

# LA FINANCIACION DEL TESORO

Manuel CONTHE GUTIERREZ

## I. INTRODUCCION

La descripción de los condicionamientos y la estrategia de financiación del Tesoro durante 1990 enmarca los comentarios sobre lo que pudiera ocurrir en 1991. Al respecto, el análisis de la financiación del Tesoro a lo largo de 1990 se puede articular sobre tres grandes apartados. En primer lugar, el régimen general de financiación, y en particular, la financiación a través del Banco de España. En segundo lugar, una breve mención a la financiación en divisas. Por último, la financiación en pesetas, donde se abordan tres aspectos interrelacionados: los instrumentos (o «materia prima» objeto de venta), el mercado de emisiones y la distribución mayorista, y la fase minorista de colocación de la deuda pública.

## II. EL REGIMEN GENERAL DE FINANCIACION: EL RECURSO AL BANCO DE ESPAÑA

La posibilidad de financiación del Tesoro a través del Banco de España es un tema de moda porque, en el marco de las negociaciones sobre la Unión Económica y Monetaria, hay una voluntad clara de todos los países de incorporar al futuro tratado algunas normas al respecto. Son las llamadas «reglas de disciplina presupuestaria», que tienen una triple dimensión. Por un lado, habrá una prohibición expresa en el tratado de que los tesoros públicos se financien monetariamente, o impongan coactivamente a las entidades financieras, o a cualquier agente, la adquisición de deuda pública. Bajo este principio de «no financiación monetaria», el futuro Tratado de Unión Económica y Monetaria prohibirá, expresamente, no sólo lo que en España llamamos el recurso «en sentido estricto» del Tesoro al Banco de España (es decir, que la cuenta corriente del Tesoro al Banco de España esté con números

rojos), sino también lo que se llama, en general, recurso «en sentido amplio», consistente en la colocación directa de deuda pública en la cartera del Banco de España. Ambos estarán taxativamente prohibidos en toda la Comunidad, previsiblemente, el 1 de enero de 1994.

Existe una segunda norma de disciplina presupuestaria nacional a establecer en el tratado que en inglés habitualmente se denomina regla del *no bail out*. En castellano, esta expresión la hemos traducido preliminarmente como regla de «la responsabilidad nacional», y supone, en definitiva, la inversión radical de los principios que inspiraron el Tratado de Roma, cuyo artículo 108 se refiere a la «asistencia financiera mutua». Esta regla de la responsabilidad nacional justamente quiere decir lo contrario: implica la ausencia de asistencia financiera mutua, de forma que cada Tesoro nacional (y podríamos decir que cada comunidad autónoma o, en general, cada emisor) sea responsable exclusivo de su propia deuda, y en modo alguno pueda esperar que le saquen de apuros en caso de que no sea capaz de hacer frente a los vencimientos de su deuda.

Finalmente, hay una tercera regla que será, previsiblemente, objeto de mayor discusión: la posibilidad de limitar expresamente, no ya la forma de financiar el déficit, sino el propio déficit. En este sentido, algunos países, y singularmente Alemania, han insistido en que el propio Tratado de la Unión Económica y Monetaria limite los déficit presupuestarios en que pueda incurrir un determinado Estado. Ello recuerda a esa vieja discusión que hubo en Estados Unidos sobre la necesidad de incorporar a la propia Constitución norteamericana una nueva enmienda que exigiera el equilibrio presupuestario. En la Comunidad, curiosamente por la vía de la Unión Económica y Monetaria, se está llegando a una suerte de «constitucionalismo económico», donde el propio tratado, que será dere-

cho interno en los países miembros, prohibirá los «déficit excesivos». Quedan por delimitar en esta materia diversos aspectos y, en particular, si sería bueno establecer en el tratado reglas que limiten esos déficit o si, por el contrario, sería mejor hacer descansar esa limitación en un puro régimen de supervisión periódica discrecional por los ministros de Economía y Hacienda. Como se apuntó anteriormente, existe un acuerdo sobre la entrada en vigor del Tratado de Unión Económica y Monetaria el 1 de enero de 1994, y estas reglas, por consiguiente, entrarían en vigor en esa fecha.

¿Cuál es la situación española a este respecto? Como es sobradamente conocido, las reglas que están en vigor en España son las recientemente aprobadas por el Parlamento, mediante la Ley de Presupuestos para el ejercicio de 1990. Estas reglas distan todavía de ser tan estrictas como ese principio de prohibición absoluta de la financiación monetaria. Las reglas actuales se refieren exclusivamente a lo que antes se ha denominado recurso «en sentido estricto» (es decir, al saldo de la cuenta corriente del Tesoro en el Banco de España), y establecen que, al final del ejercicio, no pueda tener un saldo más deudor que el registrado a 1 de enero de 1990. No se trata de que al final de cada año la cuenta no pueda tener un saldo distinto al de principios de año, sino que la regla sienta como tope la cifra absoluta existente en enero de 1990. Así, el año pasado el Tesoro ha tenido una sobre-financiación, y el saldo de la cuenta a 31 de diciembre de 1990 ha sido menos deudor que a 1 de enero, lo cual significa un margen de maniobra para los años sucesivos, porque el límite absoluto es el saldo de la cuenta a 1 de enero de 1990. En este sentido, el recurso acumulado del Tesoro al Banco de España a final del año 1990 ha sido negativo por importe de 130.000 millones de pesetas. En otras palabras, se ha cumplido con creces la limitación contenida en la Ley de Presupuestos para el ejercicio 1990.

