

LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS ESPAÑOLAS (1987-1997)

Autores: Rodero Franganillo, Adolfo
López Martín, M^a del Carmen
Departamento: Economía General,
Ciencias Jurídicas y Sociología
Facultad de CC. EE. y Empresariales
Universidad de Córdoba

Esta comunicación recoge una parte de un trabajo más amplio que vienen realizando los autores desde hace varios años. Precisamente una versión para el período 1987-95 fue presentada a la XI Reunión de ASEPELT-España.

En la financiación de las administraciones públicas tienen un papel importante los flujos financieros, aunque hayan sido objeto de análisis con menor frecuencia que los ingresos corrientes. La inclusión, entre los criterios de convergencia, del nivel de deuda pública ha dado un mayor protagonismo a los flujos citados. La fuente principal de datos sobre estos flujos está constituida por las **Cuentas financieras de la economía española**. A partir de esta obra se han analizado los siguientes aspectos: a) la evolución del ahorro financiero y su origen real; b) los flujos financieros de las administraciones públicas y las causas que los han determinado; c) los pasivos financieros de dicho sector y su evolución durante el período indicado; y d) la actuación del Banco de España con relación a estos pasivos y su relación con los tipos de interés. En la investigación realizada se han distinguido, en lo posible, los distintos organismos que componen el sector administraciones públicas.

Introducción

En 1997 realizamos un trabajo sobre los flujos financieros de las administraciones públicas españolas (1987-1995) que presentamos como comunicación a la XI Reunión de ASEPELT-España celebrada en Bilbao en 1997. Los años posteriores al análisis realizado: 1996 a 1998, han tenido un especial interés por varias razones; la principal de ellas ha sido la política de equilibrio del sector público para poder acceder a la Unión Monetaria; alcanzado ya este objetivo nos ha parecido importante ampliar el estudio anterior, tomando los datos completos hasta 1997 que se incluyen en las Cuentas financieras de la economía española y añadiendo, cuando ello ha sido posible, los datos provisionales correspondientes a 1998.

El contenido de esta comunicación sigue el mismo esquema del trabajo anterior: a) la necesidad de financiación de las administraciones públicas, insistiendo en su origen real; b) la variación de los activos financieros; y c) la variación de los pasivos, estudiando con mayor detalle las emisiones de deuda pública y las concesiones de crédito.

1. La necesidad de financiación de las administraciones públicas.

A lo largo de la década aparece un ahorro corriente positivo, excepto en el cuatrienio 1993-1996. Durante el citado cuatrienio se observa un progresivo deterioro del resultado de las operaciones corrientes que alcanza la cifra negativa más elevada en 1995, mejorando sensiblemente el valor del desahorro en 1996, y obteniendo ahorro positivo en 1997.

La mejora experimentada en los dos últimos años tiene varias causas: la contención del consumo público (que en parte ha sido debido a la congelación de los sueldos y salarios públicos); la reducción del pago de intereses por la caída del nivel de las tasas de interés; el aumento de la recaudación de impuestos, debido sobre todo al crecimiento de la actividad productiva; y la menor carga de las prestaciones sociales, tanto por el mencionado aumento de la actividad económica, como por algunas modificaciones del sistema de Seguridad Social.

Las operaciones de capital, especialmente la formación bruta de capital, causan una necesidad de financiación, ahorro financiero neto negativo, en todos los años de la década, con un crecimiento de esta variable en casi todos los años, alcanzando el máximo también en 1995; el desahorro financiero disminuye en 1996 y en 1997, situándose en este último en una cifra muy próxima a la de 1990. La mejora del déficit en términos de contabilidad nacional es debido al cambio del ahorro corriente, ya comentado, así como a la contención de la inversión pública y de las transferencias de capital; en la reducción de estas últimas ha sido decisivo que el Estado no asumiera, en 1997, nuevas deudas de las empresas públicas.

El análisis de estas cuentas por subsectores, completa la información de los párrafos anteriores (véase el cuadro nº 1).

Los datos del Estado están muy próximos a los del conjunto de las administraciones públicas (AAPP), tanto en sus valores como en su evolución. El ahorro corriente es negativo en todo el quinquenio 1993-1997, aunque en los dos últimos años se produce una mejora importante. El cambio durante este bienio se puede explicar por las causas ya indicadas para el conjunto. No obstante, el crecimiento de las transferencias a las administraciones territoriales ha impedido alcanzar un ahorro positivo en el último año. En cuanto a la necesidad de financiación, se pueden repetir los comentarios ya realizados: fuerte crecimiento hasta el año 1995 y fuerte descenso en los dos años siguientes.

Las comunidades autónomas (CCAA) han obtenido ahorro corriente positivo a lo largo de todos los años estudiados, presentando un crecimiento importante en el año 1997, debido a un aumento de las transferencias del Estado y de algunos impuestos y a un crecimiento moderado del consumo público. Las CCAA tienen necesidad de financiación durante toda la década, aunque va descendiendo durante el cuatrienio 1994-1997; la causa de este comportamiento ha sido la reducción de la inversión realizada por las CCAA en estos años.

Las corporaciones locales presentan un ahorro corriente positivo durante toda la década con pocas variaciones cuantitativas hasta el 1993, elevándose su valor desde 1994 en adelante. El aumento de las transferencias procedentes de otras administraciones públicas, especialmente desde 1994, ha permitido el aumento del consumo de estos entes, así como la mejora citada del ahorro corriente. Tienen necesidad de financiación por importes bastante reducidos, especialmente durante el trienio 1995-1997, ya que la inversión ha sido menor que en años anteriores.

Las administraciones de la Seguridad Social han tenido un desahorro corriente desde el año 1991, a pesar del elevado importe de las transferencias del Estado. En el año 1997 el desahorro desciende sensiblemente. Tienen necesidad de financiación desde 1991, excepto el año 1993, por importes moderados; en el 1997 se produce una reducción importante, cuya causa reside en el menor desahorro corriente más que en variaciones sustanciales de la cuenta de capital. Las cuentas de la Seguridad Social muestran claramente la incapacidad de estas administraciones para financiar su propia actividad.

Cuadro nº 1: Evolución del ahorro bruto, de la capacidad o necesidad de financiación y del ahorro financiero neto de las administraciones públicas. Detalle por subsectores.

(Miles de millones de ptas.)

