

LAS CUENTAS DIRECTAS Y LOS FONDOS DE INVERSION FONDTESORO EN LA POLITICA DE DEUDA DEL ESTADO

Ignacio GARRIDO

I. LA DEUDA DEL ESTADO. UN SISTEMA CON SUFICIENTE CAPACIDAD FINANCIADORA

La situación actual de la deuda del Estado difiere radicalmente de la existente a principios de la década de los ochenta. La financiación de la serie de déficit del Estado recientemente iniciada, y sometida a un crecimiento vertiginoso, chocaba entonces con la ausencia de todos los elementos que pudiesen catalogar un sistema de deuda del Estado que mereciese tal nombre. Por el contrario, la política de deuda seguida durante estos años pasados ha configurado un sistema que cuenta con los elementos necesarios para poder llevar a cabo la tarea que se atribuye a la política de deuda del Estado.

En primer lugar, dispone de una gama de instrumentos estable y razonablemente completa, atendiendo a las preferencias en plazo de los diferentes inversores, así como satisfaciendo las necesidades que puedan derivarse de las diferentes situaciones fiscales de éstos. No es óbice para lo que acaba de exponerse la subsistencia de un mecanismo coactivo de colocación, como el coeficiente de inversión al que están sujetas las entidades de depósito, cuyo proceso de reducción entra en su segundo año y habrá de culminar al término del próximo con su desaparición.

Asimismo, a la estabilidad de la gama de instrumentos se suma la estabilidad de las prácticas del mercado primario: de los procedimientos y fechas de emisión dentro de una periodicidad en la oferta pública de cada uno de los valores que integran la gama de instrumentos.

En segundo lugar, a lo largo de estos años se ha configurado un mercado secundario de deuda pública que reúne todos los atributos que configu-

ran un verdadero mercado secundario eficiente. A saber: por una parte, unos mecanismos de registro de valores, las anotaciones en cuenta, que facilitan y abaratan todos los procesos propios del mercado. Hay que señalar que, en este aspecto como en tantos otros, la deuda pública ha abierto un camino por el que antes o después discurrirá la práctica totalidad de los mercados de valores de renta fija y de renta variable españoles. Por otra parte, se ha puesto en pie un conjunto de mecanismos de negociación, compensación y liquidación que funcionan con una gran eficacia. Cierto es que no es la misma para el segmento mayorista y el segmento minorista del mercado, y esta dicotomía, y las consecuencias negativas que para el segmento minorista se derivan, es una de las causas que ha dado lugar a la aparición de las cuentas directas y de los fondos de inversión Fondtesoro. Finalmente, se ha creado un mecanismo destinado a sostener la liquidez básica del segmento mayorista y, a través de ella, la de todo el mercado secundario. En este sentido, merece la pena reseñar que el establecimiento del mercado de deuda, con sus características actuales, es una tarea conjunta del Tesoro y del Banco de España, atendiendo a intereses comunes y a intereses propios de cada una de las instituciones que felizmente resultaban compatibles, e incluso reforzados, cuando el resultado fuese óptimo para ambas. En efecto, la existencia de un mercado de deuda pública de dimensión y liquidez suficiente era una necesidad no sólo para la fluida y barata financiación de los déficit públicos, sino también para el establecimiento de unos mecanismos de control monetario que aunasen la gradualidad y la continuidad, como son las operaciones de mercado abierto. El primer y sustancial fruto de esta coincidencia de intereses ha sido la consolidación de todo el esquema de creadores de mercado, cuya iniciativa es preciso reconocérsela al Banco de España. No en vano es en este

segmento mayorista donde tiene lugar el grueso de las operaciones de mercado abierto; si bien para su eficacia se requiere de la existencia de un mercado con capacidad de absorción de las cantidades que en cada momento el Banco de España esté deseoso de colocar o de retirar del mercado.

El tercer elemento básico del que a lo largo de estos años se ha dotado el sistema de deuda pública ha sido la difusión y el interés del público por estos activos. Por una parte, el porcentaje que los pasivos del Estado representan dentro del total de activos del sector economías domésticas y de empresas ha pasado de un 3 por 100 en 1980 a una cifra ligeramente superior al 13 por 100 en 1989, utilizando datos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de España.

Si se atiende a la parte de deuda pública que, de una manera o de otra, está en poder del público —es decir, fuera de las entidades crediticias—, el porcentaje de deuda del Estado denominada en pesetas que, en los dos últimos años, ha estado en todo momento en manos del público supera el 90 por 100.