En el futuro, el Tesoro Público se verá sometido a la regla de no financiación monetaria, que será una realidad jurídica en enero de 1994. De momento, el gobierno, en el proyecto que ha presentado al Parlamento, no ha incorporado ninguna restricción adicional. En algún momento habrá que establecerla de aquí a 1994. Lo que sí pudiera ser bueno es que el Tesoro, con independencia de que cambien o no esas limitaciones expresas legales, trate desde ahora, y en particular desde el año 1991, de acomodar cada vez más su actuación a ese principio de que el recurso al Banco de España tiene que ser algo excepcional, no sólo a lo largo

del año, sino también dentro de períodos intraanuales. Una estrategia que pudiera ser razonable en este sentido es que en el período 1991-1994 se proceda al estrechamiento de esos períodos intraanuales dentro de los cuales la financiación vía recurso, en el sentido estricto, tuviera que ser nula. Podría pensarse, por ejemplo, establecer en el primer año que el recurso al Banco de España no supere al de 1 de enero de 1990, no ya al final del año, como dice la Ley, sino en un período inferior como pudiera ser un trimestre. Antes o después habrá que avanzar por esta senda. Así, el Tesoro Público pasará poco a poco a ser lo que es cualquier emisor de deuda, y no tendrá ningún privilegio especial.

Por otro lado, respecto al principio de prohibición de mecanismos coactivos de colocación de la deuda, el gobierno ya tomó las medidas a tiempo, y el coeficiente de inversión está previsto que desaparezca en diciembre de 1992, al tiempo que se ha reducido el coeficiente de caja hasta niveles comparables internacionalmente.

### III. FINANCIACION EN DIVISAS

---

En el año 1990, y por primera vez en el último lustro, el Estado ha tomado un porcentaje significativo de financiación en divisas. En este contexto, hay que hacer alusión a otro aspecto que se incardina de nuevo en el proceso de la Unión Económica y Monetaria. Es el papel tan relevante que en 1990 ha tenido la financiación en ECU (la moneda europea). En efecto, en el mes de abril se realizó una primera emisión por importe de 500 millones de ECU a cinco años, que se colocó tanto en España como en el extranjero. Este es un tipo de emisión que se repetirá, sin duda, en el futuro.

El ECU es en la actualidad una unidad de cuenta y de valor, y en el futuro será la moneda única. Al respecto, es bueno recordar la etimología de la palabra ECU porque resulta bastante ingeniosa. La palabra ECU, en principio acrónimo de la expresión inglesa *European Currency Unit*, la inventó, en 1978, el Presidente Giscard, que sorprendió a todos sus colegas del Consejo Europeo proponiendo un nombre inglés para la divisa comunitaria. Al poco tiempo, cayeron en la cuenta de que ese acrónimo era el nombre de la vieja moneda francesa del siglo XIII, *l'ecu*, que, dicho sea de paso, en España quiere decir «escudo».

En el ámbito monetario hay hechos novedosos que se han producido en el Consejo de Jefes de

**DEUDA DEL ESTADO EN CIRCULACION AL FINAL DE CADA PERIODO**  
(En millones de pesetas)

	Deuda en pesetas							Deuda en divisas (2)	Banco de España	Total	Avales		
	Pagarés del Tesoro (1)	Letras del Tesoro (1)	Deuda del Estado a medio plazo			Deudas asumidas	Deudas asumida carga financiera				Total	Interiores (3)	Exteriores
			Bonos	Obligaciones	Resto								
<b>1990</b>													
Situación a													
31-12-1989 ....	4.214.524	4.742.112	3.483.772	667.083	367.708	329.097	62.681	444.059	1.156.046	15.467.082	1.203.575	243.098	
Enero .....	4.020.742	4.733.497	3.495.791	667.672	351.972	322.132	59.691	454.851	1.371.073	15.477.421	1.128.883	242.103	
Febrero .....	4.029.632	4.763.956	3.444.516	667.672	351.788	315.819	59.691	445.048	1.487.336	15.565.458	1.128.883	240.886	
Marzo .....	3.986.526	4.819.136	3.365.503	657.071	350.779	307.064	53.860	441.070	1.911.596	15.892.606	1.128.883	235.593	
Abril .....	3.961.417	5.196.035	3.305.564	657.071	350.647	299.514	53.860	458.426	1.421.105	15.703.639	1.128.883	230.177	
Mayo .....	3.946.837	5.319.937	3.457.952	657.071	350.457	294.398	53.860	526.402	1.539.374	16.146.288	1.128.883	238.362	
Junio .....	3.834.502	5.736.229	3.688.764	657.071	350.458	381.258	47.989	577.516	1.137.525	16.411.312	1.128.873	226.201	
Julio .....	3.799.670	5.850.010	3.917.174	658.521	334.460	376.258	47.975	611.225	559.697	16.154.990	1.039.253	217.912	
Agosto .....	3.769.398	5.852.610	4.037.200	658.521	334.270	376.258	47.975	607.368	811.859	16.495.459	1.039.253	219.901	
Septiembre .....	3.702.022	5.890.206	4.032.588	659.789	334.270	376.179	42.160	606.258	1.636.727	17.280.199	1.039.253	221.398	
Octubre .....	3.599.089	5.963.502	4.065.669	649.538	319.869	376.144	42.160	605.575	929.461	16.553.007	1.039.253	216.193	
Noviembre .....	3.460.999	6.149.352	4.032.873	649.538	319.679	376.144	42.160	615.655	1.150.816	16.797.216	1.039.253	203.127	
Diciembre .....	3.418.858	6.453.647	4.149.660	649.538	286.419	375.419	36.845	635.545	1.026.330	17.032.261	1.039.253	202.906	
	(3.707.811)	(7.382.267)								(18.249.834)			
<b>1991</b>													
Situación a													
31-12-1990 ....	3.418.858	6.453.647	4.149.660	649.538	286.419	375.419	36.845	635.545	1.026.264	17.032.264	1.039.195	202.906	
Enero .....	3.253.954	5.996.862	4.038.832	649.538	269.214	451.737	36.845	651.129	1.942.476	17.290.587	965.243	193.542	
Febrero .....	3.205.194	6.203.880	4.671.179	649.538	269.030	444.714	36.845	655.641	981.079	17.117.100	965.243	193.992	
Marzo .....	3.166.849	6.399.202	5.366.093	746.877	269.031	438.115	32.423	652.602	683.283	17.754.475	965.243	—	
	(3.434.469)	(7.327.687)								(18.950.580)			

(1) Importe efectivo. En el último mes se incluye, además, el importe nominal entre paréntesis.