	1987	1989	1991	1993	1995	1996	1997
S.60 Administraciones públicas							
Ahorro bruto corriente	600	1035	706	-1034	-1682	-645	681
Capac. o necesidad de financiación	-1130	-1675	-2465	-4276	-5124	-3423	-2042
S.61.1 Estado							
Ahorro bruto corriente	-204	107	346	-1619	-2396	-1234	-388
Capac. o necesidad de financiación	-1278	-1501	-1296	-3896	-4486	-2619	-1619
S.62.1 Comunidades autónomas							
Ahorro bruto corriente	292	336	151	260	326	323	626
Capac. o necesidad de financiación	23	-259	-772	-673	-440	-467	-214
S.62.2 Corporaciones locales							
Ahorro bruto corriente	268	334	337	390	558	536	511
Capac. o necesidad de financiación	-10	-105	-126	-91	-25	-7	-40
S.63 Seguridad Social							
Ahorro bruto corriente	222	276	-86	-63	-184	-279	-101
Capac. o necesidad de financiación	107	201	-174	325	-226	-320	-117

Fuente: Banco de España (varios años)

Los datos provisionales correspondientes a 1998 muestran un descenso de la necesidad de financiación del Estado en el período Enero-Octubre, mientras que la Seguridad Social presenta necesidad de financiación durante los meses Enero-Junio.

En resumen, durante la década estudiada las administraciones publicas presentan un notable desequilibrio, cuyo origen reside en las operaciones de capital y a veces también en las actividades corrientes; en este desequilibrio han influido el comportamiento de todos los subsectores, especialmente el Estado y la Seguridad Social.

El bienio 1996-1997, y posiblemente el año 1998, presentan una mejora clara del déficit del sector, resultado de un esfuerzo importante de equilibrio de las cuentas públicas para cumplir las condiciones de convergencia que permitirían la incorporación a la moneda única; como es bien sabido España forma parte del área euro desde el 1 de Enero de 1999. Los buenos resultados de la economía española durante estos tres últimos años es otra causa importante de este equilibrio del sector público.

2. La variación neta de activos financieros.

La necesidad de financiación del sector a lo largo de toda la década determina, lógicamente, una variación de pasivos financieros para obtener los recursos necesarios. Al mismo tiempo esta situación impide, en principio, la inversión en activos financieros. No obstante, existen inversiones financieras que se realizan para cumplir algunos compromisos determinados por el carácter de las administraciones públicas y que van unidos a las actividades de la política económica. Esta corresponde principalmente al Estado que se ve obligado a emitir pasivos por importes, superiores a sus necesidades de financiación, con el fin de poder realizar un volumen de inversiones financieras de cierta importancia. Los demás subsectores realizan escasas inversiones de este tipo.

Comentamos algunas variaciones de activos financieros del Estado:

- Una de las principales operaciones son los créditos a la Seguridad Social que aparecen todos los años a partir de 1992.
- La deuda de las empresas públicas asumida por el Estado, que figuraba como variación de activos, ha pasado a la cuenta de capital como transferencias de capital, desapareciendo, por lo tanto, de la cuenta financiera. Sí aparecen créditos a empresas públicas en 1989.
- En 1988 hubo una importante reducción de los créditos a “otras instituciones de crédito”. Esta operación corresponde a una importante reducción de las dotaciones al Instituto de Crédito Oficial (ICO) que fue compensada con el traspaso de las cédulas de inversión al ICO como pasivo del mismo.
- Los depósitos en el Banco de España, sobre todo los transferibles, presentan aumentos y disminuciones de bastante importancia. Cuando los mercados de valores absorben elevadas emisiones de deuda pública, se producen holguras de recursos que se destinan a incrementar los depósitos; por el contrario, cuando la colocación de deuda pública es más difícil o las condiciones son menos favorables, se utilizan los recursos, descendiendo el saldo de las cuentas depositadas.
- El concepto “otros” tiene cifras elevadas desde el año 1992. Se refiere a los futuros cobros, sobre todo de impuestos, que se han devengado pero que al final de los años correspondientes aún no han sido ingresados.

Respecto a las administraciones territoriales (comunidades autónomas y corporaciones locales) los flujos de activos tienen escasa importancia. Únicamente el efectivo y depósitos transferibles tienen algunas variaciones de cierta importancia, cuya explicación coincide con la que se ha comentado con relación al Estado; en el caso de estas administraciones los recursos se encuentran depositados en entidades de depósito y no en el Banco de España.

En cuanto a la Seguridad Social, las únicas cifras relevantes corresponden al concepto “otros”. Se trata también de cantidades devengadas, principalmente cotizaciones, que al final de cada año no habían sido todavía ingresadas.

Una rápida observación de los datos del último bienio (1996-1997), nos muestra las siguientes variaciones de activos:

- El aumento de los activos financieros es muy elevado en el 1996 y muy reducido en el 1997. Este comportamiento no se justifica por los valores de la necesidad de financiación, sino por las variaciones de los depósitos transferibles, que crecen fuertemente en 1996 y decrecen en 1997. Estos cambios están relacionados, como ya se ha indicado, con las emisiones de valores y otros pasivos.
- La cartera de acciones de instituciones de crédito aumenta de forma sensible en el año 1996, como consecuencia de dos variaciones de distinto signo: aumento del capital del ICO tras la conversión en capital de parte de los préstamos del Estado a esta institución¹, y privatización de Argentaria.
- En el año 1997, la cartera de acciones de empresas no financieras disminuye intensamente como resultado de la privatización de varias empresas públicas.
- El concepto “otros”, en el activo, tiene unos valores más elevados en este bienio, en comparación con otros anteriores; corresponde, como ya se ha dicho, a diferencias entre el devengo y el ingreso de ciertas partidas, tanto del Estado como de la Seguridad Social.

Los datos provisionales del año 1998 indican, con relación a los activos, un incremento muy elevado de los depósitos del Estado en el Banco de España, con el fin de colocar los recursos excedentarios obtenidos por una emisión de pasivos muy superior a las necesidades de financiación.

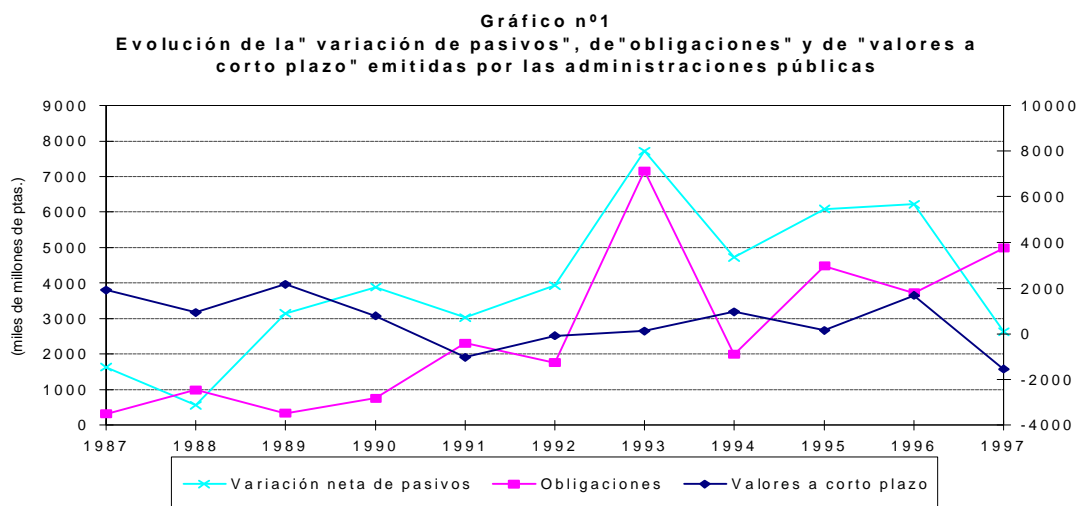
3. La variación neta de pasivos financieros.