Esta situación se corresponde no sólo con las letras del Tesoro, sino también con los bonos y las obligaciones y con aquella parte de los pagarés del Tesoro cuya demanda no obedece a la necesidad de cobertura del coeficiente de inversión. Es necesario señalar, sin embargo, que durante varios años, en el caso de bonos y obligaciones del Estado, las carteras de las entidades de crédito parecían representar más de lo que se deduciría de lo expuesto. La razón era que ciertas cajas de ahorros operaban simultáneamente como entidades aseguradoras, sin separación contable de las carteras asignadas a la actividad de entidad gestora y a la actividad de aseguramiento; de tal manera que si los volúmenes de cartera mantenidos en virtud de esta segunda actividad se asignaban a inversores finales, las tasas de colocación entre éstos de bonos y obligaciones del Estado venían a alcanzar porcentajes similares a los del resto de la deuda.

Con frecuencia, el mantenimiento de la deuda en el activo de las entidades a que obligan las normas contables establecidas por el Banco de España, aun cuando tengan cedida la deuda en *repos*, ha llevado a algunos a concluir que el público no tiene deuda.

Cabe argumentar con razón, no obstante, que este paso por el balance de los intermediarios ha representado y representa un encarecimiento de la financiación del Estado, toda vez que los valores entraban por el activo de las entidades de crédito y salían por el pasivo a unos tipos que dichas en-

tidades se encargaban de que resultasen lo menos lesivos posible para el nivel de tipos y de coste de sus propios pasivos. Para ello, han abierto un diferencial que retribuye, desde luego, su labor de mediación en la distribución de la deuda, pero que supone el pago por parte del Estado de un coste adicional al rendimiento exigido por los tenedores. No obstante, las entidades no solamente tienen que cubrir con esos diferenciales el coste de la distribución, que no siempre es pequeño, sino también los riesgos de tipos de interés en los que incurren por la acusada transformación del plazo que, al mismo tiempo, realizan tomando la deuda a plazos de uno, tres o más años y cediéndola a plazos significativamente menores, usualmente entre uno y tres meses.

La consecuencia de lo expuesto hasta este momento —existencia de una gama de instrumentos, funcionamiento de un mercado secundario razonablemente líquido y eficiente, e interés por parte del público en la adquisición de los activos— ha sido que el sistema de deuda del Estado ha alcanzado una capacidad suficiente para la financiación de los déficit públicos a unos tipos razonables.

Esta capacidad queda demostrada con creces viendo la evolución registrada, entre los años 1984 y 1990, por la financiación neta total conseguida mediante la emisión de instrumentos de deuda. Financiación neta que en cada uno de estos años, con la excepción del año 1985, ha excedido la necesidad de endeudamiento neto del Estado; debiendo atribuirse la financiación neta excedente a la contribución del Tesoro Público a la esterilización de la liquidez creada por el sector exterior durante dichos años.

Esto adquiere mayor relevancia si se tiene en cuenta que esa capacidad de financiación del sistema de deuda se ha hecho efectiva sin el concurso de la financiación mediante instrumentos denominados en divisas. No tendría ninguna lógica que, debiendo esterilizarse liquidez creada por el sector exterior, se contribuyese a la creación de esa liquidez aumentando en términos netos la deuda en divisas en circulación. Por consiguiente, durante la mayoría de esos años el saldo vivo de deuda en divisas ha experimentado una reducción considerable.

Dicho esto, hay que señalar que la consecución de la financiación mediante deuda a lo largo del año ha distado con frecuencia de ser en todo momento la necesaria y conveniente. En efecto, sucesivamente se han producido períodos en los que el recurso del Tesoro al crédito del Banco de España ha aumentado dentro del año, seguidos de otros

períodos en los que sucedía lo opuesto; de tal manera que para el conjunto del año el efecto neto era una reducción de la posición de crédito del Tesoro con el Banco de España.

Esta sucesión de episodios de excesos y defectos de financiación del Tesoro directamente del mercado ha sido uno de los elementos determinantes de la ejecución de la política monetaria en este período, pero también un revelador de que la política de deuda ha sido ejecutada conjuntamente por el Tesoro y el Banco de España. Merece la pena prestar atención a este proceso.