(2) Valorada a los tipos de cambio vigentes a 31 de diciembre de 1989 y 1990. Incluye la Deuda Perpetua Exterior.

(3) Se incluyen también las cédulas para inversiones.

Este cuadro muestra la evolución de la necesidad de financiación del Estado a lo largo del año 1989 y el primer trimestre de 1990, y la evolución de la financiación obtenida del mercado en relación a la que en cada momento era necesaria para cubrir tanto el déficit de caja del Estado como la variación de activos financieros.

En primer lugar, queda de manifiesto una financiación obtenida de mercado que excede de la necesidad de endeudamiento del Estado en el período comentado. La posición de crédito con el Banco de España muestra, en efecto, una reducción en diciembre de 1990, respecto a la existente un año antes, de casi 130.000 millones, y luego, durante el primer trimestre de 1991, de otros 343.000 millones. La reducción del saldo experimentada en 1990 encubre una evolución de grandes vaivenes a lo largo del año e ilustra la necesidad de establecer una limitación del recurso al crédito del Banco de España más estricta, desde el punto de vista temporal, que la recogida en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990. Como es sabido, esta Ley consolidó en un crédito singular la posición del Tesoro en el Banco de España a 31 de diciembre de 1989 y vedó la posibilidad de que al término de cada año el saldo de crédito del Tesoro en el Banco de España pudiese exceder de aquella posición consolidada. En 1991, la reducción del crédito del Banco al Tesoro refleja la extraordinaria demanda de deuda del Estado por parte de no residentes como consecuencia de la modificación de la regulación fiscal aplicable a los rendimientos obtenidos por dichos inversores, de la sólida posición de la peseta dentro del sistema monetario europeo y de las expectativas de paulatina convergencia de los tipos de interés españoles hacia los europeos.

En segundo lugar, muestra el cuadro la firme modificación

de la estructura de la financiación del Estado por instrumentos de deuda. Los pagarés del Tesoro se reducen como consecuencia conjunta de la paulatina desaparición del coeficiente de inversión de las entidades de crédito y de la competencia proveniente de otros activos con régimen fiscal semejante. El coeficiente está sujeto a un proceso de sucesivas y crecientes reducciones trimestrales que habrá de culminar el 31 de diciembre de 1992 con la supresión del citado coeficiente. El año 1991 será, según parece, el de la práctica desaparición de los pagarés del Tesoro en su configuración jurídico-fiscal actual, toda vez que el mismo proyecto de norma que contempla la posibilidad de su transformación en una deuda pública especial destinada a facilitar la normalización fiscal de los fondos colocados en pagarés del Tesoro, dispone la desaparición de su actual régimen para los que se emitan con posterioridad al 31 de diciembre de 1991, aunque continuando vigente para los que estén en circulación en ese momento y hasta su amortización final.

Las letras del Tesoro parecen haber alcanzado un tope en su importancia relativa dentro de la financiación del Estado, siendo de prever su paulatina disminución en beneficio de los bonos y de las obligaciones del Estado, que representan una financiación prioritaria para el Tesoro y que, como sucede con expectativas decrecientes sobre los tipos de interés, concitan las preferencias de los inversores, y de modo particular de los no residentes.

La deuda en divisas muestra un crecimiento derivado de la política seguida en 1990, y continuada en 1991, de acudir de forma apreciable a la financiación exterior en divisas, rompiendo con la práctica seguida en la segunda mitad de la década de los ochenta.

Gobierno y Estado de Roma a finales de octubre. Las conclusiones adoptadas han sido suscritas por todos los países, menos por el Reino Unido. Es importante señalar que han sido expresamente aprobadas por el Canciller alemán, señor Kohl, hecho a destacar habida cuenta de que Alemania tradicionalmente no ha sido una de las más fervorosas defensoras del ECU. Las tres conclusiones de relevancia —no ya en el terreno abstracto de la unión monetaria, sino en el terreno concreto de los mercados monetarios— son: en primer lugar, que el Tratado de Unión Económica y Monetaria entrará en vigor el 1 de enero de 1994, si bien la Comunidad Económica no será una unión monetaria plena hasta finales de la década de los noventa. La segunda conclusión importante, porque tiene ya el apoyo alemán, o por lo menos el apoyo del Canciller alemán, es la idea de que el ECU será la moneda única en la Comunidad cuando ésta alcance la plena unión monetaria. Una tercera conclusión, también notable, que de nuevo tiene relevancia a efectos de la financiación del Tesoro, es que desde ahora (y desde luego a partir de 1994, antes de que sea una realidad plena la unión monetaria) habrá un desarrollo y fortalecimiento creciente del ECU. De ahí justamente que el Tesoro, en línea con esa convicción, sea uno de esos prestatarios que a partir de ahora financiará sistemáticamente una parte, quizá significativa, de todas sus necesidades de financiación anuales en el mercado del ECU, en la esperanza de que esas emisiones sean emisiones internas, o cuando menos emisiones mixtas, pero consciente de que, en buena medida, tenderán a colocarse en el extranjero como, desgraciada o afortunadamente, ocurrió en esta primera emisión del mes de abril.