Dado que en toda la década el sector ha tenido necesidad de financiación, ha sido preciso captar recursos en cantidades elevadas, con frecuencia por encima del billón de pesetas,

¹ Esta operación se aprobó en la nueva regulación del Instituto realizada en diciembre de 1995 (disposición adicional sexta del real decreto 12/95 de medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera)

con un doble fin: a) financiar el déficit; y b) financiar las inversiones financieras que han sido analizadas en el apartado anterior.

Los instrumentos utilizados para esta captación de recursos, aunque sigan un comportamiento homogéneo, presentan variaciones a lo largo del período. En primer lugar aparecen los bonos y obligaciones, si bien hasta 1993 ocupan un lugar secundario; ha sido a partir de esa fecha cuando el Estado ha tratado de alargar el plazo medio de su deuda. En segundo lugar figuran los créditos, que hasta el año 1994 tuvieron gran importancia, la ley de autonomía del Banco de España, que prohibió la financiación al Estado por el Banco emisor, ha hecho perder volumen a este instrumento. Los pagarés y letras del Tesoro están en tercer lugar, aunque presentan variaciones muy frecuentes, a lo que no son ajenos los cambios de política de las instituciones de crédito, especialmente de las instituciones de inversión colectiva. El último lugar corresponde al concepto “otros, es decir pagos devengados y que no han sido liquidados aún, bien por el Estado o bien por la Seguridad Social.



Fuente: Banco de España (varios años)

Desde el punto de vista sectorial, el sector “instituciones de crédito” aparece como principal aportante de recursos a las administraciones públicas. A cierta distancia de este sector figura el “Resto del mundo” y en mucha menor medida las “empresas no financieras y familias” y las “empresas de seguro”, que tienen ambas un comportamiento semejante. Se trata, por tanto, de una financiación intermediada², por una parte, y procedente del exterior, por otra.

3.1. El subsector Estado.

La variación neta de pasivos del Estado es muy parecida a la del conjunto del sector, situándose las cantidades, lógicamente, por debajo de las del sector; los primeros años las

² Recordemos que las instituciones de inversión colectiva se incluyen en las instituciones de crédito, y que el ahorro familiar se canaliza al sector público, en gran parte, a través de aquellas entidades.

diferencias eran mayores, mientras que los últimos años se observa una mayor proximidad entre las respectivas cantidades.

Con relación a los instrumentos, no existen muchas variaciones. En la mayor parte de los años los valores a corto plazo se ponen por delante de los créditos. Hay que tener en cuenta, en este sentido, que los pagarés fueron un refugio de dinero negro y también que, en ciertos momentos, los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) han tenido una acogida muy favorable por parte de los ahorradores.

En cuanto a los sectores aportantes de los fondos, la distribución en tanto por ciento prácticamente coincide con la indicada antes para el conjunto del sector.

Indicamos a continuación algunos aspectos puntuales:

- Como ya se indicó anteriormente, en 1988, se produce una importante reducción de los valores no negociables, en concreto las cédulas de inversión que se transformaron en pasivos del ICO, desapareciendo de la cuenta del Estado.
- En 1990 el Banco de España concedió una cifra muy elevada de créditos al Estado; este tipo de operaciones ha sido posteriormente prohibida por la Ley de autonomía del Banco de España.
- En 1992 se emitieron títulos de “deuda especial” para sustituir a los pagarés del Tesoro en poder de las empresas no financieras y familias, eliminando este refugio de “dinero negro”, a través de una operación que de hecho se puede denominar una amnistía fiscal.
- A lo largo de todo el período se producen variaciones importantes en las carteras de deuda pública del sistema bancario, con fuertes crecimientos de “obligaciones” y con cambios de distinto signo en cuanto a los “valores a corto plazo”. Este comportamiento está relacionado con el auge de los fondos de inversión y con las inversiones en deuda de los no residentes.

3.2. Los otros subsectores.

Los restantes subsectores tienen una captación de recursos mucho más reducida, ya que su necesidad de financiación es mucho más baja y además, como ya hemos visto anteriormente, realizan inversiones financieras de escaso volumen.

Las CCAA, durante los primeros años, se financiaban mediante créditos del sistema bancario y, en menor medida, con créditos en moneda extranjera captados en el exterior. A partir de 1993, la emisión de obligaciones supera a los créditos; estas obligaciones se denominan en ptas. y se colocan en el interior del país, aunque existe un volumen por un valor inferior que se emiten en moneda extranjera y se suscriben en el “Resto del mundo”.

Las corporaciones locales obtienen recursos del sistema bancario, en forma de créditos, hay también algunos créditos en moneda extranjera y emisiones de valores a corto plazo en

1988 y 1989, que se amortizaron en los años siguientes; en 1992 hubo una emisión de valores no negociables (para sustituir a los pagarés forales) que se amortizaron a final del período.

Los pasivos de la Seguridad Social proceden del Banco de España (1990-1991) y del Estado desde 1992, en ambos casos instrumentados en forma de créditos. Tiene también importancia el concepto “otros”.

3.3. El bienio 1996-1997.

A continuación comentamos, con cierto detalle, la variación de pasivos durante este bienio:

- La variación de pasivos es muy elevada en el año 1996 y muy reducida en el 1997. La necesidad de financiación no justifica esta amplia diferencia, sino que está motivada principalmente por el comportamiento de los mercados.
- La emisión de letras del Tesoro fue muy elevada en 1996, mientras que se produce una amortización neta al año siguiente. Ello corresponde principalmente a la política de inversiones de los fondos de inversión, que debido a la caída de los tipos de interés en el 1997 prefirieron suscribir en escasa cuantía este tipo de títulos; la reducción de la cartera de letras de las entidades de depósito que ya se había iniciado en el año 96 superó intensamente las escasas adquisiciones realizadas por los fondos.
- Los bonos y obligaciones mantienen un fuerte incremento en los dos años del bienio, ya que los descensos de tasas de interés y las expectativas de su evolución futura hicieron más atractivos para los mercados los valores a medio y largo plazo.
- Respecto al instrumento “créditos”, el comportamiento del año 96 responde a la línea habitual de los últimos años, mientras que en 1997 se produce la devolución de préstamos concedidos en su día por las entidades de depósito.
- En 1997 se amortizan los títulos de la deuda especial que sustituyeron en 1992 a los pagarés del Tesoro.

Finalmente los datos provisionales correspondientes a 1998 presentan un panorama muy parecido al bienio anterior: a) nuevo decrecimiento de las letras en circulación; b) aumento muy notable de los bonos y obligaciones emitidas, determinadas ambas variaciones de la deuda pública por las preferencias manifestadas por los mercados; y c) un recurso importante, muy superior a años anteriores, a la financiación procedente del exterior.

