez de éste frente a aquél, una variable cualitativa difícilmente cuantificable que llamaremos pl_j , y finalmente, la prima fiscal que el tratamiento de las inversiones realizadas por no residentes pudiera tener el mercado doméstico frente al alemán, que denominaremos pf_j (retenciones, trámites administrativos relacionados con la no residencia, exención fiscal, etc.)

Así, la rentabilidad esperada de una inversión en deuda del Estado j sería

$$R_j = dp_j + pl_j + pf_j + R^*$$

donde R^* sería la rentabilidad esperada en Alemania en operaciones de deuda del mismo plazo. De aquí obtendremos el diferencial

$$R_j - R^* = dp_j + pl_j + pf_j$$

El elemento clave en la determinación del diferencial tiende a ser la expectativa de depreciación/apreciación de la divisa doméstica frente al marco alemán. Como quiera que esta expectativa está relacionada (explicada en una parte) por el diferencial de inflaciones entre el país j y Alemania, conviene reflexionar sobre el papel de los diferenciales de inflación en el contexto actual de estabilidad cambiaria en el seno del SME.

Si bien existe un lógico paralelismo entre los tipos de interés a largo plazo nominales y los niveles de inflación de cada país de la CEE, cuando observamos los tipos reales "ex-post" -los que resultan después de descontar la inflación pasada- llama la atención la ausencia de correlación.

Después de unos años de alta inflación y altos tipos de interés nominales, pero de tipos reales relativamente bajos gracias a las restricciones a la libre circulación de capitales, los países europeos se han enfrentado en los años 80 a la necesidades de elevar sus tipos reales por encima de los de Alemania -el país de inflación menor-,

conforme se levantaban los controles de cambios en el seno de la CEE. Así, las políticas antiinflacionistas han tenido que basarse en diferenciales de tipos de interés con la RFA superiores a los diferenciales de inflación respectivos, siguiendo la pauta que muestra el gráfico 1. Tal fue el caso de Holanda y el caso español o italiano en la actualidad. El precio a pagar por la caída de la inflación es un alto nivel de tipos reales, consecuencia de una prima de riesgo elevada para la divisa del país en pleno proceso antiinflacionista: el riesgo de la persistencia de las expectativas de realineamiento de paridades en el seno del mecanismo de cambios del SME que provoca el diferencial positivo de inflación mientras dura. Conforme los elevados tipos de interés reales -junto a una política fiscal restrictiva- inciden sobre la coyuntura, la inflación tiende a moderarse. Este proceso de moderación, como se muestra en la gráfico 1, es más rápido que el de caída del diferencial de tipos de interés, de tal forma que el país en pleno proceso antiinflacionista logra compensar las expectativas de devaluación -realineamiento de paridades en el SME- que despierta de forma recurrente su propio diferencial de inflación con la RFA.

La evolución española es asimilable a este modelo de comportamiento de los tipos de interés a largo plazo. La etapa de tipos de interés reales altos iniciada en 1987 se ha prolongado a lo largo de los años siguientes y se prolongará presumiblemente en los primeros años 90 -quizá con una intensidad menor- conforme se reduzca el diferencial de inflación español con Alemania (véase los gráficos 2, 3 y 4).

I.2. EL CASO ESPAÑOL: MODERNIZACIÓN DEL MERCADO E INTERNACIONALIZACIÓN

En los dos últimos años las autoridades públicas españolas han llevado a cabo un esfuerzo significativo para, una vez sentadas las bases institucionales y operativas del nuevo mercado de anotaciones en cuenta sobre deuda del Estado, avanzar en la definición de una política de deuda consistente con el doble objetivo de gestionar el endeudamiento de la forma más eficiente en términos de coste a medio y largo plazo y de favorecer una evolución ordenada y estable del conjunto de los mercados financieros. Esta política ha debido de partir de un esquema de financiación

profundamente ligado a la intervención del Banco de España en los mercados, a la política monetaria instrumentada por las autoridades.

La modernización se ha fundamentado sobre tres pilares básicos que comentamos a continuación. Por una parte, los avances en la disciplina presupuestaria del Estado (con la "asignatura pendiente" de la disciplina autonómica y local). Por otra, el refinamiento, y sofisticación y definición de la política de deuda pública. Finalmente, el favorecimiento de la inversión extranjera en deuda pública, con su liberalización, su exención fiscal y la agilización de sus trámites burocráticos.

I.2.A. MEJORAS EN LA DISCIPLINA PRESUPUESTARIA

Dos importantes reformas recogidas por la ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990 marcan el inicio (todavía tímido) de un período de mayor disciplina presupuestaria en España. Además, la reforma del coeficiente de caja llevada a cabo por el Banco de España en abril de 1990 supuso también un cambio hacia la no monetización del déficit público.

La ley de Presupuestos 1990 (art. 48) modificó el número 4 del artículo 101 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria redactándolo de la siguiente forma: "El saldo vivo, al cierre de cada ejercicio del endeudamiento neto del Estado frente al Banco de España, no podrá exceder del importe de dicho saldo a 31 de diciembre de 1989, cuyo importe íntegro quedará consolidado como crédito singular al Estado". De esta forma, se establecía un mecanismo sustancialmente más restrictivo que el anterior -el límite del 12% sobre los créditos para gastos del ejercicio-, impuesto por la Ley General Presupuestaria. El saldo a 31 de diciembre de 1989 se situaba en 1.053,2 m.m. de pesetas, un 2,3% del PIB, consolidado como crédito singular del Banco de España (a tipo nulo para el Tesoro) y, en definitiva, la contrapartida monetizada de la nueva regla de disciplina presupuestaria.

No obstante, en el último año ha venido poniéndose en práctica una regla tácita de disciplina, acordada entre el Banco de España y el Tesoro. Según esta regla "no escrita" (todavía) el pasivo total del Estado en el Banco de España (el recurso total, incluido el crédito singular, más la cartera de deuda pública en poder del Banco y menos

la cesión temporal por éste deaquella a las instituciones financieras en sus operaciones de intervención), estaría sometido a estrictos límites en su evolución. Más recientemente, las autoridades se han planteado ya la apelación cero -manteniendo, sin embargo, el crédito singular- como regla permanente de comportamiento del Tesoro en su política diaria, pero ello aún no ha sido recogido por la Ley General Presupuestaria (gráfico 5).

Junto a esta reforma de la Ley General Presupuestaria, las autoridades incluyeron también en la Ley de Presupuestos 1990 (en su artículo 10) una limitación estricta al volumen de gasto aprobado por el presupuesto, impidiendo que las obligaciones reconocidas por el Estado en 1990 pudieran superar el total de créditos inicialmente aprobados y fijando en un 2,5% de los créditos ordinarios el volumen máximo total de créditos extraordinarios y suplementarios que pueden aprobar las Cortes. De esta forma, se aseguraba el ajuste del gasto efectivo a lo presupuestado, en respuesta a las desviaciones que pudieron observarse en el pasado.