#### **IV. FINANCIACION EN PESETAS**

##### **1. Los instrumentos**

Pasando ya al terreno más conocido de la financiación en pesetas, se podrían hacer algunas observaciones sobre la «materia prima» que se emite. Las consideraciones se harán partiendo de los plazos más largos a los más cortos.

Por lo que se refiere a las *obligaciones* a diez años, hay que señalar el escaso éxito obtenido en su colocación desde enero de 1989. Las cantidades que se han colocado en el mercado, hasta ahora, son bastante pequeñas y, en concreto, la última emisión ha quedado desierta. La escasa colocación de obligaciones se explica, en primer lugar, por el criterio, no sólo del Tesoro, sino del propio Ministerio, de emitir a un tipo absoluto no

mayor del 13,49 por 100, ya que, en una perspectiva a diez años, con el acercamiento creciente a la Unión Monetaria, y a la vista del agotamiento de la fase más expansiva del ciclo económico, se considera que un 13,49 por 100 es un tipo relativamente alto.

Por otro lado, es perfectamente comprensible la actitud de muchos inversores que hayan tenido malas experiencias en el pasado con la renta a largo plazo, y, en consecuencia, no quieran oír hablar de obligaciones a diez años. Pero también es igualmente comprensible que los emisores se tientes mucho la ropa antes de comprometerse durante diez años a pagar unos tipos que ahora, en el contexto de la crisis del Golfo, pueden parecer poco generosos, pero que, en una perspectiva a más largo plazo, pudieran ser verdaderamente prohibitivos.

Conviene, a este respecto, recordar el debate que se ha producido hace unos meses en círculos financieros británicos. La discusión ha girado en torno a las implicaciones que iba a tener un proceso de unión monetaria acelerado en la Comunidad sobre ese mercado con tipos de interés de la deuda a largo plazo, que, aun siendo inferiores al citado anteriormente del 13,49 por 100, están bastante altos. En algún momento, se ha suscitado el problema de la redistribución de rentas que produciría una desinflación inesperada en el Reino Unido como consecuencia de un proceso de unión monetaria muy rápido. Ello provocaría, tanto en el Reino Unido como en toda la Comunidad, una disminución notable de las tasas de inflación y, por consiguiente, de los tipos de interés nominales. Este es un tema interesante, porque ilustra el reverso de un problema muy conocido.

Desde hace mucho tiempo, y siguiendo el magisterio de ilustres catedráticos de Hacienda, se ha oído hablar de la idea del «impuesto inflacionario» cuando se produce una tasa de inflación alta no prevista. Esto equivale a un impuesto para los que tienen unas rentas nominales fijas y no habían anticipado esa inflación inesperada. Lo que todavía no han mencionado los libros de Hacienda, y deberían hacerlo, es el concepto simétrico de la «subvención deflacionaria», que es el beneficio extraordinario que obtienen aquellos que han fijado en términos nominales una renta, partiendo de una previsión de inflación, y luego tienen la suerte de que la tasa de inflación queda por debajo de la inicialmente incorporada a esas expectativas. Lógicamente, los inversores no quieren que se les someta a ningún impuesto inflacionario, pero los emisores en general, y el Tesoro en particular, tampoco quieren comprometerse a pagar en el futuro ningun-

na subvención deflacionaria. Esta razón explica por qué las cantidades colocadas en España serán siempre modestas en tanto en cuanto los tipos de interés nominales a los cuales se pueda emitir no tiendan a reducirse.

En relación con los *bonos* a tres y cinco años, son conocidas tres novedades que se han producido en este año pasado, y que quizá ya son historia. En primer lugar, la supresión de las comisiones de colocación y la traslación de ese rendimiento implícito al rendimiento explícito producido en la subasta. En segundo lugar, la sustitución de los cupones semestrales de los bonos por la figura del cupón anual, con el deliberado propósito, por un lado, de acercar más la deuda española a largo plazo a la técnica que es habitual en el euromercado (y en particular, la que venía utilizándose desde hace varios años en el mercado «matador» de emisiones de no residentes), y por otro lado, de facilitar las cesiones temporales de esa deuda a particulares. Finalmente, la tercera novedad que se ha intro-

ducido, y que posiblemente se vuelva a repetir en el año 1991, es la posibilidad de canje de emisiones antiguas, con escasa liquidez y pequeña vida residual, por emisiones nuevas. El propósito es hacer grandes emisiones de valores, lo más líquidos posible, y que además sean referencias valiosas de cara a la contratación en los mercados futuros y de opciones.

En los últimos meses se ha constatado clarísimamente un interés creciente por parte de los no residentes por la adquisición de estos bonos a tres y, en menor medida, a cinco años. Esta tendencia, en el caso de los bonos a cinco años, estuvo a punto de mostrar un vigor bastante notable, y sólo la crisis del Golfo quebró esa tendencia. El interés creciente de los no residentes podrá aumentar si prosperan, como no puede ser de otra forma, las modificaciones fiscales que están ya contenidas en el proyecto de Ley del Impuesto sobre la Renta que el gobierno presentó a las Cortes. Tal y como fue presentado el proyecto, se contempla (tanto en