La diferencia en el plazo entre los instrumentos emitidos en el mercado primario por el Tesoro, y tomados por las entidades de depósito, y el plazo de las cesiones a las que esta deuda es transferida al inversor final determina que las entidades cedentes incurran en considerables riesgos de tipo de interés, o incluso en pérdidas cuando el coste de financiación de la deuda en cartera —es decir, el tipo de interés exigido en las cesiones por los tomadores de la deuda— excedía o superaba al tipo de rendimiento al que las entidades tenían la deuda en su cartera. De ahí se deducía el que, particularmente en la deuda a más largo plazo, la actitud de las entidades distribuidoras de deuda fuese radicalmente distinta en función de las expectativas de evolución de los tipos. Cuando se preveían subidas de tipos de interés, la demanda en el mercado primario de instrumentos a más largo plazo se reducía extraordinariamente, y otro tanto sucedía con la liquidez existente en el mercado secundario para esos valores, debido a que las entidades no querían aflorar, en cuanto la legislación se lo permitía, las pérdidas que hubiesen derivado de la venta de sus carteras a precios inferiores a los de adquisición.

Por el contrario, cuando las perspectivas de descenso del tipo de interés se asentaban en el mercado, y con ellas la posibilidad de obtener una plusvalía en la deuda que tomaran, se producía espontáneamente una avalancha de peticiones que en ocasiones ha creado dificultades al Tesoro. Es decir, en períodos de expectativas alcistas de tipos de interés, la demanda a más largo plazo se contraía extraordinariamente y se desplazaba hacia el corto plazo, y en los períodos en los que las expectativas eran las opuestas, la demanda se trasladaba espontáneamente a la deuda a más largo plazo.

Sucedía a veces, sin embargo, que en períodos de expectativas alcistas los tipos de rendimiento demandados por el mercado, incluso para las letras del Tesoro, excedían lo que estaba dispuesto a pagar el Tesoro. Esto sucedía usualmente al inicio del ciclo alcista de los tipos, cuando, desde un

punto de vista optimista, podría pensarse que las subidas eran transitorias a corto plazo e injustificadas.

En estos casos, la financiación por emisión directa al mercado de deuda inevitablemente caía muy por debajo de las necesidades de financiación del Estado, y el recurso al Banco de España se convertía en el mecanismo de financiación. Ahora bien, este recurso ocasionaba el riesgo de un crecimiento de las magnitudes monetarias a una tasa superior a la estimada compatible con la consecución de los objetivos monetarios. En estas circunstancias, el Banco de España procedía a drenar mediante cesiones de deuda, usualmente al plazo de tres meses, las cantidades que fuesen precisas, aceptando naturalmente pagar los tipos de interés que el mercado exigía para ello. Claro es que las cesiones de letras a tres meses efectuadas en estos momentos excedían con frecuencia de la cartera de letras en poder del Banco de España, y el Tesoro Público debía ceder al Banco de España cantidades adicionales para que éste efectuase el drenaje necesario. Así pues, visto en esta perspectiva, y puesto que el drenaje se realizaba mediante la cesión de instrumentos del Tesoro, no cabe decir que éste rehuyese los costes de conseguir la financiación necesaria a través del mercado, sino que en determinados momentos rehusaba aceptar en los activos a más largo plazo el nivel de tipo de interés exigido por el mercado y, por la vía de las cesiones a tres meses del Banco de España, ofrecía un instrumento adicional a ese plazo, el cual se emitía por las cantidades necesarias para que los objetivos de política monetaria no excediesen los deseados, y aceptando, en consecuencia, el tipo de interés que para tal fin el mercado exigiese en este plazo.

II. PROBLEMAS PENDIENTES EN LA COMERCIALIZACION

En el trasfondo de lo expuesto hasta ahora se adivina la debilidad de la demanda final a largo plazo en relación al plazo de los activos que se emiten en el mercado primario. A esta debilidad habría que añadir, como clave de los problemas de comercialización de la deuda, el deficiente funcionamiento de los mercados minoristas, derivado de la segmentación de los mercados de deuda. A ambas lagunas se suma la necesidad de completar la gama de instrumentos de deuda con aquellos que pudieran acomodarse a segmentos del mercado más satisfactoriamente que los instrumentos existentes.

1. Debilidad de la demanda de deuda a largo plazo

La inmensa mayoría de la deuda mantenida por los inversores finales ha sido adquirida a través de operaciones de cesión temporal, y las tres cuartas partes de éstas están contratadas a plazo inferior al mes, como puede comprobarse en el cuadro número 1

El predominio de la cesión temporal en la distribución de la deuda obedece, desde luego, por una parte, a las preferencias de la red de distribución para no perder el control de sus clientes y para obtener de forma reiterada en el tiempo los rendimientos correspondientes a la actividad de intermediación. Pero, en buena medida, cabe atribuirlo, por otra parte, a las preferencias por el corto plazo de la mayoría de inversores.