Por su parte, junto a estos dos cambios tímidos, pero en la dirección correcta de una mayor disciplina presupuestaria, las autoridades reformaron el coeficiente de caja en abril de 1990, reduciéndolo desde un 17% de los pasivos bancarios computables en que se situaba, hasta un 5%. Paralelamente, la cifra que se derivaba de los 12 puntos liberados debía transformarse en una deuda al efecto del Banco de España, los certificados, que emitidos a plazos entre 3 y 10 años, en paquetes homogéneos para cada entidad y con remuneración similar a la del viejo coeficiente de caja (en su tramo remunerado), muy por debajo del tipo de interés del mercado (un 6%), alcanzaron un saldo vivo de 3.120,6 m.m. de pesetas en términos nominales, aunque su valor de mercado se situaría en aproximadamente un 65% de su valor nominal. Este 6,2% del PIB de 1990 comenzará a amortizarse en 1993, de acuerdo con un calendario que comprende fechas desde el 31 de marzo del 93 hasta el 29 de septiembre de 2000. No obstante, parece claro que, conforme el Banco de España pueda perder en los próximos años volúmenes importante de reservas de divisas -un activo de su balance-, también podría amortizar anticipadamente certificados acelerando su desaparición.

En la tabla 1 puede observarse el peso en un horizonte hasta el 2000, que sobre el PIB alcanzarían los saldos de certificados del Banco de España, pagarés del Tesoro sujetos al coeficiente obligatorio (que inició su calendario de reducción en diciembre de 1989) y del saldo de crédito singular consolidado en 1990 del Banco de España al Estado, es decir, todas las "asignaturas pendientes" de la "no monetización". La incorporación de estos saldos al mercado de deuda supondrá en su momento un ajuste al alza del ratio de la deuda española sobre el PIB así como un encarecimiento relativo de la financiación global del Estado (todo lo demás constante). Volveremos sobre ello más adelante. En cualquier caso, obsérvese que la reforma del coeficiente de caja hizo que el saldo que seguiría "monetizado" fuera ya una cifra fija, sujeta a un calendario de amortización, lo que implicará - máxime si se amortizan anticipadamente parte de su volumen- un ratio sobre la deuda decreciente.

I.2.B. MEJORAS EN EL DISEÑO DE LA POLÍTICA DE DEUDA

A lo largo del año 1990, el Tesoro diversas mejoras en su gestión de la deuda pública, mejoras que han supuesto un cambio estructural frente al pasado y que se han traducido en una mayor liquidez en el mercado. mejoras se han concentrado en aspectos como las técnicas de emisión de deuda en ecus y de bonos y obligaciones del Estado, los canales de comercialización y la transparencia del mercado secundario. A ellas hay que añadir el cambio fiscal, al que dedicamos el siguiente epígrafe.

- A) Técnicas de emisión. El Tesoro comenzó a emitir bonos del Estado en ecus en España mediante emisiones "aseguradas" por instituciones financieras residentes. Su negociación en el secundario no se incorporó al mercado de anotaciones, sino a los mecanismos clásicos del euromercado. Por otra parte, a partir de marzo los cupones de los bonos y obligaciones del Estado de nueva emisión pasaron de ser semestrales a ser anuales, anunciándose además facilidades fiscales para la inversión extranjera en deuda pública. Con los cupones anuales el Tesoro trataba de introducir en España el régimen tradicional de los euromercados, con el fin de fomentar la inversión extranjera, la comprensión de los instrumentos con cupones por los inversores no profesionales y, sobre todo, para simplificar la gestión administrativa, tanto al Tesoro, como al Banco de España o a las

entidades gestoras de deuda pública. El cambio de periodicidad del cupón pretendía agilizar los procesos de cesión temporal de la deuda al público. Estos procesos conllevan, cuando la cesión es con pacto de recompra, "lavados del cupón" (recompra en la fecha del cupón del bono que paga cupón con su sustitución en el repo por otro bono o por una letra del Tesoro, con el fin de que el cliente no reciba el cupón) cuya frecuencia es altamente distorsionante desde el punto de vista administrativo. Si bien el cambio en la periodicidad del cupón fue inmediato -siendo los bonos al 13,75% con vencimiento en mayo de 1993- el cambio fiscal para la inversión no residente habría de esperar hasta 1991.

Junto a estos cambios se anunciaba también en marzo la supresión a partir de entonces de la comisión del 1,5% que hasta entonces venía satisfaciendo el Tesoro sobre las órdenes de suscripción de deuda a medio y largo plazo presentadas en el Banco de España. Tal comisión alteraba la relación entre cupones y rentabilidades internas del suscriptor, haciendo que los precios de emisión se situaran siempre demasiado por debajo de la par. Además, la comisión hacía un flaco servicio a la necesaria transparencia del mercado minorista, ya que ponía barreras al conocimiento por el inversor final no profesional de la verdadera rentabilidad efectiva de los títulos.

B) Canales de comercialización. En este capítulo el Tesoro llevó a cabo importantes mejoras en la línea de facilitar vías alternativas de inversión, distintas a las dominantes todavía de transformación de la deuda en cesiones temporales dentro del balance de las instituciones financieras. Estas mejoras fueron las siguientes:

1. Apertura de cuentas directas en el Banco de España. Desde comienzos de febrero de 1990 el Banco de España asumió como parte de las funciones de una entidad gestora, la custodia de saldos anotados de terceros en cuentas directas que sólo podían albergar títulos a vencimiento. La importancia de estas cuentas fue más cualitativa que cuantitativa, ya que su apertura supuso de hecho la

ruptura formal de la política de deuda pública con la pasividad en cuanto a los canales de comercialización de la deuda, de que había hecho gala en el pasado. Sin embargo, los saldos que recogen estas cuentas son relativamente pequeños.

2. Promoción de fondos de inversión colectiva en deuda del Estado. El Tesoro trató a lo largo de 1990 de promocionar los fondos de inversión como vía de inversión idónea para la deuda pública. La liquidez plena de las participaciones de un fondo, la gestión altamente profesionalizada que requiere, tanto la preservación de esta liquidez como el mantenimiento de una relativamente alta rentabilidad efectiva, y su tratamiento fiscal como incrementos patrimoniales (en el caso de los fondos de capitalización), hacen a los fondos especialmente atractivos para el inversor particular.

Por ello, el Tesoro implantó convenios de colaboración con instituciones de inversión colectiva para comercializar los FondTesoros, fondos invertidos exclusivamente en deuda del Estado.

3. Convenios con entidades gestoras. El Tesoro mostró en febrero de 1990 su intención de colaborar más estrechamente con las entidades gestoras con el fin de llegar a acuerdos que podrían ir desde el aseguramiento sindicado de nuevas emisiones --anunciado para 1991 en la deuda a más largo plazo, con la intención de incentivar su suscripción-- hasta la simple "señalización" mediante logotipos y símbolos externos de la comercialización de la deuda en aquellas entidades que lo soliciten.

- C) Transparencia del mercado secundario. El Tesoro anunció, al inicio de 1990, el estudio por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, en colaboración con el Banco de España y el propio Tesoro, de la posibilidad de que la deuda del Estado pudiera también negociarse en las bolsas de valores mediante algún mecanismo informático similar al de "cats" a

través del cual se negocian las acciones en el mercado continuo. Este proyecto pretendía ser un complemento del actual mercado de deuda anotada (ya completamente desarrollado al cierre de 1989), de tal forma que los particulares podrían acceder a la deuda del Estado a través de una gama más amplia de intermediarios financieros, en un mercado organizado en el que la transparencia de los precios - publicados diariamente en la prensa- sería completa. Este mercado bursátil aún no goza de las mejoras anunciadas entonces, que siguen en estudio. Además, el Tesoro apoyó la constitución de los mercados derivados de Futuros (MEFF) y de Opciones (OMib), como elementos clave para salvaguardar la liquidez global del mercado.