### NEGOCIACION EN LOS MERCADOS DE DEUDA PUBLICA (Datos en miles de millones)

	Negociación bursátil			Negociación en el sistema de anotaciones en cuenta (*)						Negociación en el conjunto del mercado				
	Pagars del Tesoro		Bonos y obligaciones	Pagars del Tesoro		Letras del Tesoro		Bonos y obligaciones		Total		Pagars del Tesoro	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones
	Op. simples	Op. con pacto de recompra		Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples (contado y plazo)	Op. con pacto de recompra	Op. simples	Op. con pacto de recompra			
1986 ..	54	3.635	498	1.603	31.001					2.101	31.001	32.604		498
1987 ..	66	4.866	410	758	23.081	1.117	24.174	401	3.900	2.686	51.155	23.839	25.291	4.711
1988 ..	23	3.746	189	1.695	37.695	2.455	112.688	6.315	22.123	10.654	172.506	39.390	115.143	28.268
1989 ..	27	1.234	46	1.671	41.092	7.231	175.596	8.690	46.727	17.638	263.415	42.763	182.827	55.463
1990 ..			32	1.113	31.785	7.153	194.701	14.207	71.472	22.505	297.958	32.898	201.854	85.711
1991 ..			7	267	6.487	4.152	42.230	8.474	19.890	12.900	68.607	6.754	46.382	28.371
Enero...			2	96	2.991	1.264	15.280	1.710	6.596	3.072	24.867	3.087	16.544	8.308
Febr. ...			4	85	1.815	1.866	14.990	3.053	6.486	5.008	23.291	1.900	16.856	9.543
Marzo...			1	86	1.681	1.022	11.960	3.711	6.808	4.820	20.449	1.767	12.982	10.520

(\*) Incluye la negociación de la Central de Anotaciones y de las Entidades Gestoras.

El cuadro muestra los rasgos básicos de la evolución del mercado secundario de deuda pública en los últimos años. En primer lugar, cabe destacar que el crecimiento experimentado por el mercado, particularmente desde la implantación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en 1987. En segundo lugar, la eficacia del mercado de anotaciones en cuenta, y la exclusiva representación de la nueva deuda bajo esta forma, ha atraído la práctica totalidad de las operaciones en detrimento del mercado bursátil. Cabe esperar, en este sentido, una revitalización del mercado bursátil de deuda cuando comience a negociarse en el mismo la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, comienzo que se prevé para finales del primer semestre del año en curso.

Muestra el cuadro, asimismo, el predominio de las operaciones con pacto de recompra, detrás del que se esconden varias características destacadas del mercado de deuda. Entre éstas cabe citar las siguientes: el predominio en volumen del mercado minorista dentro del mercado total, la preferencia del público por el corto plazo y el grado de intermediación de las entidades

de depósito en la distribución de deuda, dando preferencia a mecanismos de transformación, como las cuentas o depósitos financieros basados en la cesión temporal de deuda. Merece destacarse, sin embargo, la recuperación relativa de las operaciones simples y reducción, asimismo relativa, de las operaciones con pacto de recompra que parece apuntarse en los primeros meses de 1991, y que pudiera reflejar, por una parte, el creciente peso de inversores institucionales y no residentes y, por otra, el efecto de la desaparición del coeficiente de caja. Este último ha reducido la ventaja de la cesión temporal de deuda en relación a los pasivos propios de las entidades como medio de instrumentar sus cuentas de alta remuneración.

A la influencia de la inversión de no residentes y, en menor medida, al desplazamiento de la demanda de residentes hacia el largo plazo, por efecto de las expectativas bajistas sobre los tipos de interés, cabe atribuir el estancamiento relativo de las operaciones de todas clases sobre las letras del Tesoro y el sustancial incremento de las operaciones sobre bonos y obligaciones del Estado.

el impuesto sobre personas físicas como en el de sociedades) un cambio sustantivo, consistente en que las rentas de capital que obtengan los no residentes comunitarios quedarán exentas de tributación en España. Cabe preguntarse si esa norma contemplada en el proyecto, que se refiere exclusivamente a los inversores residentes en la Comunidad, pudiera, a lo largo del proceso de tramitación, hacerse extensiva a residentes en países distintos a los de la Comunidad.

En este contexto, conviene resaltar, quizá por ser poco conocido, que la legislación vigente pone a disposición de las entidades de crédito un régimen fiscal de esa naturaleza. En efecto, los depósitos en pesetas convertibles son, de acuerdo con el Reglamento del Impuesto de Sociedades, el único activo en pesetas (quitando las emisiones de los bonos matador) que no está sometido a retención y, por ende, o como consecuencia más o menos explícita, a tributación, cualquiera que sea la residencia del inversor. No tiene mucho sentido que ese pasivo bancario tenga tal régimen y que el resto de pasivos equivalentes —incluidas, por ejemplo, las letras del Tesoro— tenga un régimen de exención que se limite exclusivamente a los residentes en la Comunidad. Por ello, no cabe descartar la posibilidad de modificación del Proyecto de Ley de Renta a lo largo de su tramitación (\*).

Pasando de los tres años a los dieciocho meses, aparecen los polémicos *pagarés del Tesoro*. Ya se puede constatar, con cierta satisfacción, que se ha disipado en el mercado esa confusión de ideas, de muy diverso género, que se produjo como consecuencia de la publicación en la prensa de determinados aspectos relativos a la configuración de los pagarés del Tesoro.

En este sentido, y de acuerdo con la actual configuración legal vigente en España, hay que hacer un distingo sobre cuál es la situación actual de los pagarés del Tesoro y cualesquiera cambios legislativos futuros que el Parlamento, en el ejercicio de su soberanía, pueda acordar. A veces se olvida, o los medios de comunicación olvidan, que la situación actual de los pagarés del Tesoro está consagrada en una Ley, la Ley de Activos Financieros. Esta norma está desarrollada en un Real Decreto del gobierno, que es el Reglamento de la Ley de Activos Financieros, y recientemente encontró ulterior desarrollo en una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de junio, en donde se establece el régimen especial de identificación de titulares en el caso de los pagarés del Tesoro.