Esta debilidad de la demanda a largo plazo viene determinada por varios factores. En primer lugar, por la relativa endeblez de la inversión institucional. Esta endeblez se debe, en primer lugar, a la existencia de instituciones cuya importancia en otros países es fundamental; entiéndase aquí la práctica inexistencia hasta este momento de los fondos de pensiones, cuya evolución futura cabe ver con otros ojos, una vez que un número considerable de empresas han optado por canalizar a través de este instrumento las obligaciones contractuales adquiridas en materia de derechos pasivos con sus trabajadores. En segundo lugar, otro tipo de instituciones cuyo desarrollo en España ha sido sustancialmente inferior al registrado en otros países europeos son los fondos de inversión, que, por su naturaleza, representarían, en una buena medida, demanda de deuda a medio y largo plazo. En tercer lugar, la relativa debilidad del sector seguros, en relación de nuevo con los países europeos, ha originado que la demanda de valores para cobertura

de sus reservas legales o técnicas sea muy inferior a lo que representa en otros países.

A la falta de demanda a largo plazo, derivada de esta debilidad institucional del sistema financiero español, se ha añadido una reducción adicional en la demanda de deuda a vencimiento, y ello por una circunstancia común tanto a la demanda ejercida por estas instituciones como a la del resto de los inversores finales: la casi permanente inversión, en mayor o menor grado, de la curva de rendimientos, y no sólo en el extremo a más corto plazo, sino también hasta los plazos más largos. Así pues, el incentivo para solicitar deuda a medio y largo plazo ha cedido habitualmente frente al mayor atractivo que los rendimientos superiores de los activos a menor plazo representaban. Y más aún cuando los desequilibrios a los que era atribuible esa forma de la curva parecían no estar destinados a desaparecer de forma inmediata y, por consiguiente, primaba la idea de que tiempo habría más adelante para reestructurar las carteras con vistas a sustituir definitivamente esa deuda a más corto plazo por otros activos a medio y largo plazo.

Hay que señalar que en instituciones de nueva creación, como han sido los fondos de pensiones, y en aquellos otros esquemas alternativos de cobertura privada y complementaria de los riesgos cubiertos por la seguridad social en materia de pensiones, tales como los planes de jubilación, las entidades veían como fundamental ofrecer a los posibles clientes los rendimientos más elevados posible, para lo cual invertían más en deuda a más corto plazo y menos en deuda a medio y largo plazo.

Excede de los límites de este trabajo indagar las razones por las cuales se ha producido en la economía española esta debilidad institucional de la inversión colectiva y de seguros. Es, sin embargo,

CUADRO NUM. 1
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 | | | | |
|------------|----------------------|---------------------------|----------------------|--|---------------------------|-------------------------------|---------------------------|-------------------------------|---------------------------|--|---------------------------|--------------------|-------------------|----------------------|
| | Pagarés del Tesoro | | Bonos y obligaciones | Pagarés del Tesoro | | Letras del Tesoro | | Bonos y obligaciones | | Total | | Pagarés 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 | 28.627 |
| 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 | | | 2 | 97 | 2.886 | 1.191 | 14.529 | 1.725 | 6.523 | 3.015 | 23.938 | 2.983 | 15.720 | 8.250 |

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

relevante examinar la posibilidad de que el Tesoro llevase a cabo una acción positiva y eficaz en el refuerzo de esa demanda institucional. Desde este punto de vista, parece claro que la inversión colectiva era un camino al alcance del Tesoro en su promoción de la demanda de deuda a medio y largo plazo. Reúne, en efecto, dos características que certifican la inmediatez en la secuencia causa-efecto entre esfuerzo de promoción y fortalecimiento de la demanda de deuda.

Por una parte, las motivaciones de compra de las participaciones de un fondo de inversión son, en su mayor parte, iguales que las motivaciones de compra de la deuda, y la falta de difusión de estas instituciones podía deberse, en buena medida, a las mismas causas por las que la demanda de deuda no era tan extensa como se deseaba, pudiendo obedecer su expansión a los mismos procesos de difusión y de *marketing* que la deuda.

Por otra parte, las otras instituciones, entidades de seguros y fondos de pensiones, evidentemente quedaban muy lejos del campo de acción del Tesoro, al mismo tiempo que en ellas la demanda de deuda era una demanda derivada de sus actividades típicas y de las condiciones técnicas en que éstas se desarrollan; de tal manera, que era difícil para el Tesoro llevar a cabo una acción específica para promover la demanda de estas instituciones, aparte de ofrecer en la deuda pública unas condiciones de rendimiento comparables a las que ofrecían otros emisores privados u otros activos en los que pudiesen materializarse las reservas de estas entidades; habida cuenta, claro está, de la diferencia de riesgo de los creadores de unos y otros activos y de su liquidez.