Todas estas mejoras técnicas formaban parte de una etapa cualitativamente diferente, en la que debe inscribirse tanto la definición de una disciplina precio-aceptante por parte del Tesoro en sus emisiones (aceptar las condiciones del mercado, centrando la gestión en el plazo del endeudamiento y no sólo en su coste), como el compromiso, adicional al que fija la Ley Presupuestaria (no incrementar año a año el saldo del Recurso al Banco Central respecto al nivel de cierre de 1989) de no incrementar más allá de un máximo durante el ejercicio la suma del Recurso y la cartera de deuda del Estado disponible (la contable sin lo cedido con compromiso de recompra) por el Banco de España, es decir, el pasivo total, remunerado o no, del Estado en el Banco de España.

Las limitaciones que, en la práctica, todavía sufre el mercado secundario de deuda han hecho recomendable en 1990, no obstante, la continuidad de la intervención complementaria del Banco de España, tanto ofreciendo letras del Tesoro a tres meses, con pacto de recompra, como, menos regularmente, vendiendo o adquiriendo bonos o letras del Tesoro, e incluso pagarés, a vencimiento en el mercado. Ambas modalidades de intervención han tenido, a menudo, un carácter extraño al control monetario en el sentido estricto, pero han estado siempre asociadas al objetivo de las autoridades de propiciar una "evolución ordenada" de los mercados.

Una de las prácticas que de forma más novedosa e innovadora ha aplicado el Tesoro en 1990 ha sido la del canje de deuda próxima a vencer, por otra de plazo

más largo. En julio de 1990 el Tesoro anunció un canje de referencias de deuda a medio y largo plazo con plazo de vida residual corto por bonos de nueva emisión, al 13,70%, con vencimiento en octubre de 1993. El anuncio era de una elevada significación, ya que entonces, las expectativas a medio plazo del mercado eran bajistas en tipos de interés. Ello hacía a las entidades alargar el plazo de sus carteras. Con el fin de impedir que el proceso de alargamiento afectara exclusivamente al mercado primario -con las consiguientes distorsiones a la baja en las rentabilidades- y para facilitar la liquidez del mercado, el Tesoro planteó un canje entonces en condiciones muy favorables.

I.2.C. LA "BRECHA FISCAL" ENTRE RESIDENTES Y NO RESIDENTES

El Proyecto de Reforma del IRPF enviado por el Gobierno al Congreso de Diputados el día 4 de agosto incluyó un importante cambio de la fiscalidad de las rentas de capital obtenidas por residentes de otros países de la CEE en nuestro país. Las líneas básicas de esta reforma han sido anticipadas, ante el retraso que probablemente tendrá la aprobación de la Reforma del IRPF, no obstante, por el Real Decreto Ley 5/1990, de 20 de diciembre, de Medidas Fiscales Urgentes, y extendidas a las Sociedades por la Ley de Presupuestos 1991. Esta reforma, supone un cambio radical para el tratamiento fiscal de la deuda pública -y de las rentas de capital, en general- en poder de residentes en otros estados de la CEE.

Con la reforma, los intereses e incrementos de patrimonio derivados de bienes muebles no se considerarán obtenidos en España cuando correspondan a personas físicas o sociedades no sujetas por obligación personal de contribuir [la de los residentes] que tengan su residencia habitual en otros estados miembros de la Comunidad Económica Europea y no operen a través de establecimiento permanente en España. Se trata de una exención fiscal que tendrá una especial repercusión sobre los activos de riesgo más homogeneizable, como es el caso de la deuda del Estado. En este apartado nos ocuparemos de las repercusiones de esta exención de tributación sobre el mercado de deuda pública anotada.

La exención fiscal contrasta vivamente con el sistema que hasta ahora gravaba las rentas obtenidas por los no residentes comunitarios en deuda pública

española. Se aplicaba con carácter general un tipo de gravamen del 25%. En el caso de que el no residente tuviera establecimiento permanente en España o en el de los incrementos patrimoniales este tipo se eleva al 35%. Sin embargo, España tiene firmados con varios países convenios de doble imposición que limitan a un tope máximo la imposición sobre intereses, con tipos de gravamen muy inferiores, como el 10% con Alemania o el 12% con Italia o Reino Unido (véase tabla 2), y no gravan en el país de la inversión los incrementos patrimoniales.

Con la reforma del IRPF aprobada, las rentas de capital obtenidas en España por personas físicas residentes en otros países de la CEE no estarán sujetas a tributación en nuestro país, procedan de rendimientos explícitos o de incrementos patrimoniales. De ello se deduce que tras la aprobación y publicación de la ley en el BOE, los intereses de la deuda pública tendrán para los residentes comunitarios el mismo tratamiento fiscal de que ahora gozan sólo algunos instrumentos en pesetas: las cuentas en pesetas convertibles, los repos sobre bonos u obligaciones del Estado en el caso de países sujetos a convenios de doble imposición y las emisiones de títulos internacionales (los "matadores").

Sólo algunos países comunitarios (véase tabla 2) mantienen un régimen fiscal con los terceros no residentes de este tipo. Francia, Alemania, Bélgica, Holanda, Dinamarca, Grecia y Luxemburgo aplican a los no residentes gravámenes nulos sobre las rentas de sus deudas domésticas. La sensibilidad que muestran los flujos de capital a los gravámenes internos es tan intensa - recuérdese el intento alemán de aplicar un "withholding tax" sobre sus bonos en abril de 1989 y su supresión en julio de ese año, ante las salidas de capitales que provocó- que los países que todavía mantienen estos gravámenes, como Italia, Reino Unido, Portugal y nuestro propio país, aplican importantes excepciones que aminoran sus efectos. EEUU, donde la inversión extranjera en bonos es tan crucial para la financiación de su amplio déficit corriente, mantiene también gravámenes nulos sobre los no residentes.

La apertura del mercado de deuda pública al exterior, sin las trabas fiscales que hasta ahora la distorsionaban y dificultaban, habrá de tener evidentes efectos positivos sobre la racionalidad del endeudamiento público que superan las puras exigencias armonizadoras que dicta el proceso de unión monetaria en Europa. El acceso

de los no residentes al mercado español de deuda pública, más allá de los efectos cambiarios iniciales -en un contexto de balanza básica todavía positiva en nuestro país-, supondrá una garantía de estabilidad para la deuda: por una parte, porque estos inversores extranjeros mantienen una vocación por el medio y largo plazo en sus carteras que facilitará sin duda, lo que debe ser un objetivo prioritario de nuestras autoridades financieras cara a la unión monetaria, el alargamiento del plazo de la deuda; y por otra, porque abrirá una vía de especulación y arbitraje fuera del ámbito de los mercados a corto plazo, propiciando una evolución más coherente de las rentabilidades a largo plazo con las expectativas cambiarias y también con los propios tipos de interés a corto; finalmente, la incorporación de inversión extranjera al mercado de deuda supondrá un abaratamiento de las cargas financieras de la deuda (véase gráfico 7), al provocar una caída de las rentabilidades en los bonos consistente con unas necesidades de financiación del Tesoro decrecientes.