En todos esos casos, se consagra por una Ley (que lógicamente el Parlamento podrá modificar, pero que en tanto no se modifique estará absolu-

tamente vigente) el principio de la opacidad fiscal de los pagarés del Tesoro. Como se ha dicho en algunas ocasiones, esa opacidad fiscal (y, lo que es más, el hecho de que los pagarés del Tesoro tengan el «monopolio» de la opacidad fiscal) tiene una justificación teórica bastante clara: reside en el hecho de que quien verdaderamente sufre con el fraude fiscal es la hacienda estatal, en el caso de los territorios de derecho común, o, en el caso de los territorios forales, la hacienda foral. Parece lógico, pues, que esas haciendas, que dejan de recibir ingresos por el fraude fiscal, sean las únicas titulares del monopolio de emisión de unos instrumentos que, por una vía un poco heterodoxa, permiten ahorrar a las arcas públicas unos recursos que debían haber entrado por la vía impositiva.

En un terreno mucho más coloquial, no cabe duda de que los pagarés del Tesoro sólo tienen sentido en tanto en cuanto existe una actividad defraudadora perseguida por la propia Administración del Estado. Sin pecar de moralismo, hay que recordar algo estudiado en el Bachillerato: la famosa figura del «derecho de asilo» de la Santa Madre Iglesia. Se recordará que, de acuerdo con esa noción, la Iglesia no se veía moralmente obligada a poner inmediatamente a disposición del poder civil a los pecadores que pedían refugio en un templo. El pagaré del Tesoro, conceptualmente, se puede ver como una especie de derecho de asilo que, desde luego, presupone una infracción tributaria por parte de sus titulares, pero que, coyunturalmente, y en una situación presupuestaria y política española, tuvo su razón de ser. En cualquier caso, como decía, la situación de los pagarés del Tesoro está hoy consagrada en una Ley que el Parlamento podrá modificar, pero es bueno que conceptualmente mantengamos dos planos perfectamente separados: lo que «es» y lo que «podría ser en el futuro». De otra forma, se pueden producir pánicos absurdos que no tienen ninguna justificación real.

Finalmente, las *letras del Tesoro* siguen jugando un papel decisivo en la financiación del Estado, si bien en 1990 los bonos del Estado han jugado un papel nada desdeñable para el conjunto del año. En 1990, el Tesoro ha conseguido una financiación neta, vía bonos, de 631.500 millones de pesetas, si bien hay que reconocer que todavía la letra del Tesoro sigue teniendo un protagonismo muy singular. Al 31 de diciembre de 1990, la financiación neta en letras del Tesoro ha sido de 1.712.000 millones de pesetas. Esta estructura a favor de las letras respecto a los bonos deberá modificarse en el medio plazo. Uno de los corolarios que se derivan de la supresión absoluta de los mecanismos de financiación con el Banco de España es que

**EVOLUCION DE LOS VALORES LIQUIDATIVOS Y PATRIMONIOS DE «FONDTESORO»**  
(Comparación de datos a 17-4-1991 con respecto a 31-12-1990)  
(En pesetas)

Nombre	Patrimonio				Valor liquidativo			
	Actual	31-12-1990	Variación	Variación porcentaje	Actual	31-12-1990	Variación porcentaje	Rentabilidad anualizada
<b>Fondtesoros FIM</b>								
AC Deuda Fondtesoro .....	3.200.582.399	616.546.161	2.584.036.238	419,11	1.088,53	1.029,84	5,70	20,81
AB Fondtesoro .....	4.698.568.410	1.940.135.326	2.758.433.084	142,18	1.100,03	1.043,08	5,46	19,88
Adepa Fondtesoro .....	3.428.422.691	2.596.311.013	832.111.678	32,05	1.359,25	1.310,49	3,72	13,27
Dineuro Fondtesoro .....	954.854.104	402.590.059	552.264.045	137,18	10.792,89	10.403,31	3,74	13,36
Fondbilbao Fondtesoro .....	794.548.221	603.493.444	191.054.777	31,66	1.118,71	1.026,39	8,99	34,15
Fondeuda Ahorro Fondtesoro .....	4.930.543.357	1.169.090.502	3.761.452.855	321,74	11.627,32	11.049,54	5,23	18,99
Hispano Rendimiento Fondtesoro .....	1.575.297.946	525.928.389	1.049.369.557	199,53	54.685,00	51.901,96	5,36	19,50
Mapfre Fondtesoro .....	1.541.767.800	575.992.753	965.775.047	167,67	1.089,10	1.030,81	5,66	20,64
Iberagentes Fondtesoro .....	12.045.800.976	3.550.361.951	8.495.439.025	239,28	1.111,80	1.045,46	6,35	23,35
Santander Fondtesoro .....	1.676.432.364	539.178.206	1.137.254.158	210,92	1.087,39	1.034,31	5,13	18,62
<b>Total FIM .....</b>	<b>34.846.818.268</b>	<b>12.519.627.804</b>	<b>22.327.190.464</b>	<b>178,34</b>			<b>5,17</b>	<b>18,78</b>
<b>Fondtesoros FIAMM</b>								
AC Cuenta Fondtesoro .....	2.484.105.690	1.960.083.272	524.022.418	26,73	107.012,83	103.073,99	3,82	13,65
BBV Activos Fondtesoro .....	4.452.946.032	2.437.081.115	2.015.864.917	82,72	108.712,61	104.358,97	4,17	14,96
DinerMadrid Fondtesoro .....	3.269.305.340	1.975.367.087	1.293.938.253	65,50	108.297,11	103.921,25	4,21	15,11
Fondeuda Efectivo Fondtesoro .....	8.561.089.937	4.319.041.222	4.242.048.715	98,22	116.362,07	111.579,37	4,29	15,39
Gaesco Fondo Fondtesoro Fiamm .....	548.917.658	242.792.359(*)			103.880,58	102.473,07(*)		
Hispanotesoro Fondtesoro .....	2.596.336.797	1.706.946.403	889.390.394	52,10	214.962,68	206.804,16	3,95	14,11
Merchbanc Fondtesoro .....	2.994.260.092	1.669.907.000	1.324.353.092	79,31	108.148,94	104.073,45	3,92	14,00
Santander dinero Fondtesoro .....	1.805.611.266	1.576.643.851	228.967.415	14,52	107.073,69	103.360,46	3,59	12,79
<b>Total FIAMM .....</b>	<b>26.712.572.812</b>	<b>15.887.862.309</b>	<b>10.824.710.503</b>	<b>68,13</b>			<b>3,99(*)</b>	<b>14,28(*)</b>
<b>Total Fondtesoros FIM y FIAMM .....</b>	<b>61.559.391.080</b>	<b>28.407.490.113</b>	<b>33.151.900.967</b>	<b>116,70</b>			<b>4,67(*)</b>	<b>16,85(*)</b>