Por otra parte, pasando a la segunda de las deficiencias en la comercialización de estas instituciones de inversión colectiva, cabía pensar que existiera una demanda importante por parte de la sociedad para este tipo de instituciones y que su falta de desarrollo, al igual que en tantas otras ramas del sistema financiero español, fuera atribuible, en buena medida, a la ausencia del deseo de venderlo. En este campo, efectivamente, también se registra el predominio que el sistema bancario o las instituciones de crédito en general ejercen, y que se manifiesta en que la mayoría de las entidades gestoras de fondos de inversión mobiliaria están ligadas, de una u otra forma, a tales entidades. En estas condiciones, la difusión de los fondos de inversión mobiliaria no podía sino representar un riesgo adicional de elevación del coste de los pasivos tradicionales de estas entidades, en la misma forma que la deuda misma u otros instrumentos

de reciente aparición basados generalmente en la deuda, como las cuentas financieras.

Compartiendo la reacción de las grandes entidades ante esos fenómenos, los fondos de inversión, con contadas excepciones, han sido utilizados como vehículo para impedir, en último término, que determinados clientes que exigían rendimientos más altos que los ofrecidos por los pasivos bancarios —y que, al mismo tiempo, en términos generales, no exigían que su inversión fuese acompañada de la gama de servicios que representa el uso de talonarios o el cargo de recibos— pasasen a ser clientes de otras entidades. Así pues, se observa que, dentro de los fondos correspondientes a grupos bancarios, aquellos que han experimentado un crecimiento mayor y más sostenido son los que han servido para el grupo como sustitutivo de las cuentas financieras y de las cuentas de alta remuneración.

De aquí cabía inferir que con una actuación publicitaria adecuada, ausente prácticamente por completo en la difusión de estas entidades en España hasta ese momento, y creando unas mínimas homogeneidades en la gama de instrumentos a vender, podía crearse una demanda significativa de estos fondos de inversión, pasando a ser, por consiguiente, la cuestión a resolver la creación de estructuras de gestión que no tuviesen interés en neutralizar la demanda que de esa forma podría generarse.

Los mecanismos para lograr ese objetivo eran dos: en primer lugar, ampliar la gama de vendedores de estos activos a entidades en las que no se diese conflicto de intereses; en segundo lugar, establecer con todos los distribuidores de estos productos unos convenios en virtud de los cuales el Tesoro dispusiese de alguna capacidad de presión para hacer efectiva esa independencia de intereses, o un leal cumplimiento del compromiso de distribución de los productos, a quienes, en virtud de las campañas de *marketing*, se acercasen a ellos demandándolos.

2. Completar la gama de instrumentos

Pasando al segundo de los problemas de comercialización ya señalados —el de completar la gama para atender a determinados segmentos del mercado con instrumentos apropiados—, cabe señalar que modificaciones recientes en las características de la deuda habían hecho a ésta menos adecuada para atender las necesidades de algunos inversores que veían en la inversión en deuda un mecanismo para completar sus rentas ordinarias mes a

mes, partiendo de un instrumento desprovisto de riesgo. En concreto, recientemente, y con objeto de homogeneizar las prácticas del mercado interior de deuda con las usuales en los mercados internacionales para instrumentos semejantes, así como para facilitar una distribución de la deuda a través de cesiones temporales a plazo superior al semestre, se modificaron las condiciones de emisión de los bonos, pasando los cupones de semestrales a anuales. Esta medida, que facilitaba la cesión temporal de la deuda a plazo más elevado, repercutió de modo negativo en la utilidad de la deuda para todas aquellas personas que querían percibir los intereses con mayor periodicidad, y que, o bien desconocían que podían utilizar con ese fin las operaciones con pacto de recompra, o bien encontraban dificultades para hacerlo por el reducido importe de su inversión.

Con vistas a atender este segmento del mercado, se barajaron distintas posibilidades con la nota común de ser de fácil gestión; tanto más cuanto mayor fuese la frecuencia de pago de los intereses. Esta idea llevó, en principio, a la concepción de un instrumento no negociable que fuese reembolsable a voluntad una vez transcurrido un determinado plazo inicial. No obstante, los problemas de gestión, si se deseaba una distribución extensa a lo largo de todo el territorio nacional, eran verdaderamente muy importantes, con lo cual ese proyecto se abandonó y dio paso a lo que después ha cristalizado en los fondos de inversión Fondtesoro.