La demanda de deuda pública por parte de no residentes es ya una parte importante de la demanda de deuda total (véase gráfico 6). Los bonos y obligaciones del Estado en poder de no residentes representan al final del primer trimestre de 1991 un 21% del saldo vivo. Sin embargo, las letras del Tesoro en carteras extranjeras suponen hoy sólo un 2,4% del respectivo saldo total. En conjunto la deuda del Estado en poder de no residentes representa un 11,3% de la deuda anotada total. Como no existe información pública sobre los países de origen de estos no residentes, ni sobre qué parte de los saldos corresponden a personas físicas y qué parte a sociedades, sólo nos ocuparemos de las posibles consecuencias del cambio fiscal sobre los saldos globales.

Observando la evolución de la distribución por instrumentos de la inversión extranjera en deuda pública, puede llegarse a la siguiente conclusión: la inversión a corto plazo (letras del Tesoro) parece desempeñar un carácter marginal, relacionado sólo con procesos de sustitución en la especulación en favor de la peseta (con pesetas convertibles y swaps) o de arbitraje (europesetas como pasivo y letras como activo), mientras la inversión a medio o largo plazo (bonos y obligaciones) ha seguido una pauta menos marcada por las oportunidades de la coyuntura y más orientada por una estrategia estable de diversificación de las grandes carteras internacionales.

II. LA UNION ECONOMICA Y MONETARIA: REPERCUSIONES SOBRE LA DEUDA PUBLICA EN EUROPA Y EN ESPAÑA

En esta segunda parte de nuestro trabajo llevaremos a cabo algunas reflexiones sobre las repercusiones que en el mercado de deuda pública tendría la Unión Económica y Monetaria (UEM) tal y como se configura en el "consenso" actual, para después adentrarnos en las cuestiones básicas en que la aproximación a la UEM afectará a las políticas de deuda europeas y a los propios mercados. Concluiremos, finalmente, albergando un cierto escepticismo sobre la capacidad potencial de los mercados de deuda de disciplinar "automáticamente" las políticas fiscales de los Miembros -cuestión sobre la que se ha hecho hincapié recientemente en la literatura-, sin que antes las regulaciones financieras de cada Estado lleven a cabo una profunda reforma de su tratamiento del riesgo público. Señalaremos también la importancia de una coordinación entre las políticas de deuda de cada Estado, con el fin de potenciar el desarrollo del mercado y de evitar las interferencias más negativas entre unas y otras. Tal coordinación resultará tanto o más necesaria cuanto que habrá de hacerse al margen del banco central europeo.

II.1. EL CONSENSO ACTUAL SOBRE LA DISCIPLINA PRESUPUESTARIA EN LA UEM

Con la UEM los Estados miembros pierden completamente su soberanía monetaria nacional, por lo que el grado de autonomía que en ese contexto pueda alcanzar la política fiscal de cada Estado resulta crucial. El establecimiento del régimen de tipos de cambio fijos o de moneda común que prevé el Informe Delors (1) conduce necesariamente al establecimiento de una política monetaria común, guiada por una nueva institución europea, el banco central europeo. El consenso actual caracteriza a esta institución como la depositaria de la responsabilidad sobre la estabilidad de los precios en el conjunto de la UEM -por lo que se le otorgaría, de acuerdo con el "modelo alemán", plena independencia frente a los poderes políticos-. Sin capacidad pues en cada Estado miembro de llevar a cabo ajustes internos por vías propias de la política monetaria, como el tipo de cambio o los tipos de interés, la política fiscal se configura en la UEM como un elemento clave de política económica nacional, como el casi único elemento de soberanía en la elaboración de una política económica

nacional. De ahí la importancia que se otorga en la actualidad a la discusión sobre el margen de maniobra de que deben gozar las políticas fiscales en la UEM y sobre el grado de antodisciplina que cabe o no esperar de su diseño.

Al configurarse la UEM, en el consenso actual, como un área de rigurosa política monetaria, como un área antiinflacionista dura, la controversia sobre la necesidad o no de regular la capacidad de maniobra de las políticas fiscales de los Estados miembros resulta de gran relevancia. De momento, del consenso actual se deducen dos elementos básicos que han de jugar un papel decisivo en el diseño de las políticas fiscales nacionales²:

1. La no monetización del déficit público en los Estados miembros.
2. La responsabilidad única de cada Estado en su propia deuda pública ("no bail-out rule").

Por acuerdo del Consejo Europeo celebrado en Roma los días 27 y 28 de octubre, preparatorio de la Conferencia Intergubernamental iniciada el 14 de diciembre de 1991, ambos elementos, junto con el Mercado Unico y la independencia monetaria de los bancos centrales deberían quedar consolidados y generalmente admitidos antes del inicio de la II Etapa de la UEM, es decir, antes del 1 de enero de 1994, cuando haya sido alcanzado un alto grado de convergencia real y monetaria entre los Estados miembros y se hayan incorporado a la disciplina de cambios del SME el mayor número posible de países. Este acuerdo del Consejo Europeo fue aprobado por todos los Estados miembros con la excepción del Reino Unido.

Ambos principios, sin embargo, están todavía sometidos a muy diferentes interpretaciones alternativas. La prohibición de financiación monetaria de los déficit públicos, que se entienden incluye tanto la adquisición de deuda pública por el Banco Central como los usos coactivos del Estado para la colocación de deuda pública (coeficientes de inversión, etc.), puede ser interpretada en un sentido estricto

²Véase Comisión de las Comunidades Europeas, "Budgetary policies in Stage I of EMU", European Economy, núm. 46, diciembre 1990. Véase también, como síntesis del consenso actual Ministerio de Economía y Hacienda, La Unión Económica y Monetaria. El estado de los debates, Madrid, noviembre, 1990.

-prohibición del "recurso" del Tesoro al banco central, así como de la eventual exigencia de que éste adquiriera deuda pública- o en un sentido amplio - prohibición de la captación de fondos por los Estados miembros a muy corto plazo o en divisas-, interpretación esta última menos generalizada que la primera.

La regla de la responsabilidad nacional de las deudas de cada Estado miembro ha sido defendida en los foros europeos como un mecanismo de disciplina para las políticas fiscales nacionales. El deterioro del grado de "sostenibilidad" de la deuda de un Estado que puede llegar a suponer la prolongación de una política fiscal excesivamente expansiva -con ampliaciones sistemáticas del déficit público- incrementaría, en un esquema de moneda común europea, el diferencial entre la rentabilidad de la deuda pública del país con política fiscal demasiado expansiva respecto a la rentabilidad de las deudas de los demás Estados miembros. Es decir, aquél debería pagar por endeudarse en tales condiciones una "prima" respecto a éstos. La ampliación de esta "prima" sería un mecanismo de autodisciplina fiscal para el Estado demasiado expansivo en el momento en que llegara a poner en peligro el propio proceso de endeudamiento y la estabilidad del mercado.

La responsabilidad nacional de la deuda de cada Estado supone un profundo cambio respecto a situación actual descrita en el epígrafe anterior. Esta regla sin embargo, no es algo necesariamente consustancial a la unión económica y monetaria. De hecho, se trata de una regla que, de llegar a aplicarse, sería contradictoria con la filosofía de solidaridad interinstitucional que gobierna en otros aspectos de la unión económica europea. En realidad, la regla del "no bail-out" no es sino un mecanismo de disciplina fiscal, defendido por primera vez por el Reino Unido en su primer informe, de noviembre de 1989³ -en el que cuestionaba algunos aspectos relevantes del Informe Delors, con vistas a las discusiones de la Conferencia Intergubernamental que comenzaría el 14 de diciembre de 1990-, pero cuestionado repetidamente desde posiciones alemanas que exigían una disciplina explícita, bajo la forma de límites a los déficits públicos de los Estados miembros. El "no bail-out" debe pues analizarse desde el punto de vista de su eficacia como mecanismo de disciplina para la política fiscal nacional en el seno de la UEM.