En resumen, los años 96 a 98 muestran un mayor equilibrio financiero de las administraciones públicas, si bien las variaciones de los tipos de interés y de otras características de los mercados de valores han influido en la composición de sus pasivos financieros.

4. La evolución de los pasivos más importantes.

Como se ha indicado anteriormente, el déficit financiero de las AAPP ha dado lugar a una fuerte emisión neta de pasivos financieros que se han instrumentado principalmente en forma de “obligaciones”, “créditos” y “valores a corto plazo”. Estos tres instrumentos, por sí solos, explican casi la totalidad de la variación de pasivos del sector en el período considerado, por lo que se tratan a continuación de forma más detallada.

4.1.- Obligaciones.

Para el conjunto de las administraciones públicas, las obligaciones presentan una evolución en la que cabría distinguir dos etapas. Inicialmente, durante los años 1987, 1988 y 1989, este instrumento presenta unos valores relativamente reducidos, siendo superado por los valores a corto plazo³. A partir de 1990, en el que ambos conceptos tienen un valor similar, las obligaciones pasan a ser claramente el instrumento pasivo cuya variación anual es la más importante para el conjunto de las administraciones públicas.

Si se observan las cuentas financieras de los diferentes subsectores que integran las administraciones públicas, se aprecia que el principal agente emisor es el Estado, cuyos datos explican casi la totalidad de las emisiones realizadas. Únicamente a partir de 1992 existe una mayor apelación a este instrumento por parte de las comunidades autónomas, las cuales han acudido de forma creciente al empleo de estas emisiones para cubrir su necesidad de financiación, en detrimento de otras fuentes de recursos (principalmente los créditos⁴). Por lo que se refiere a las corporaciones locales, sus emisiones netas son bastante reducidas, utilizando este instrumento por detrás de los créditos durante todo el período analizado. En cuanto a la Seguridad Social, sólo capta sus recursos mediante créditos, sin acudir a los mercados de valores.

Las razones que explican las variaciones que, en líneas generales, acaban de ser comentados son bastante conocidas y se comentan brevemente a continuación:

- La mayor necesidad de recursos del Estado hace que tenga un mayor protagonismo en la emisión de valores en general; este hecho, unido al deseo de alargar la vida media de la deuda, explica que las emisiones de bonos y obligaciones hayan tenido unos valores crecientes en detrimento de las letras del Tesoro.
- Las comunidades autónomas han comenzado a acudir a esta fuente de recursos como consecuencia, por una parte, del crecimiento de su necesidad de financiación y, por otro

³ Durante el año 1988 los importes de ambos conceptos (obligaciones y valores a corto plazo) son muy similares y se unen a una anormalmente reducida cifra de variación de pasivos por la ya aludida reducción de los valores no negociables (cédulas de inversión), que pasaron a ser pasivos del ICO.

⁴ De hecho, hasta el año 1992, los créditos eran la principal fuente de recursos de las comunidades autónomas, mientras que a partir del año 93 (con la excepción de 1994), este instrumento presenta unos flujos anuales inferiores a las emisiones netas de valores de renta fija a medio y largo plazo.

lado, de la aprobación en 1992 de los escenarios de consolidación presupuestaria⁵ y de la posterior inclusión de la deuda emitida por algunas de ellas en la Central de Anotaciones en Cuenta, de forma que aprovechaban la mayor eficiencia de este mercado en lo que se refiere a los sistemas de emisión, compensación y liquidación de las operaciones.

- El escaso valor que presentan los flujos de las corporaciones locales puede explicarse por la menor entidad de este subsector (con la excepción de los entes de mayor tamaño, como sucede en el caso de algunos ayuntamientos o diputaciones como las forales), lo que dificulta que pueda acudir al mercado de valores para obtener los fondos que necesitan.

En cuanto a los sectores suscriptores de las obligaciones son, principalmente, las instituciones de crédito, el resto del mundo y las empresas de seguro. Respecto a éstas últimas, adquieren estos valores para materializar las reservas técnicas, por lo que el volumen de sus compras está determinado, en gran medida, por el volumen de las operaciones de seguro realizadas, las cuales han aumentado especialmente en los últimos años por el crecimiento de los fondos de pensiones y otras operaciones similares.

En lo que atañe a las instituciones de crédito, prácticamente todos los años del período analizado suponen una parte importante de las suscripciones, las cuales se explican fundamentalmente por las adquisiciones efectuadas por las instituciones de inversión colectiva (básicamente fondos de inversión), las cuales canalizan la adquisición de estos valores como forma de materialización del ahorro familiar⁶. También tienen cierta importancia (aunque sin llegar a los volúmenes manejados por los fondos), las adquisiciones efectuadas por las entidades de depósito, especialmente por las cajas de ahorro, no sólo como una forma de inversión de estas entidades, sino también, probablemente, para contar con una cartera suficiente de estos valores que les permita atender a las operaciones de cesiones temporales realizadas con su clientela familiar⁷.

Por último, la aportación del “resto del mundo” como adquirente de las emisiones de obligaciones ha sufrido bastantes altibajos a lo largo de los años contemplados: desde 1987 hasta 1989, los no residentes apenas tenían importancia como sector tenedor de estos valores,

⁵ Estos acuerdos planteaban unos programas de endeudamiento individuales para cada comunidad coherentes y consensuados con el objeto no sólo de reconducir el creciente déficit autonómico, sino también de mejorar la gestión financiera de las comunidades diversificando los instrumentos y los mercados en los que éstas se endeudaban.

⁶ Debemos tener en cuenta que, desde 1990, las participaciones en los fondos de inversión han gozado de un tratamiento fiscal más favorable que el otorgado a otras formas de inversión del ahorro, lo cual, unido a la alta rentabilidad ofrecida por estos instrumentos ha hecho que experimente un crecimiento muy importante a lo largo de toda la década de los 90.

⁷ El hecho de que la parte más importante de las adquisiciones haya sido llevada a cabo por las cajas, no quiere decir que las realizadas por los bancos haya sido irrelevante; de hecho, desde 1991 hasta 1993, las compras de los bancos superaron a las de las cajas. Esta circunstancia posiblemente también haya estado relacionada con la necesidad de tener una cartera “suficiente” de estos valores para la

sin embargo, desde 1990 cobran una importancia creciente, hasta el punto de que en algunos ejercicios han llegado a absorber la mayor parte de las emisiones netas realizadas⁸. Estos agentes, en su mayor parte inversores institucionales, se han decantado por la adquisición de valores a medio y largo plazo, como han hecho en otros mercados internacionales, y su creciente presencia en España se ha visto favorecida por varios aspectos: el cambio en el tratamiento fiscal a sus inversiones en estos valores⁹, unido a la existencia de un diferencial positivo de los tipos de interés españoles frente a los existentes en otros países, el cual ha hecho atractivas para ellos dichas inversiones.