Este esquema —estos fondos— presentaba la ventaja de una gestión autónoma en la que la implicación del Tesoro era muy ligera. En segundo lugar, no restaba mercado a ninguno de los instrumentos emitidos por el Tesoro, con lo cual un mercado tendente a —o en riesgo permanente de— generar situaciones de iliquidez, vería atenuada esta circunstancia. En tercer lugar, la fiscalidad de estos fondos resultaba ventajosa respecto a cualquier tipo de instrumento que se pensase, particularmente desde el momento en que algunos, o una buena parte, de los inversores podrían no estar sujetos a la obligación de declarar en el impuesto sobre la renta de las personas físicas y, por consiguiente, cualquier inversión no sujeta a retención representaba no ya un mejor trato fiscal, sino también una mayor comodidad de uso.

Finalmente, la liquidez del fondo de inversión siempre sería muy superior y de más cómodo uso que la de cualquier nuevo instrumento de deuda cuya solicitud de reembolso hubiese de ser canalizada hasta el Tesoro para que éste garantizase la liquidez mediante la oportuna amortización antici-

pada. Es decir, que, desde todos los puntos de vista, la utilización de los fondos de inversión como sustitutivo de un activo destinado a este segmento de población presentaba ventajas. Sólo desde el punto de vista del coste para el Tesoro, haciendo abstracción de los costes de comisiones que pudieran establecerse en un activo de esa clase, podría pensarse que los fondos de inversión ofrecerían alguna desventaja en relación a la creación de un activo específico. En efecto, satisfacer esta demanda a través de los fondos de inversión, en cuya cartera se utilizan activos de mercado, y por consiguiente con rendimientos presumiblemente más altos, podría resultar más costoso que emitir un activo acomodado a las necesidades de un inversor habitualmente receptivo a los pasivos bancarios de bajo rendimiento, y particularmente sensible a los aspectos de seguridad de la inversión. Pero incluso este punto podría ser objeto de un largo debate sin que las ventajas en favor de la creación de un nuevo activo llegasen a compensar las restantes ventajas de utilizar con este fin los fondos de inversión.

3. Mejora del mercado minorista

Pasando al tercer aspecto de los mencionados —es decir, el mejoramiento de las condiciones de funcionamiento del segmento minorista del mercado de deuda del Estado en anotaciones—, hay que señalar que es un mercado configurado por segmentos cautivos formados alrededor de cada una de las entidades gestoras, caracterizado por una elevada falta de transparencia y con un nivel reducido de competencia derivado no sólo de lo anterior, sino también de los costes de transferir la deuda de unas entidades gestoras a otras.

Este mercado minorista, organizado de forma descentralizada alrededor de las entidades gestoras, se diferencia radicalmente del mercado mayorista de deuda, en el que, por distintos canales, existe una centralización de órdenes y, cuando no se produce tal cosa, el nivel de información garantiza el funcionamiento inmediato del arbitraje estableciendo diferenciales verdaderamente reducidos entre oferta y demanda, y anulándolos entre los distintos circuitos a través de los que se negocia.

Este mercado minorista se caracteriza por un funcionamiento premioso, una dificultad en la adquisición de deuda y, mucho más aún, en la venta.

Buscar y encontrar contrapartida rápida a los deseos de venta de los clientes tampoco hace mayor ilusión a muchas entidades, por cuanto a la ventaja de rendimiento que tendrían estas deudas

respecto a los pasivos propios de las entidades se añadiría una liquidez muy elevada, como correspondería a un mercado en el que se negocian los volúmenes que figuran en el cuadro núm. 1. Estos volúmenes, como se ve, son de una cuantía sorprendente, y más sorprendente aún es que representen dos tercios —y, dependiendo de los instrumentos, incluso tres cuartos— del volumen total de negociación de la deuda en su conjunto.

En resumen, pues, poner remedio a la debilidad de la demanda a largo plazo y a la iliquidez en el mercado minorista, y adecuar la gama de instrumentos a determinados segmentos deseosos de tener liquidez y rendimientos periódicos en períodos cortos llevó al Tesoro a buscar remedio en tres iniciativas, dos de las cuales están ya en aplicación y la restante en vías de ejecución. Se conseguía así, al mismo tiempo, ofrecer una alternativa a aquellos inversores que encontraban demasiado lesiva la inversión a través de las entidades distribuidoras de deuda, o que simplemente veían pospuesta una y otra vez la realización de sus órdenes. Las dos iniciativas en aplicación son, por una parte, las cuentas directas de deuda anotada en el Banco de España y, por otra parte, los fondos de inversión Fondtesoro. La que se encuentra en fase de realización, con el protagonismo valiosísimo e imprescindible del Banco de España y de la Bolsa, es la organización de un mercado bursátil de anotaciones en cuenta de deuda, que, caracterizándose por ser un mercado de centralización de órdenes, tendría los efectos propios de estos mercados en relación con la transparencia y el grado de competencia.