³"An Evolutionary Approach to Monetary Union", noviembre, 1989.

La eficacia del "no bail-out" debe descansar sobre su credibilidad como regla de comportamiento, ya que su establecimiento supondría un profundo cambio del esquema "asistencia financiera mutua" recogido por el texto del Tratado de Roma (aunque también un respeto al principio comunitario de subsidiaridad, frente a la idea de imponer desde la Comunidad límites a los déficit presupuestarios de los Estados miembros). Sin lugar a dudas, su aplicación en un momento concreto de crisis de liquidez, o incluso de "suspensión de pagos" por parte de un Estado de la UEM serviría de mecanismo de disciplina para el futuro. El problema aquí, sin embargo, es doble. De un lado, cabe preguntarse hasta qué punto el anuncio de la regla "no bail-out" debe o no acompañarse con medidas cautelares de regulación de riesgos (e incluso reglas sobre "qué hacer" si un Estado "suspende pagos") por parte de las autoridades monetarias de la UEM, con el fin de dotar de mayor credibilidad a un anuncio que podría encontrar serias resistencias políticas y "morales" en el seno de la Comunidad. Si los Estados nacionales no aplican, en general, esta regla a las deudas de las empresas del sector público o de sus comunidades autónomas o gobiernos regionales, en la Europa de la transición hacia la UEM, será difícil que la regla de responsabilidad nacional, ya en la UEM, goce de credibilidad "a priori". Además, si, por ejemplo, los coeficientes de garantía no recogen cambios en los ratios exigidos a las deudas nacionales en los balances bancarios, difícilmente los mercados valorarán, en la UEM, los riesgos de cada deuda nacional y las primas exigibles correspondientes.

De otro lado, si la credibilidad "a priori" de la regla (antes de una verdadera quiebra o crisis de liquidez) puede cuestionarse, conviene considerar la posibilidad real de que si se aplica la regla, tenga lugar, en algún momento alguna quiebra, máxime si tenemos en cuenta, como veremos más adelante, que el grado actual de sostenibilidad de algunas deudas públicas es realmente frágil. El coste político o "moral" de una decisión insolidaria con las finanzas (aunque fueran "suicidas") de un Estado miembro con problemas de liquidez puede llegar a ser superior que la ventaja que tal decisión podría tener en términos de ejemplaridad y de disciplina fiscal en el seno de la UEM. Además, si el "no bail-out" es aceptado cabe preguntarse si el sistema financiero europeo es o no suficientemente fuerte para soportar la eventual quiebra concreta de un Estado Miembro imprudente en su política fiscal. Evidentemente, la credibilidad de la regla será tanto menor cuanto más débiles sean las estructuras financieras de la UEM y, por tanto, mayor sea el coste político de su aplicación.

En todo caso, la aplicación de los principios de no monetización y de responsabilidad nacional para las finanzas públicas supone también, en coherencia, la prohibición en la UEM de todo privilegio para la deuda pública, no ya sólo en el balance del banco central europeo (hay posiciones que defienden incluso la no exclusividad de la deuda pública como instrumento de intervención de las autoridades monetarias en el mercado de dinero), sino en la regulación de los coeficientes obligatorios impuestos al sistema bancario (los de garantía e inversión, como hemos señalado, y también el de caja) y en la regulación de la concentración de riesgos de los fondos de inversión.

II.2. LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA: CRITERIOS DE VALORACIÓN

Con una única moneda común, los tres factores que en la primera parte de este trabajo señalábamos como determinantes de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública en el seno de un área de estabilidad cambiaria como el SME -liquidez del mercado, tratamiento fiscal de los no residentes y expectativas de realineamiento de paridades cambiarias- se reducen a sólo dos: la liquidez diferencial entre mercados y el tratamiento fiscal. Si la unión monetaria se configura como un área antiinflacionista "dura" y se establecen reglas como el "no bail-out" o la no monetización de los déficit públicos, a estos dos factores habría que añadir, como tercero, el riesgo de solvencia de cada Estado miembro de la Unión. Tal parece ser el caso de la UEM, tal y como se configura en el consenso actual. En este apartado trataremos de definir la cuestión del riesgo de solvencia cuando se habla de deuda pública. Para ello introducimos el concepto de sostenibilidad de la deuda, como medida de la calidad del riesgo público en un contexto como el descrito para la UEM.

Al menos tres indicadores miden la sostenibilidad de un saldo de deuda pública. El saldo vivo de deuda sobre el PIB del país, el saldo primario público (excluyendo los intereses del gasto público) y el plazo medio de vencimiento del saldo vivo de la deuda, son factores que analizados de forma conjunta, ofrecen información sobre la sostenibilidad de una determinada política de endeudamiento. La vigilancia de estos tres indicadores supondría una garantía para los Estados miembros de la UEM de mantenimiento de finanzas públicas en un nivel de solvencia que no pudiera poner en

peligro la estabilidad financiera de la Unión. Evidentemente, el cumplimiento de los principios a que antes hemos aludido -no monetización y "no bail-out"-, la no conservación de privilegios para la deuda pública en cada Estado miembro y el respeto a una amplia definición consensuada de las instituciones o empresas cuyas deudas deben ser consideradas en el concepto genérico de deuda pública, han de ser también vigilados por cada Estado con el fin de preservar la sostenibilidad de sus deudas. En concreto, merece la pena hacer hincapié en el esfuerzo que entrañará el consenso sobre la definición del "sector público" relevante, dada la diversidad de situaciones y la ambigüedad en muchos casos de las fronteras entre lo público y lo privado en los Estados miembros. La necesidad de que los Estados miembros den a conocer toda la información necesaria para una valoración de los riesgos por parte del mercado resultará, en este contexto, fundamental, lo que incluye las garantías estatales, y las participaciones en empresas o entidades financieras.

Estudiaremos a continuación cada uno de los factores a que antes hemos aludido:

1. Relación Deuda-PIB. El ratio deuda pública viva/PIB no debe ser considerado sólo en términos estáticos sino también dinámicos. Un alto nivel de deuda sobre el PIB puede ser sostenible si se mantiene estable o se reduce año a año. Sin embargo, un bajo nivel de deuda sobre el PIB podría ser insostenible si crece rápidamente y no se ponen los medios para frenar su expansión.
2. Saldo primario. Se trata del déficit público sin considerar los intereses de la deuda pública incluidos en el gasto público total. Su evolución y su signo son fundamentales para considerar la sostenibilidad de la deuda.
3. Plazo de vencimiento medio. La vida media de la deuda puede llegar a ser un problema para la sostenibilidad si es demasiado corta, ya que entonces el riesgo de una eventual crisis de liquidez -sin el soporte de última instancia del banco central- aumenta. Un bajo plazo medio de vencimiento supone un esfuerzo de refinanciación que hace más frágil el proceso de endeudamiento, siempre sometido -y más en el modelo de UEM que

hemos descrito- a la confianza del inversor final. Algunos autores fijan en un mínimo de cinco años el plazo aconsejable para las deudas vivas en Europa. Bishop señala que uno de los estándares que convendría fueran consensuados políticamente en la UEM, en vez de los límites a los déficit públicos, podría ser un plazo medio de vida para la deuda pública.