Los comentarios que se acaban de realizar acerca de los sectores suscriptores de las obligaciones no sólo son aplicables al conjunto del sector administraciones públicas, sino que explican también la evolución de las emisiones realizadas por el Estado. Así, el fuerte crecimiento que éstas han experimentado a lo largo de los últimos años, especialmente a partir de 1991, se relacionan con el deseo por parte del Tesoro de alargar la vida media de la deuda, el cual ha podido conseguirse gracias a la conjunción de varias circunstancias ya mencionadas: la favorable acogida de estos valores por parte de las instituciones de crédito (en especial los fondos de inversión¹⁰) y la importante presencia de inversores no residentes en el mercado español de deuda. A todo esto se ha unido la relativamente favorable evolución de los tipos de interés, los cuales han mostrado una tendencia bajista a lo largo de los últimos años, lo que ha permitido concentrar las emisiones de valores en plazos más largos.

En cuanto a la evolución de los volúmenes de este instrumento emitidos en términos netos, comentamos brevemente a continuación algunos años concretos, insistiendo sobre todo en los últimos ejercicios:

- 1991 es el primer año en el que las emisiones alcanzan un valor relativamente elevado, destacando, además, el fuerte incremento de las suscripciones del resto del mundo, como consecuencia del diferencial de tipos de interés españoles frente al exterior, de las expectativas de apreciación de la peseta y de la exención de tributación para los rendimientos obtenidos por no residentes.
- En 1993 se registra el mayor flujo de todo el período analizado, el cual se explica por la inminente entrada en vigor en 1994 de la prohibición a la financiación del sector público por

realización de cesiones temporales, no sólo con la clientela del sector familiar, sino también con los fondos de inversión.

⁸ Así sucedió en 1993, en el que el resto del mundo suscribió casi el 80% de los valores a medio y largo plazo que se pusieron en circulación durante el ejercicio.

⁹ Desde 1991 se eliminó la retención fiscal a los rendimientos derivados de la inversión en valores de deuda pública española.

¹⁰ Estas entidades han materializado sus inversiones principalmente en deuda pública, bien mediante adquisiciones en firme de la misma (en el caso de los FIM), o bien mediante compras temporales a las entidades de depósito, las cuales han movilizado de esta forma una parte importante de sus carteras de deuda.

el Banco de España, lo que determinó una fuerte apelación a los mercados por parte del Estado. Las importantes cantidades puestas en circulación fueron absorbidas por los mercados gracias a la favorable evolución de los mercados de deuda y a la tendencia bajista de los tipos de interés durante ese año¹¹; ambas circunstancias permitieron no sólo cubrir los objetivos inicialmente previstos, sino que, además, se constituyó un elevado depósito en el banco central español para cubrir posibles contingencias futuras.

- En 1994 la cifra de valores a medio y largo plazo emitidos es reducida, sobre todo si se tiene en cuenta el elevado valor del desahorro financiero de dicho año. Ello se explica por las circunstancias vividas en los mercados de deuda tanto internacionales, como en el español especialmente, que se encontraron en una situación de crisis casi permanente, con fuertes ascensos de las rentabilidades negociadas y las consiguientes caídas en los precios. Todo esto determinó una fuerte desinversión neta en los valores públicos a medio y largo plazo por parte del resto del mundo y mayores dificultades para la colocación de estos valores.
- Durante 1995 se aprecia una recuperación de las emisiones netas de valores a medio y largo plazo que se produce a partir del segundo trimestre del año, tras la devaluación de la peseta y la vuelta a un clima de “calma” en los mercados, que se vio acompañada por una reducción gradual de los tipos de interés a lo largo del año¹².
- 1996 es otro ejercicio en el que se registra un descenso del flujo de obligaciones, si bien en una cuantía más reducida que la comentada en 1994. La causa de este descenso se encuentra en la reducción experimentada por la necesidad de financiación tanto del conjunto de las administraciones públicas, como del principal emisor de estos valores (el Estado). Además, la favorable evolución de la economía española¹³ permitió que se produjera un elevado decremento de las rentabilidades negociadas en el mercado secundario y de los tipos de interés del mercado primario, al tiempo que también disminuía el diferencial de tipos con respecto al exterior. Todo ello explica que, a pesar de que la cifra de valores puestos en circulación fuera inferior a la de 1995, se lograra una cierta “holgura” de recursos y aumentara el saldo de la cuenta en el Banco de España. Además, en este ejercicio debe destacarse la fuerte disminución experimentada por las adquisiciones de estos valores por parte de los no residentes, al tiempo que aumentaban fuertemente las realizadas por las instituciones de crédito (especialmente los fondos de inversión, pero también las entidades de depósito¹⁴) y las empresas de seguro (sobre todo por el crecimiento de los fondos de pensiones).

¹¹ A estos factores debe unirse una relativamente favorable situación económica y la existencia de expectativas de obtención de ganancias de capital que atrajeron un importante volumen de recursos desde el resto del mundo.

¹² Estas circunstancias, que contrastan con las del año anterior, explican la recuperación de la inversión de los no residentes.

¹³ Esta mejora se refiere tanto al cumplimiento de los criterios de convergencia como a la corrección de sus desequilibrios.

¹⁴ Probablemente para poder contar con una cartera suficiente como para realizar cesiones temporales.

- Durante 1997, se vuelve a registrar un incremento de las emisiones netas de valores a medio y largo plazo, a pesar de que, de nuevo, se produjo un descenso de la necesidad de financiación del conjunto del sector y del Estado. Esta circunstancia se unió, como en el ejercicio anterior, a un descenso de los tipos de interés, tanto en el mercado secundario como en el primario, si bien durante este año volvía a aumentar la presencia de los inversores no residentes, probablemente por la casi total confianza en la entrada de la economía española en la unión monetaria.
- Los datos disponibles referidos a 1998 muestran que la tendencia indicada en los dos últimos años se sigue manteniendo. De esta forma, la necesidad de financiación del sector sigue cubriéndose básicamente mediante la emisión de valores a medio y largo plazo, especialmente las obligaciones del Estado a plazos mayores, continuando también la tendencia de los ejercicios anteriores en lo que al descenso de los tipos de interés en los mercados primario y secundario se refiere. Todo esto ha permitido que, a finales de este año 98, la vida media de la deuda aumente situándose en aproximadamente 4,5 años y que el coste de la financiación se haya reducido de forma considerable.

En resumen, la evolución del instrumento “obligaciones”, que está condicionada casi en su totalidad por el comportamiento del Estado, muestra que la emisión de valores de renta fija a medio y largo plazo es la principal fuente de recursos financieros del sector. Se aprecia también un aumento relativo de la “estabilidad” de los recursos captados, en el sentido de haber ido creciendo la demanda de los inversores institucionales residentes (fondos de inversión y fondos de pensiones, principalmente), en detrimento de la fuerte presencia que en los primeros años tenían los agentes no residentes, aspecto que, en parte, podía dar lugar a una mayor inestabilidad de este instrumento, dada la mayor sensibilidad de estos agentes a cambios en las condiciones financieras.