(\*) Valor correspondiente al 7 de marzo de 1991, fecha de inicio de la actividad del fondo, respecto a la cual se calculan las variaciones. Este fondo no se incluye para el cálculo de las variaciones totales del valor liquidativo y de la rentabilidad anualizada.

**Notas:**

Las Variaciones (%) se calculan en función de  $(VF/VI-1) \times 100$ , siendo VF y VI los valores finales e iniciales, respectivamente.

La Rentabilidad Anualizada se calcula en función de  $T = [(VF/VI)^{(365/107)-1}] \times 100$ , donde T es la rentabilidad anualizada en tanto por cien.

La Variación % y la rentabilidad anualizada del total Fondtesoros FIM y FIAMM se obtiene con la media ponderada respecto de los patrimonios.

El esquema de promoción de fondos de inversión especializados en valores del Tesoro, denominados genéricamente «Fondtesoro», ha mostrado un alto potencial de crecimiento en los escasos seis meses que lleva de funcionamiento efectivo, teniendo en cuenta, además, que la entrada en actividad de los distintos fondos se ha producido de forma muy escalonada en el tiempo, hasta el punto de que todavía en estos momentos no han completado los requisitos reglamentarios para hacerlos dos de los fondos de inversión integrados en el esquema.

Los 61,6 miles de millones que alcanzó el patrimonio de estos fondos el 17 de abril es un índice esperanzador de la expansión que esta forma de inversión institucional puede alcanzar en nuestro país, si se dedica a su distribución un mínimo esfuerzo de promoción, acompañado de un deseo sincero de venta, por parte de las entidades con suficiente red de distribución. Estas han sido hasta ahora las entidades de crédito, en cuyos grupos financieros se cuenta la mayor parte de las grandes gestoras de este tipo de instituciones.

Ciertamente, la evolución de la Bolsa en el año 1990 y la reducción sustancial de los tipos de interés de la deuda han propiciado las llamativas tasas de crecimiento de estas instituciones y, de modo especial, de los fondos de inversión mobiliaria, en los que el mayor componente de inversión a vencimiento ha propiciado la obtención de plusvalías traducidas en altas tasas de incremento del valor liquidativo de las participaciones. En este sentido, merece la pena señalar que la rentabilidad anualizada es una medida que sesga sustancialmente al alza el rendimiento anual esperable de los fondos de inversión y, de modo especial, de los FIM. La razón estriba en que un suceso

como la reducción de los tipos de interés, en la medida en que ha tenido lugar en el primer trimestre del año, parece poco probable que se repita con igual intensidad en los siguientes trimestres.

Puede llamar la atención el hecho de que los fondos «Fondtesoro» que mayor crecimiento muestran hasta el momento sean, precisamente, los gestionados por sociedades no ligadas a grupos a cuya cabeza figura una entidad de crédito. Este hecho suscita algunas sospechas sobre las razones últimas de la falta relativa de arraigo y desarrollo de este tipo de instituciones de inversión colectiva en el sistema financiero español. En la medida en que tales sospechas respondan a la realidad, cabe esperar mayores efectos de la iniciativa adoptada por el Tesoro al promover el esquema Fondtesoro, toda vez que el conocimiento de las ventajas de estas instituciones como vías de colocación del pequeño ahorro desatará un proceso competitivo cuyas consecuencias en mayor o menor grado pueden anticiparse, recordando lo sucedido con las cuentas de alta remuneración. Al fin y al cabo, algunos de los fondos de inversión en activos de mercado monetario que mayor desarrollo han tenido hasta el momento, han cumplido para las entidades de crédito, en cuyo ámbito figuran, un papel sustitutivo de las cuentas de alta remuneración.

Finalmente, la reciente modificación del régimen fiscal de los fondos y el tratamiento de las plusvalías contenido en el proyecto de Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en estos momentos en tramitación en las Cortes, permiten abrigar fundadas esperanzas de que la expansión de estas entidades es un rasgo estructural del mercado de deuda y del sistema financiero español en su conjunto.

será necesario prestar una renovada atención al vencimiento medio de la deuda. Ello conducirá a que, en su momento, la financiación con bonos tenga mayor prioridad que la que tiene hoy.

## **2. Los mecanismos de emisión: el mercado mayorista**

Pasando ahora al segundo aspecto de la financiación en pesetas, los mecanismos de emisión, y lo que pudiera ser el mercado «mayorista», pocas novedades se pueden reseñar, salvo los intentos de potenciación por el Banco de España de la figura de los creadores de mercado.

En cuanto a perspectivas futuras, de cara a 1991, la reflexión obligada gira en torno al hecho de que una política de no recurso al Banco de España tendrá que traducirse crecientemente en la formulación de objetivos cuantitativos en las diversas subastas de los distintos instrumentos. Una posible consecuencia de la formulación de objetivos cuantitativos concretos para cada emisión de instrumentos pudiera ser, en algunos instrumentos o en la colocación en determinados mercados (por ejemplo, no residentes), la necesidad de hacer algún experimento con técnicas de aseguramiento que minimicen el riesgo de las entidades que participen en él. Estas técnicas de aseguramiento conllevan un riesgo escaso para las entidades directoras de la emisión, lo cual se traduce en que los diferenciales derivados del aseguramiento son, en general, bastante pequeños.