La relación dinámica entre el saldo primario y la deuda pública viene dada por la expresión de la restricción intertemporal del presupuesto⁴ basada en que:

$$\Delta b_t = [r_t - y_t] b_t + d_t - s_t \quad [1]$$

donde b_t es el ratio sobre el PIB de la deuda, d_t el saldo primario sobre el PIB, r_t el tipo de interés real (el nominal descontado de inflación) s_t el ratio del señoreaje (base monetaria), e y_t es el crecimiento real de la economía. De acuerdo con esta expresión, cuando el ratio sobre el PIB menos el ratio del señoreaje de la deuda multiplicado por el diferencial entre el tipo de interés real y el crecimiento real del PIB supera el saldo primario sobre el PIB, entonces el ratio de la deuda tiende a ascender. Cuando r_t supera y entonces es necesario un superávit primario y un señoreaje suficientes para estabilizar el ratio Deuda/PIB.

Así, en equilibrio, el saldo primario d^* debe ser igual -al menos- al producto del diferencial $(r_t - y_t)$ por el ratio de la deuda sobre el PIB, menos el ratio del señoreaje:

$$-d_t^* = (r_t - y_t) b_t - s_t \quad [2]$$

Integrando en la expresión anterior [1] puede obtenerse, no obstante, la restricción presupuetaria intertemporal que implica una condición clara: la deuda viva inicial debe ser al menos igual al valor actual de los futuros saldos primarios, utilizando

⁴Véase David Cohen, "How to evaluate the solvency of an indebted nation", *Economic Policy*, núm. 1, 1985. Véase también William H. Branson, "Financial market integration, macroeconomic policy and the EMS", en *Unity with Diversity in the European Economy*, editado por C. Bliss y J. Braga Macedo, Cambridge University Press, 1990.

como factor de descuento la diferencia entre el tipo real relevante y el crecimiento real de la economía ($r_t - y_t$). Esta condición sólo se mantiene si el tipo real supera al crecimiento del PIB en términos reales. En caso contrario, el crecimiento económico anula en términos del PIB cualquier emisión nueva de deuda. En este sentido, la valoración de la sostenibilidad depende de la evolución futura de los impuestos, del gasto público y de variables macroeconómicas como el crecimiento real del PIB o la inflación y los tipos de interés nominales. Técnicamente, la condición de sostenibilidad reside en el hecho de que si los tipos de interés reales superan al crecimiento real de la economía, el valor actual de los futuros saldos primarios deberán superar también el nivel de la deuda pública, siendo el factor de descuento de la actualización la diferencia entre tipos reales y crecimiento real.

A mayor ratio sobre el PIB de la deuda, es necesario un mayor saldo primario si se quiere que aquél sea compatible con la estabilidad. El límite del ratio de la deuda viene marcado por la capacidad del Gobierno para aumentar el saldo primario, es decir, para gravar con impuestos a la generación presente. El problema es que el proceso de convergencia hacia la UEM limita significativamente la capacidad de un Gobierno para aumentar la presión fiscal respecto a los niveles medios de la Comunidad, ya que el aumento de impuestos dedicados sólo al servicio de la deuda -es decir, sin contrapartidas en servicios o bienes públicos- podría provocar fuertes movimientos migratorios de los factores productivos.

En todo caso, parece claro que las primas por riesgo que el mercado hará implícitas a las rentabilidades de las deudas públicas europeas, en condiciones de tipos de cambio fijos o moneda común, serán una valoración del riesgo de solvencia, de la sostenibilidad de la deuda pública de cada Estado miembro. Así si recordamos los factores que determinan la rentabilidad de la deuda pública de un país europeo en la actualidad, tendríamos que eliminar el factor riesgo de cambio, las expectativas cambiarias, sin sentido en la UEM, para sustituirlo por el factor riesgo de sostenibilidad.

Los diferenciales de la rentabilidad espera de una inversión en deuda pública en un país j frente a la rentabilidad R^* de un país central (Alemania), por ejemplo, vendrían dados, a igualdad de plazos, por la siguiente expresión:

$$R_j = p r_j + p l_j + p f_j + R^*$$

de donde

$$R_j - R^* = p r_j + p l_j + p f_j$$

siendo R_j la rentabilidad negociada en el mercado en un momento dado para la deuda del país j , pr_j la prima de riesgo determinada por la sostenibilidad de la deuda de j , pl_j la prima por liquidez del mercado de deuda de j , y pf_j la prima fiscal determinada por el tratamiento fiscal a no residentes del país j .

Evidentemente, en la medida en que las diferencias entre el tratamiento fiscal de los no residentes fueran nulas en el seno de la UEM (tras un proceso de convergencia como el que ya está teniendo lugar) y si los mercados de la deuda doméstica alcanzan un grado de liquidez y sofisticación suficiente, pl y pf se harán irrelevantes, determinando los diferenciales el grado de sostenibilidad de las deudas

$$R_j - R^* = p r_j$$

como parece haber ocurrido en países como EEUU, donde los diferenciales entre las deudas de los Estados están muy influidos por consideraciones de sostenibilidad⁵. Episodios como la crisis de liquidez de la deuda de la Ciudad de Nueva York en 1975 o más extensamente la quiebra de las deudas gubernamentales de algunos países en desarrollo, muestran que estas primas por riesgo de solvencia, resultan de valoraciones no siempre acertadas, y están pues sujetas a incertidumbre y por tanto a volatilidad.

⁵Véase Barry Eichengreen, "Currency Union", *Economic Policy*, núm. 10, abril, 1990, donde se hace un análisis comparativo de la unión monetaria en EE.UU. y en Europa, destacando los aspectos financieros. Véase también esta misma conclusión en Gavyn Davies, "The Consequences of European Monetary Union For Fiscal Policies and Government Debt Markets", Goldman Sachs, 1990.

II.3. LA SOSTENIBILIDAD DE LAS DEUDAS PÚBLICAS EN LA EUROPA ACTUAL

La muy heterogénea situación actual de las deudas públicas en los países comunitarios tanto en relación con los tres elementos que determinan la sostenibilidad, como en lo que respecta a la financiación monetaria o coactiva del Estado o la propia ambigüedad de los límites de la garantía pública, hacen pensar que la UEM tendrá importantes y significativas repercusiones sobre los mercados de deuda pública y sobre los diferenciales de rentabilidad entre unas deudas y otras en el seno de la Comunidad.

II.3.A. EL RATIO DE LA DEUDA

En recientes estudios de la Comisión Europea⁶ se pone de manifiesto que el punto de partida de la Fase I de la UEM, iniciado oficialmente el 1 de Julio de 1990, no es ni mucho menos un punto de equilibrio en cuanto a convergencia entre políticas presupuestarias de los Estados Miembros. En consecuencia, el grado de sostenibilidad de las deudas públicas respectivas es muy heterogéneo y, de hecho, esconde incluso algunas situaciones concretas que serían insostenibles en las condiciones de ortodoxia financiera que exigirá la UEM.