4.2.- Valores a corto plazo.

Al igual que sucedía en el instrumento anterior, también las cifras de la emisión neta de valores a corto plazo vienen determinadas por la actividad del Estado, si bien en los primeros años del período (desde 1989 hasta 1992) tiene cierta importancia la actividad de las corporaciones locales (fundamentalmente se trata de las diputaciones forales). En cuanto al Estado, como es sabido, los valores a emitidos corto plazo son las letras del Tesoro a diferentes plazos (3 meses, 6 meses, 1 año y 18 meses) y los actualmente desaparecidos pagarés del Tesoro, los cuales se amortizaron totalmente a partir de 1993.

Por lo que se refiere a las cifras de los flujos de este instrumento a lo largo del período analizado, se aprecia que han existido grandes altibajos, alternándose años en los que las emisiones netas han sido relativamente elevadas, con otros ejercicios en los que las mismas son

bastante reducidas e incluso en algún caso se presentan amortizaciones netas (esto es, emisiones netas negativas). A pesar de los altibajos indicados, cabría distinguir dentro de los años analizados dos subetapas: la primera de ellas abarcaría desde 1987 hasta 1990 y se caracteriza porque el protagonismo en la financiación del sector está ocupado por estos instrumentos; la segunda de estas subetapas (desde 1991 hasta 1998) se corresponde con los ejercicios en los que, como ya se ha comentado, comienza a realizarse un esfuerzo por alargar la vida media de la deuda del Estado y las emisiones de valores a medio y largo plazo pasan a ser cuantitativamente más importantes.

En cuanto a los sectores suscriptores, a diferencia de lo que sucedía en las obligaciones, los valores a corto plazo han sido adquiridos fundamentalmente por los sectores residentes, destacando las instituciones de crédito y, ya a cierta distancia y sólo en algunos ejercicios, las empresas no financieras y familias. Respecto a las adquisiciones de estos valores por las instituciones de crédito, han sido realizadas por las entidades de depósito (bancos y cajas de ahorro)¹⁵, las cuales han constituido una cartera relativamente elevada de letras del Tesoro para realizar cesiones temporales con su clientela del sector privado, y por las instituciones de inversión colectiva (fondos de inversión), los cuales pasan a tener un papel destacado sobre todo a partir de 1991 (se trata principalmente de los FIAMM, los cuales invierten sólo en instrumentos a corto plazo).

Centrándonos en la cuenta del Estado, durante la primera de las etapas indicadas más arriba, la financiación a través de estos valores se concentró casi exclusivamente a través de las letras del Tesoro, las cuales comenzaron a emitirse en 1987. La favorable acogida de las mismas, como consecuencia principalmente de los elevados tipos de interés de las emisiones y de la preferencia por instrumentos a corto plazo, las convirtió a lo largo de estos años en el principal valor emitido por el Estado¹⁶. En cuanto a los pagarés del Tesoro, el cambio en su tratamiento fiscal en el año 1985 y su situación como activo de cobertura del coeficiente de inversión hicieron que perdieran relevancia como instrumento de financiación, desapareciendo totalmente en 1993. La única excepción a los flujos elevados de este instrumento que se registran en esta etapa corresponde al año 1988, en el que las emisiones se concentraron fundamentalmente en la parte final del año, tras unos primeros meses en los que se acudió en mayor medida a las emisiones de deuda a medio y largo plazo como consecuencia de una tendencia bajista en los tipos de interés.

¹⁵ En los primeros años del período analizado (1987 y 1988) también tiene cierta importancia el Banco de España, el cual adquirió una relativamente importante cartera de letras con el objeto de realizar operaciones temporales con las entidades de depósito (se trataba de cesiones de letras a tres meses que se empleaban como forma de instrumentar los drenajes de liquidez).

¹⁶ Recordemos que parte de la importancia adquirida por las letras se debió al papel de las entidades de depósito, las cuales adquirieron grandes cantidades de este instrumento, las cuales posteriormente eran cedidas a su clientela del sector privado.

Si nos fijamos ahora en la actividad emisora de las corporaciones locales, las emisiones de pagarés forales se produjeron también en esta primera etapa (el mayor flujo se registró en 1989); sin embargo, como también es conocido, en los años siguientes se produjeron amortizaciones netas de estos valores, como consecuencia de un acuerdo entre las diputaciones forales y la administración central relativo a la progresiva amortización de estos valores en consonancia con la misma tendencia en los pagarés del Tesoro.

A partir de 1991, como ya se ha señalado, disminuye la importancia de los valores a corto plazo y el protagonismo en la financiación del Estado pasa a estar ocupado por los bonos y las obligaciones. Así, en el año 91 se registra una amortización neta de este concepto como consecuencia de esta misma circunstancia en las letras del Tesoro¹⁷. Por su parte, en 1992 existe una reducida amortización neta de los valores a corto plazo, como consecuencia de la elevada amortización neta de los pagarés del Tesoro, no sólo como consecuencia de la progresiva disminución del coeficiente de inversión, sino también por el canje de una importante cantidad de este instrumento por deuda especial en la última oportunidad de regularización fiscal ofrecida dicho año (también en este ejercicio se terminaron de amortizar pagarés forales los cuales fueron igualmente canjeados por deuda especial). En cuanto a 1993, el valor que presenta el flujo de los valores a corto plazo es bastante reducido, sobre todo si se compara con los existentes en los primeros años, ya que, por una parte, se produjo una buena acogida de los valores a medio y largo plazo y, por otra parte, el volumen emitido de letras se destinó sobre todo a cubrir las amortizaciones de pagarés y de letras a tres, seis y doce meses.

En 1994 de nuevo encontramos una cifra significativamente elevada, sobre todo teniendo en cuenta los valores de los años anteriores¹⁸, la cual contrasta con el dato de 1995, que se corresponde con la “normalización” de los mercados a medio y largo plazo, con los descensos en los tipos de interés y con el hecho de que las nuevas emisiones de letras se destinaran a cubrir las amortizaciones de este instrumento previstas para el período.

En relación con los dos últimos años, 1996 y 1997, de nuevo se aprecian grandes altibajos: por una parte, en 1996 la emisión neta de valores a corto plazo es elevada (superior a las registradas a lo largo de toda la década de los 90), mientras que en 1997 se produce un flujo neto negativo también de un volumen bastante alto (muy cercano a la emisión neta positiva que se había producido durante el año anterior). Durante el año 96, los descensos de los tipos de interés y las expectativas bajistas acerca de su evolución futura, permitieron que el Estado

¹⁷ Ello fue posible por la elevada suscripción de bonos del Estado durante este período, lo que dio lugar a que no se adjudicaran importantes volúmenes solicitados en las emisiones de letras. También en este año se siguieron produciendo amortizaciones netas de pagarés forales y de pagarés del Tesoro.