Una idea susceptible de investigación más profunda, con vistas a potenciar las emisiones a largo plazo en pesetas, es hasta qué punto pudiera tener sentido, para obligaciones a diez años o en general para deuda a muy largo plazo, la elaboración de una regla, conocida en otros mercados, sobre recompra obligatoria de deuda por el propio emisor. Esta regla genera, en definitiva, una cierta liquidez en las emisiones, por cuanto obliga al propio emisor a retirar una pequeña parte (tiene que ser pequeña, porque si no equivale a tener deuda a corto plazo) de las emisiones cuando éstas coticen por debajo de la par a lo largo de su vida. Quizá ésta es una regla que pudiera tener interés, pero no cabe duda de que es un *second best*. Lo interesante es que la liquidez la dé el mercado y los creadores de mercado, pero hay que reconocer que, en deuda a muy largo plazo, puede tener sentido que haya algún mecanismo complementario que ayude a producir la liquidez.

## **3. Comercialización al por menor: la fase minorista**

En el terreno de la comercialización al por menor

de la deuda del Tesoro, hay algunas novedades que reseñar. Una primera es la creación, en febrero de 1990, de las llamadas cuentas directas en el Banco de España. Estas cuentas han tenido lo que podría denominarse un éxito «preocupante». Éxito preocupante porque el volumen de inversión de los particulares a través de esas cuentas ha crecido de una forma rapidísima. Recientemente, el saldo de particulares en cuentas directas en el Banco de España superaba los 130.000 millones de pesetas. El saldo de estas cuentas va creciendo de una forma exponencial, y podría calificarse este hecho como signo de éxito. Sin embargo, es preocupante porque lo que demuestra verdaderamente es un problema de eficiencia en el proceso de colocación de deuda. De hecho, indica cómo los particulares tienen mucho más interés en comprar la deuda a través del Banco de España (lo que, al fin y al cabo, es engorroso) que adquirirla a través de las entidades financieras con las que habitualmente trabajan. No cabe duda de que, tal como se han configurado las cuentas directas, las condiciones para el particular son verdaderamente espléndidas, pero de lo que no cabe duda tampoco es de que siempre es más difícil, y más incómodo, hacer la inversión vía Banco de España; y además la inversión tiene más dificultades a la hora de liquidarse.

Una segunda novedad en materia de comercialización al por menor de deuda ha sido la creación de los fondos de inversión especializados en deuda, los denominados «Fondtesoro». Se trata de un caso donde el éxito no va a ser preocupante, sino todo lo contrario, porque el producto lo merece por todas sus ventajas fiscales, de liquidez y de gestión especializada. Tenemos constancia de que muchas cajas de ahorros van a comercializarlo de forma activa. A las ventajas inherentes a este producto no cabe sino añadir las grandes mejoras en la normativa de las instituciones de inversión colectiva, recogidas en el nuevo reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado el día 2 de noviembre. El Reglamento establece unas normas que para algunos pueden ser un poco draconianas, pero que en definitiva tratan de defender los intereses del partícipe, evitar posibles conflictos de intereses entre la sociedad gestora y el partícipe, y dar cumplimiento a ese principio consagrado desde antiguo (por lo menos desde 1984), en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, de que las sociedades gestoras se deben a sus partícipes y no a las instituciones de las que dependen.

Hay dos aspectos adicionales en este ámbito a desarrollar en 1991. Por un lado, la posibilidad que están analizando las bolsas de valores de adicionar

al mercado de deuda pública anotada un segmento bursátil mediante contratación a través de ordenador. En otras palabras, una especie de mercado continuo o un mercado, en definitiva, informático, donde se centralicen las órdenes de compra y venta y, por consiguiente, no funcione como «mercado de precios», sino como «mercado de órdenes». Las bolsas de valores están trabajando con interés en este tema y a lo largo de 1991 rendirá fruto esta iniciativa.

Y, finalmente, otra actividad, esta vez correspondiente al Banco de España, con vistas a mejorar la transparencia del mercado, es la incorporación al *Boletín de la Central de Anotaciones* del Banco de España de cotizaciones concretas, no ya para grandes paquetes de inversión o desinversión, sino también para partidas de carácter minorista. Esas cotizaciones podrán servir de punto de referencia a los interesados en este tipo de valores y, por consiguiente, facilitar a los particulares la selección de aquellas entidades que ofrezcan la mejor rentabilidad a la compra o a la venta de los valores.

#### NOTA

(\*) El Real Decreto Ley 5/1990, de 20 de noviembre, de medidas fiscales urgentes, establece, en su artículo 2.º, apartado tres, número 2, la exención de tributación en el IRPF a los intereses e incrementos patrimoniales derivados de la deuda pública obtenidos por personas físicas no residentes que no operen a través de establecimiento permanente en España. La exención se instrumenta jurídicamente sobre la base de considerar el objeto imponible como no obtenido o producido en España. En el número 3 del artículo citado, esta exención de tributación en el IRPF de los intereses e incrementos de patrimonio derivados de bienes muebles distintos de la deuda pública se extiende solamente a personas físicas no sujetas por obligación personal de contribuir, y que residan habitualmente en otros estados miembros de la CEE.

La Ley 3/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991, en su artículo 62, f), números 1 y 2, se pronuncia en los mismos términos que el Real Decreto Ley de medidas fiscales urgentes, pero en relación con el impuesto de sociedades.