Considerando la versión más simple de la restricción intertemporal presupuestaria, haciendo dos hipótesis automáticas sobre el tipo de interés real a largo plazo en la CEE (el 4 o el 5%) y previendo crecimientos económicos de entre un 3 y un 3,5% en el PIB real en los países de la CEE, la Comisión llega a la conclusión de que el saldo primario necesario para la sostenibilidad de la deuda es superior al saldo primario corriente en tres países comunitarios (ver tabla 3) Grecia, Italia y Portugal. Sin embargo, la evolución a la baja del ratio de la deuda y el alza del saldo primario en Italia hace que la comisión califique como insostenibles (véase tabla 4) sólo las deudas de Grecia y Portugal, reservando para Italia la recomendación, dado su alto nivel de ratio de la deuda de seguir haciendo esfuerzos para su reducción.

⁶Comisión de las Comunidades Europeas, "One market, one money", European Economy, núm. 44, octubre, 1990. Véase también "Budgetary Policies in Stage I of EMU", European Economy, num. 45, diciembre 1991.

Obsérvese que ratios de la deuda tan elevados como los de Bélgica, Irlanda o Italia no determinan actuaciones insostenibles -aún situándose incluso por encima del 100%- , gracias a ser contemporáneos con elevados niveles de superávit primario. Nótese, en todo caso, que la característica básica es la gran heterogeneidad de los ratios en el seno de la CEE. Estos recorren la amplísima gama que comienza con el sólo 7,9% del PIB de Luxemburgo, hasta el 129,4% de Bélgica.

Esta diversidad resulta de una evidente falta de convergencia en las políticas presupuestarias europeas en los últimos 30 años. La muy distinta respuesta de las economías europeas a la crisis de los primeros 70 es su origen. El shock del precio del petróleo en 1973 hizo que muchas economías occidentales adoptaran políticas presupuestarias expansivas, aumentando el gasto y ampliando los déficit públicos, cuando hasta entonces estas políticas habían sido muy equilibradas. Así, en Francia y Alemania se aprobaron presupuestos intensamente expansivos. En Dinamarca y Holanda las políticas fueron también muy expansivas aunque en un grado menor, pero en otros países, como el Reino Unido o Italia, la respuesta expansiva al shock vino de la mano de las políticas monetarias acomodaticias. El segundo shock del petróleo fue respondido, no obstante, de forma menos procíclica en países como Alemania o el Reino Unido, en contraste con Bélgica, Dinamarca, Irlanda e Italia donde las políticas fiscales se relajaron adicionalmente.

Los años 80 significaron un cambio fundamental en la dirección de la estabilidad presupuestaria, aunque tal cambio se materializó con ritmos muy diferentes en unos Estados y otros. Así, mientras Dinamarca y Luxemburgo llevaron a cabo los esfuerzos más significativos y más tempranos, en la mayor parte de los demás países de la CEE sólo se siguió este mismo camino después de 1985. Cabe preguntarse en qué medida estos ajustes presupuestarios -por la vía de la reducción de los déficit- están ligados a la consolidación del SME como área de estabilidad cambiaria en la segunda mitad de los años 80. El hecho de que haya podido observarse un comportamiento relativamente más equilibrado en España o el Reino Unido, que no estaban adscritos a la disciplina de cambios en la mayor parte del período 1985-1990, que en países como Bélgica o Italia, no implica que la evolución más coordinada de las políticas presupuestarias, observada durante el período, no esté relacionada por la coordinación

que desde 1985 sobre todo ha propiciado en las políticas monetarias el objetivo de la estabilidad de cambios en el SME.

Nuestro país se incorporó tardíamente a la evolución expansiva general de las políticas presupuestarias. Fue sólo en el período 1979-82 cuando la política presupuestaria española se lanzó a la carrera expansiva de ampliación del déficit público, después ya de que la mayor parte del resto de los países de la CEE hubieran llevado a cabo, sobre todo en el período 1974-78, intensas políticas de aceleración del gasto. Cuando Alemania incurrió en los años 1974-75 en deterioros del saldo presupuestario de hasta 6,8 puntos sobre el PIB (corregidos en parte en los tres años siguientes sólo gracias a la reactivación de su economía), España deterioraba en sólo algo más de un punto porcentual su déficit presupuestario. Sin embargo, nuestro país deterioraba en 3,9 puntos porcentuales su saldo en 1979-82 cuando Alemania sólo lo hacía ya en 0,8 puntos dando una respuesta menos expansiva que en el pasado al nuevo shock petrolífero (ver tabla 5).

Si España se incorporó con cierto retraso a la carrera expansiva, también lo hizo tardíamente a la instrumentación general de políticas presupuestarias de corrección de los déficits públicos. Los más espectaculares esfuerzos de corrección fueron llevados a cabo, en aquellos países que respondieron de forma más expansiva a la segunda crisis del petróleo, entre 1983 y 1988 (como es el caso de Dinamarca o Bélgica). En España, el cambio de ritmo en el crecimiento de la economía permitió que el déficit se redujera entre 1986 y 1988 en 4 puntos sobre el PIB y entre 1989 y 1990 en 2,3 puntos adicionales.

Se conseguía así reducir las necesidades de financiación de las administraciones públicas desde el 7% sobre el PIB de 1985 hasta el 3,1% de 1990. Una reducción mucho más intensa que la media comunitaria, que pasó de unas necesidades del 5,2% sobre el PIB al 4% entre los mismos años. Con este comportamiento, más fundamentado en la favorable evolución de la economía española en relación con la comunitaria que en un esfuerzo discrecional de contención del gasto, el Gobierno español ha conseguido frenar el ascenso del ratio sobre el PIB de la deuda pública e incluso en los últimos años reducirlo, al tiempo que generaba un superávit primario.

II.3.B. LA FINANCIACIÓN ORTODOXA DEL DÉFICIT PÚBLICO

Este análisis de las finanzas públicas en la Europa actual no debe olvidar un elemento clave de la disciplina presupuestaria como es la financiación ortodoxa del déficit público. En la actualidad existen formas de financiación monetaria del déficit público en los siguientes países:

- a) Acceso libre, aunque limitado, al crédito del banco central: Bélgica, Grecia, España e Italia.
- b) Colocación coactiva de deuda pública: Grecia, Irlanda y Portugal.

Aunque en los últimos meses algunos de estos países - Bélgica, España y Portugal- han limitado y corregido esta financiación monetizada (hemos visto ya los esfuerzos del Gobierno español), son nada menos que la mitad de los Estados Miembros de la CEE los que mantienen este tipo de privilegios para las finanzas públicas -privilegios contradictorios con el consenso actual de la UEM, y que necesariamente han de ser corregidos antes del comienzo de la Fase II, el 1 de enero de 1994.

Los cuatro países que obtienen ventajas del señoreaje (emisión de efectivo y activos de caja) superiores al 1% del PIB -Grecia, Portugal, España e Italia (véase tabla 7)- tendrían que reducirlas fuertemente antes de la Fase II, en el horizonte del Acta Unica de 1993, como consecuencia de la necesaria reducción del coeficiente de caja -hasta niveles puramente técnicos- y el probable desarrollo tecnológico y fiscal que reduzca la demanda de efectivo por parte del público. Además, la menor inflación posible con la UEM reducirá la ventaja actual derivada de la inflación.