¹⁸ Las desfavorables condiciones de los mercados de deuda a medio y largo plazo, ya mencionadas, y los aumentos de los tipos de interés durante este año explican que el Estado concentrara su captación de recursos en la emisión de estos valores, básicamente letras a seis meses; además el Tesoro hubo de utilizar intensamente el depósito en el Banco de España.

realizara una importante emisión neta de valores a corto plazo, sobre todo en el último trimestre del año, al tiempo que reanudaba las emisiones de letras a 6 meses (suspendidas desde septiembre del 95). Estos valores fueron adquiridos fundamentalmente por los fondos de inversión, los cuales no sólo acudieron al mercado primario, sino que además ampliaron su cartera mediante adquisiciones a otras entidades. En lo que se refiere al año 97, continuó el proceso de descenso de los tipos de interés y las emisiones de valores por parte del Estado fueron más reducidas, produciéndose una concentración de las mismas en los plazos más largos. De esta forma, se produjo una amortización neta de los valores a corto plazo porque, si bien se emitieron más de 5 billones de letras a 18 meses (cuya primera subasta se produjo en el mes de abril), en el tramo de letras a un año el saldo vivo cayó 6,3 billones de ptas.¹⁹

Por último, los datos disponibles correspondientes a 1998, indican que en el conjunto de este ejercicio de nuevo se ha vuelto a producir un descenso del saldo vivo de valores a corto plazo, por un valor cercano a los dos billones de ptas., produciéndose emisiones netas positivas únicamente en las letras a 18 meses (a pesar del flujo negativo de éstas en el último trimestre del año).

En resumen, la evolución mostrada por este instrumento, la cual también está condicionada por la actuación del Estado, muestra una tendencia opuesta a la indicada para las obligaciones, con un descenso progresivo de su importancia relativa; también se aprecia un alargamiento de su plazo de emisión (con el peso creciente de las letras a 18 meses). Este cada vez menor empleo por parte del Estado de los valores a corto plazo y las cuantías puestas en circulación en los últimos años, parecen indicar que este instrumento se usa como una fuente de recursos “secundaria” frente a los valores a medio y largo plazo, acudiéndose a él cuando las circunstancias en los mercados financieros dificultan la financiación mediante los bonos y las obligaciones.

4.3.- Créditos.

En el caso de este instrumento²⁰, para el conjunto de las AAPP, su evolución viene no sólo marcada por el comportamiento de este epígrafe en el Estado, sino que también afecta en gran medida al correspondiente a los demás agentes que componen el sector. Así, en los dos primeros años del período, las cifras negativas que aparecen corresponden a flujos negativos de la cuenta del Estado²¹ y a valores positivos en el caso de los restantes subsectores. A partir de

¹⁹ Además, en este año el Tesoro aprovechó para introducir algunas innovaciones que incrementarían la eficiencia y competitividad del mercado español. En este sentido, merecen reseñarse la emisión de bonos y obligaciones segregables desde el mes de julio, el canje de deuda antigua por deuda nueva segregable y la aparición de nuevas referencias, como las citadas letras del Tesoro a 18 meses.

²⁰ Este concepto comprende, además de los préstamos recibidos, los valores no negociables.

²¹ En 1987, el dato se produce por amortización neta de los créditos concedidos por el Banco de España, mientras que en 1988 el elevado valor se debe al cambio, ya comentado, de las cédulas de inversión.

1989 los flujos de este concepto son positivos hasta 1996 como consecuencia, en general, de valores relativamente reducidos en el caso del Estado, mientras que los correspondientes a los restantes subsectores son más elevados.

A pesar del comportamiento indicado en líneas generales, se pueden señalar algunos ejercicios concretos que merecen ser destacados en el caso del Estado: en 1990 el flujo de créditos recibidos fue relativamente alto ya que tras la reforma de la ley de presupuestos de dicho año (según la cual el saldo vivo del endeudamiento del Estado con el Banco de España al 31 de diciembre de cada año no podía superar el valor alcanzado el 31 de diciembre de 1989), el endeudamiento frente al Banco de España quedó consolidado como un crédito singular; en 1992, en el que la cifra del Estado es también elevada, el comportamiento de la partida se explica por la fuerte emisión de deuda especial realizada para ser canjeada por pagarés del Estado y forales; por último en el año 1997, a diferencia de los restantes años, el flujo que se registra del instrumento en 1997 es negativo en una cuantía bastante elevada, como consecuencia de la amortización de la deuda especial emitida en 1992 y por el vencimiento (también en un volumen relativamente alto) de créditos no negociables.

Cuadro nº2: Evolución de la variación neta del instrumento “Créditos” de las administraciones públicas. Detalle por subsectores.

(Miles de millones de ptas.)

Fecha	Variación de los créditos (Total)	Estado	CC.AA.	CC.LL.	Seguridad Social
1987	-368	-482	45	119	-50
1988	-1.589	-1.813	43	157	24
1989	297	36	194	90	-24
1990	1.879	1.172	292	290	125
1991	1.222	162	454	478	128
1992	1.757	802	407	346	203
1993	681	107	243	194	137
1994	1.409	435	389	97	487
1995	1.147	255	165	165	563
1996	979	143	226	89	521
1997	-1.125	-1.458	59	-154	427

Fuente: Banco de España (1998)

En cuanto a la evolución de las cantidades que se producen en este instrumento, tanto en el caso de las CC.AA. como en el de las corporaciones locales, se observa un crecimiento de las mismas hasta el año 1991 (en el que se alcanza el máximo), como consecuencia de los aumentos registrados en su necesidad de financiación. A partir de 1992²², en el que los datos son similares a los del 91, las cifras de las corporaciones locales comienzan a disminuir, si bien existe un

²² Recordemos que en dicho año se aprobaron los escenarios de consolidación presupuestaria que tenían como objetivo principal contener el crecimiento en el endeudamiento de las administraciones territoriales.

incremento puntual en 1995, mientras que en el caso de las CCAA la tendencia descendente se trunca durante 1994²³ (a pesar de la reducción de su desahorro financiero y de su variación neta de pasivos), al tiempo que se aprecia un aumento de los créditos recibidos en moneda extranjera. En cuanto a los valores alcanzados en 1996 y 1997, siguen la tendencia decreciente indicada, pero la razón que explica esta tendencia es distinta en los dos subsectores: mientras que las comunidades autónomas han ido sustituyendo como fuente de recursos los préstamos por las emisiones de valores a medio y largo plazo, las corporaciones locales han disminuido su apelación a los créditos sin aumentar sustancialmente otras fuentes de fondos, más bien se trata de un fenómeno que está en consonancia con la disminución que ha experimentado su necesidad de financiación.

Por último, en relación con la Seguridad Social, los créditos recibidos constituyen su principal fuente de recursos financieros. Hasta 1991, dichos créditos procedían del Banco de España; a partir de 1992, por el contrario, son sustituidos por los otorgados por el Estado, en volumen creciente, como consecuencia de su cada vez mayor necesidad de recursos.