Por una vía y por otra, se espera conseguir que el nivel de información de precios o el coste de la búsqueda de información de precios por parte de los inversores se reduzca y que el mercado minorista se ajuste a unas normas de funcionamiento similares a las que rigen en el segmento mayorista del mercado en deuda. Condiciones similares no quiere decir que tengan que ser los mismos márgenes, sino que en cada momento las entidades deberán ajustar sus márgenes al mínimo imprescindible justificado por el volumen de la operación y por los costes que la ejecución de la misma representa.

III. LAS CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA ANOTADA EN EL BANCO DE ESPAÑA

Tanto el Decreto-Ley de nacionalización del Banco de España (1) como la Ley de Organos Rectores (2) han asignado a dicho Banco el papel de agente financiero del Tesoro, y entre sus cometidos

figura la puesta en circulación de los valores de la deuda del Estado en el momento de su emisión, centralizando las peticiones y ocupándose de todos los procesos materiales que la puesta en circulación de aquéllos requiere.

Sobre esta base, siempre ha sido posible efectuar la suscripción de las emisiones de valores del Tesoro directamente en las oficinas del Banco de España, cualquiera que fuera el importe a suscribir, y no estando reservada solamente la posibilidad de hacerlo a intermediarios financieros o grandes inversores ni, tras la creación del mercado de deuda pública en anotaciones, a entidades gestoras y titulares de cuentas.

Ahora bien, una vez efectuada la suscripción de los valores, era preciso depositarlos en alguna otra entidad o, tratándose de valores representados en anotaciones en cuenta, ordenar su registro en alguna entidad gestora; de tal manera que aquellas personas que acudían a la suscripción en el Banco de España, buscando «autoservicio» y ahorrarse los costes que la prestación del servicio por parte de entidades gestoras representaba, veían fracasado su propósito, porque a la postre debía terminar con su deuda registrada y gestionada por los intermediarios a los que habían querido evitar. Así pues, se pensó en dar un cauce propio, una posibilidad sumaria de completar la gestión de la deuda de estas personas de acuerdo con su voluntad y con las limitaciones propias del carácter del Banco de España como banco central.

Nunca se planteó establecer de este modo, para la financiación del Tesoro, un canal alternativo a la red habitual de distribución de deuda. La modestia de su importancia cuantitativa vendría determinada, básicamente, por dos limitaciones muy serias. Por una parte, la necesidad de mantener la deuda hasta su vencimiento, sin posibilidad de negociarla directamente dando al Banco de España órdenes de compra o de venta en el mercado secundario. Por otra parte, la propia escasez de puntos de venta que el Banco de España tiene distribuidos por la geografía nacional, reducidos a sus 53 oficinas establecidas en capitales de provincia y en alguna cabeza de autonomía. Esta limitación de los puntos de venta, junto con la dificultad de atender en momentos concretos a un volumen particularmente alto de demandantes, hacía suponer que el uso de los servicios de esta cuenta se reduciría a aquellas personas residentes en las cercanías de las sucursales del Banco de España, o que dispusiesen de tiempo suficiente para trasladarse a ellas y esperar pacientemente hasta que pudiesen formular sus demandas de aclaración o de suscripción, llegado el caso.

Para llevar a la práctica lo expuesto se firmó un convenio entre el Banco de España y el Ministerio de Economía y Hacienda, en virtud del cual, de acuerdo con lo previsto en el artículo 20 del Decreto-Ley de nacionalización del Banco, éste prestaba el servicio por cuenta del Tesoro Público. A tal fin, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 1990 concedía al Banco de España la condición de entidad gestora y sentaba las líneas básicas del mencionado convenio, quedando reflejada en ambas acciones la voluntad de limitar las cuentas directas al modesto esquema expuesto, y de alterar en el grado estrictamente indispensable la total especialización del Banco en sus funciones de banco central, de gestor de la central de anotaciones y de supervisor del mercado de deuda pública en anotaciones y del sistema crediticio.