Si antes del 1 de enero de 1994 debe esperarse una supresión de los coeficientes obligatorios sobre deuda pública y la reducción drástica de los ingresos por el señoreaje actual, las conclusiones de la Comisión sobre la sostenibilidad de las deudas en la CEE deben matizarse. La supresión de los coeficientes encarecerá sustancialmente el endeudamiento global en Grecia, España, Irlanda y Portugal,

haciendo necesarios mayores superávits primarios. La reducción de los coeficientes de caja hasta niveles "técnicos", por su parte, aumentará la apelación de los Tesoros de Bélgica, Grecia, España e Italia en los mercados de deuda matizando la tendencia al descenso del ratio de la deuda en Bélgica y España y empeorando la situación, insostenible ya, de Grecia e Italia. Recuérdese que en España, por ejemplo, el saldo vino de los Certificados del Banco de España suponía un 6,6% del PIB de 1990 en tanto que los pagarés del Tesoro sujetos al coeficiente de inversión alcanzaban un 4,1 % del PIB.

II.3.C. EL PLAZO MEDIO DE LA DEUDA

Como el nivel del ratio de la deuda, el plazo medio de la deuda no es un factor relevante hoy en la determinación de los diferenciales entre rentabilidades en los mercados. Sin embargo, con la UEM, bajo los principios de no monetización y "no bailing- out", será también un elemento clave de la valoración del riesgo público en el mercado y, por ello, un factor relevante en la determinación de los diferenciales entre rentabilidades en el mercado de deuda pública europea.

Mientras en países como el Reino Unido (gráfico 9) y Alemania la deuda a medio y largo plazo supone la casi totalidad del saldo vivo, en otros, como Italia o España (gráficos 10 y 11) sucede exactamente lo contrario. Si se considera que el plazo medio de vida en la deuda pública debe situarse, para alejar temores de crisis de liquidez en un esquema de monetización en unos cinco años, no hay duda de que el caso de Italia, con un plazo de vida inferior a tres años, y el de España con un plazo al final de 1990 apenas superior a un año, resultan contradictorios con la sostenibilidad de la deuda pública⁷.

Diversos factores inciden en este sesgo hacia el corto plazo en nuestro país: un proceso de comercialización de la deuda profundamente ligado a la actividad bancaria, la reacia actitud del Tesoro en el período 1986-1989 a ofrecer rentabilidades

⁷Véase Graham Bishop, 1992 and Beyond. The creation of an EC "Hard Money" Union, Salomon Brothers, European Business Analysis, julio, 1990.

brutas que después de inflación y después de impuestos, resultaran atractivas al inversor⁸ y, finalmente, la presión de los tipos de interés a corto plazo⁹, que históricamente han ofrecido mejores rentabilidades efectivas -capitalizando operaciones- que los tipos de interés a largo plazo. Por ello, la solución del problema será compleja y exigirá esfuerzos en varias líneas.

Si bien casi el 70% de la deuda a medio y largo plazo y más del 80% de las letras del Tesoro se encuentran en manos del público, la vía por la que estas carteras han sido cedidas por las entidades financieras es mayoritariamente la de las operaciones con pacto de recompra. Estas operaciones -que no son sino la transformación del pasivo del Tesoro en un pasivo bancario con la asunción por el sistema bancario del riesgo de interés implícito en el hecho de que este pasivo suela tener plazos muy cortos- suponen un 70% de las carteras del público de letras (en 1988 alcanzaron un 83%, pero el esfuerzo publicitario del Tesoro las ha reducido en 1990 en favor de las adquisiciones a vencimiento) y casi un 70% de las de bonos y obligaciones del Estado (títulos originariamente a medio y largo plazo pero que de este modo se transforman en pasivos bancarios a muy corto plazo). Si bien este modelo de distribución de la deuda fue útil durante un cierto período, más recientemente a devenido en lastre para la política del Tesoro de alargamiento de los plazos de su endeudamiento.

En este contexto, la incorporación de la demanda extranjera, que se ha centrado básicamente en la deuda a medio y largo plazo (recuérdese el gráfico 6) constituye un nuevo impulso a esta política: un cambio estructural que permitirá el desarrollo de un amplio mercado de bonos a medio plazo. Paralelamente, el efecto de este cambio estructural sobre las estrategias bancarias de transformación de la deuda en pasivo bancario -reduciendo su plazo original-, asumiendo el riesgo de interés consiguiente, ha de ser también importante. El descenso de rentabilidades que ha supuesto la incorporación de una fuerte demanda neta de deuda a un mercado de oferta

⁸Véase Eduardo Fernández y Jesús Saá, "Evolución reciente de los tipos de interés netos de impuestos en los países industrializados. Comparación con España", Boletín Económico del Banco de España, diciembre, 1989.

⁹Véase Ignacio Ezquiaga, "Composición de la deuda pública y política de deuda", Papeles de Economía Española, núm. 44, 1990.

global cada vez más limitada (al reducirse el déficit público), podría perpetuar una curva de tipos de interés de pendiente muy invertida, al menos durante algunos años. Esta curva haría desaconsejables las estrategias del repo sobre deuda como vías de crecimiento de los balances bancarios, lo que propiciaría quizá una reducción de las carteras contables de deuda pública en las entidades bancarias.

III. CONCLUSIONES

Mientras en la etapa actual de creciente integración e internacionalización de los mercados domésticos de deuda pública en Europa los diferenciales entre rentabilidades esperadas de inversiones en unos países y otros están marcados profundamente por las expectativas cambiarias (de realineamiento de paridades en el seno del SME), por el diferente tratamiento fiscal de los no residentes y por el distinto grado de liquidez de los mercados, con la UEM (tipos de cambio fijos) las expectativas de tipo de cambio ya no tendrán sentido. Las dos reglas básicas en que se configura el mecanismo disciplinario de las políticas presupuestarias, en el contexto de una UEM con una sola política monetaria, harán del riesgo de insostenibilidad de la deuda una variable relevante en el mercado. La no monetización y el "no- bail-out" generarán en el mercado la necesidad de valorar "primas de riesgo" para cada deuda doméstica.

En nuestra opinión, ello sólo será un mecanismo de disciplina para las políticas fiscales nacionales, si las autoridades públicas alteran también las reglas de prudencia básica del sistema financiero, revisando los coeficiente de garantía y concentración de riesgos, para considerar al riesgo público como un riesgo de naturaleza próxima al privado. En todo caso la disciplina de estas dos reglas sólo se mantendrá si ambas gozan de credibilidad en los mercados, para lo cual el consenso en su entorno ha de ser total y la estabilidad del sistema financiero europeo ha de estar salvaguardada.

La sostenibilidad está determinada por la relación a medio plazo entre el ratio Deuda/PIB y el saldo primario de presupuesto público y por el plazo medio de vida de la deuda. Mientras nuestro país mantiene un perfil decreciente en su ratio de deuda -no muy elevado, por otra parte-, el stock de deuda monetizada en coeficientes o en el banco central es todavía alto (un 12,2% del PIB). Además, el plazo medio de

la deuda es todavía excesivamente bajo, sólo algo más de un año. Ello exigirá un esfuerzo tanto de disciplina presupuestaria, como de aprovechamiento mediante una gestión imaginativa (canjes, conversiones, nuevos productos, etc.) de la nueva demanda extranjera y de la perspectiva de déficit públicos nulos que se abre para los próximos años. Este cambio podría venir acompañado por un cambio en los canales de comercialización de la deuda, con la generalización de los fondos de inversión y las fórmulas de "ahorro popular" -con ventajas fiscales para los residentes- y el progresivo abandono por el sistema bancario de las estrategias de transformación de la deuda en un pasivo bancario a corto plazo.