4.4.- La financiación otorgada por el Banco de España.

Hasta la entrada en vigor de la ley de autonomía del Banco de España, el estado había sido tradicionalmente receptor de los recursos que le otorgaba el banco emisor español. Sin embargo, este fenómeno no se apreciaba claramente en las cuentas financieras porque, por ejemplo, en el caso de los créditos, indican el flujo correspondiente al período anual, pero no muestran la utilización que, a lo largo de dicho ejercicio, puede haberse producido²⁴.

Dejando aparte la consideración anterior, las limitaciones impuestas por la ley de autonomía del Banco de España y por el tratado de Maastricht implican que las administraciones públicas no pueden obtener financiación del banco central español desde el año 1994, lo cual afectó sobre todo al Estado por la razón ya comentada. A pesar de esta circunstancia, ya en los años anteriores al 94, se aprecia una tendencia a la reducción a la apelación al Banco de España, lo que muestra el esfuerzo por una mayor ortodoxia en la

²³ Si bien en 1995 se redujo la necesidad de financiación de las corporaciones locales, el aumento de las inversiones financieras dio lugar a que fuera necesaria una mayor variación de pasivos que se tradujo en un aumento de los créditos. En cuanto a las CC.AA., las dificultades que existieron durante 1994 para obtener recursos mediante otras vías, como la emisión de valores a medio y largo plazo, provocaron que, a pesar de que se redujera su necesidad de financiación, tuvieran que acudir en mayor medida a la obtención de préstamos.

²⁴ Así sucedió durante 1990, 1991 y 1992, años en los que, si bien globalmente no se incumplió la norma establecidas en 1990 que antes se comentó, hubo momentos en los que sí se superó el límite que establecía dicha norma. Por otra parte, dicha norma no hacía referencia alguna a la adquisición de deuda por el Banco de España, aspecto que tras la entrada en vigor de la ley de autonomía está prohibido.

financiación de las AAPP²⁵. A partir de dicho año, siguen produciéndose amortizaciones netas de los créditos concedidos por el Banco de España al Estado (si bien en cantidades no muy elevadas), al tiempo que, paulatinamente, se reduce también la cartera de valores emitidos por el Tesoro que posee el banco central español, lo que también está ocasionado por la prohibición antes comentada²⁶. En cuanto a los restantes subsectores de las AAPP, la financiación que han recibido del banco emisor ha sido mucho más reducida, por lo que el efecto de la ley de autonomía sobre ellos no ha sido tan importante.

En resumen, durante el período 1987-1997, el sector público ha disminuido su apelación a la financiación otorgada por el banco emisor y, en concreto, desde el año 1994 ha cumplido de forma escrupulosa la prohibición que entraba en vigor con la ley de autonomía del Banco de España. Sin embargo, este hecho no debe ocultar las dificultades que dicha prohibición supone para el sector público, el cual ha debido acometer una política de deuda pública en la que, además de cubrir las necesidades y hacerlo al menor coste posible, estos objetivos han debido desarrollarse en un clima de competencia, en el sentido de que se ha visto sometido a condiciones similares a las de otros emisores, lo que ha ocasionado que deban cuidarse también otros aspectos como las innovaciones y el adecuado funcionamiento del mercado secundario.

5. Resumen y conclusiones.

Durante toda la década, y también en 1998, las administraciones públicas han tenido necesidad de financiación, aumentando por tanto su endeudamiento, en valores absolutos, a lo largo de estos años. Sin embargo, a partir de 1996 se observa un cambio de su situación financiera, reduciéndose el desequilibrio durante el trienio 96-98.

Este decremento en los últimos años, del déficit del sector público, en términos de contabilidad nacional, tiene su origen en la necesidad de cumplir los criterios de convergencia para poder acceder a la unión monetaria.

Si la política fiscal mantiene esta tendencia en los próximos años, es probable que el recurso de los mercados financieros por parte de las administraciones públicas disminuya. Evidentemente, hay que valorar positivamente este cambio de comportamiento, aunque no hay que olvidar que también presenta ciertos inconvenientes: el desarrollo y consolidación de los mercados de valores ha estado determinado en gran medida por las emisiones de deuda pública; la reducción de estas emisiones podría llevar a un descenso de oferta de valores, ya que la sustitución de los valores públicos por valores privados no está plenamente asegurada.

²⁵ En este sentido, el año 93 supuso un avance significativo al establecerse que, a partir de 1994, la posición deudora del Estado frente al Banco de España no pudiera superar en ningún momento el volumen de recursos que se había consolidado como un préstamo singular por valor de 1917 m.m. ptas.

La necesidad de financiación del sector elimina la existencia de recursos excedentes a invertir en los mercados. No obstante, aparece una variación de activos financieros de cierta importancia para cubrir ciertas obligaciones, sobre todo del Estado; por ejemplo los créditos concedidos a la Seguridad Social.

La obtención de recursos para cubrir estas necesidades, procede, principalmente, de las emisiones de valores. Los bonos y obligaciones del Estado han sido los componentes de la deuda pública que han tenido el papel más importante en las variaciones de pasivos de la segunda parte de la década. Los demandantes han aceptado estas emisiones, consolidándose así un mercado de valores a medio y largo plazo, que solo en circunstancias excepcionales, ha presentado algún retroceso. Las letras del Tesoro presentan menor estabilidad, habiendo perdido su atractivo en los últimos años, crisis que ha arrastrado a los FIAMM, cuyas inversiones se han realizado, sobre todo, en estos valores. En cuanto a los créditos tienen importancia, sobre todo, en el caso de las administraciones territoriales.

En la actualidad, los recursos proceden, en gran medida, del ahorro interior, sobre todo, del ahorro familiar, a través de los fondos de inversión. Las convulsiones que han sufrido los mercados de valores desde 1997 no han afectado sustancialmente a este comportamiento, en parte porque el ahorro exterior ha pasado a ocupar un lugar secundario en la financiación del sector público.

En resumen, en esta década se han consolidado los mercados financieros principalmente por la participación de las administraciones públicas, si bien el futuro, presenta ciertas novedades- tales como la realización de la Unión monetaria europea- que pueden afectar profundamente a este panorama que hemos analizado en este escrito.

6. Bibliografía.

BANCO DE ESPAÑA (1998), **Cuentas financieras de la economía española (1988-1997)**, Madrid, Ed. Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA (varios años), **Informe anual**, Madrid, Ed. Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA (varios números), **Boletín económico**, Madrid, Ed. Banco de España.

BANCO DE ESPAÑA (varios números), **Boletín estadístico**, Madrid, Ed. Banco de España.

²⁶ El hecho de que el Banco de España posea valores de deuda pública en una cuantía no muy elevada se justifica en que los necesita para realizar las operaciones de política monetaria. En cualquier caso, el Banco no puede adquirir estos valores en el mercado primario, sino en el secundario.