De ahí nacen las notas fundamentales de las cuentas directas, a saber:

a) Son, exclusivamente, cuentas de valores de la deuda del Estado, y no pueden dar lugar a la apertura de cuentas de efectivo en el Banco de España. El titular debe siempre señalar otra cuenta de efectivo en una entidad de depósito a la que se transferirán los cupones devengados por la deuda o su reembolso.

b) No pueden utilizarse para realizar operaciones de mercado secundario. Se abren por suscripción de deuda en el Banco o por traspaso desde otra entidad gestora. Se cancelan por amortización de la deuda mantenida en ellas o por traspaso a otra entidad gestora. Es indispensable realizar esta última operación si el titular desea vender la deuda mantenida en una cuenta directa.

Correlativamente a estas notas, el Banco de España no puede dar contrapartidas de mercado secundario a los titulares de cuentas directas.

Estas notas fundamentales se ven acompañadas de otras colaterales que definen el servicio al que dan derecho y su coste: la deuda mantenida en estas cuentas puede utilizarse como garantía, para lo que se presta el servicio correspondiente de inmovilización; el titular recibe información completa del ejercicio de los derechos económicos de su deuda, así como la necesaria para cumplir con las obligaciones fiscales derivadas de su tenencia; el coste de los servicios de las cuentas directas para sus titulares lo determina el Banco de España, y en estos momentos se reduce al coste de las transferencias de fondos a las cuentas que aquéllos señalaron a tal fin.

El éxito de las cuentas directas no puede califi-

carse de desbordante, pero sí ha sobrepasado en alguna medida las expectativas creadas en torno a ellas, basadas en las suscripciones realizadas directamente en el Banco de España antes de entrar en funcionamiento estas cuentas. En efecto, al cabo de año y medio de funcionamiento, su saldo ha alcanzado 250.000 millones de pesetas nominales, con un número de cuentas que supera las 100.000.

Cabe señalar que el esfuerzo publicitario sobre estas cuentas ha sido verdaderamente exiguo, lo que apunta a una demanda genuina del servicio y a la oportunidad de su introducción. Asimismo, este éxito relativo de las cuentas directas, en tanto en cuanto supera el que cabía anticipar, puede interpretarse como revelador del malestar de los usuarios del mercado de deuda y, por consiguiente, de los defectos de funcionamiento de la red normal de distribución de la deuda. No obstante, cabe señalar que por importante que parezca esta cifra, no representa sino un porcentaje verdaderamente exiguo, inferior al 2 por 100, del volumen de suscripciones brutas realizadas en el período transcurrido desde la puesta en marcha del esquema.

Como se aprecia en el cuadro núm. 2, las letras del Tesoro dominan el panorama de las cuentas directas, tanto en número de cuentas como en volumen, siendo un reflejo más de la apetencia por el corto plazo del inversor español. Sin embargo, hay que recordar que en 1990 casi todas las subastas de obligaciones del Estado han sido declaradas desiertas y, por consiguiente, sin período de suscripción posterior a las mismas, que es el momento en que los particulares suelen suscribir. Sin esta circunstancia no se habría alterado sensiblemente la distribución de las cuentas, pero muy probablemente el saldo de las cuentas en obligaciones sería superior. Para interpretar el número de cuentas, hay que recordar que durante el período al que se refiere el cuadro cada suscripción o traspaso daba lugar a una cuenta; de ahí que no deba interpretarse, ni mucho menos, que el número de cuentas revela el de clientes y que el relativo mantenimiento mensual del número de nuevas cuentas es compatible con una esperable reducción del de nuevos titulares.

Ahora bien, a pesar del éxito alcanzado, las cuentas directas representan una aportación de alcance verdaderamente limitado a la solución de los problemas múltiples que se han señalado antes en relación al mercado minorista de la deuda. Así, por ejemplo, las cuentas no resuelven el problema de liquidez. Por el contrario, lo agravan en el sen-

CUADRO NUM. 2
CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA DEL ESTADO EN EL BANCO DE ESPAÑA (AÑO 1990)

| | Letras del Tesoro | | Pagarés del Tesoro | | Bonos del Estado | | Obligaciones del Estado | | Total | |
|------------------|-------------------|------------|--------------------|---------|------------------|-----------|-------------------------|---------|---------|------------|
| | Número | Nominal | Número | Nominal | Número | Nominal | Número | Nominal | Número | Nominal |
| Año 1990 | | | | | | | | | | |
| Febrero | 1.148 | 2.849,00 | 6 | 10,50 | 340 | 437,25 | 0 | 0,00 | 1.494 | 3.296,75 |
| Marzo | 8.551 | 20.400,00 | 12 | 22,50 | 1.776 | 2.515,28 | 2 | 3,87 | 10.341 | 22.941,65 |
| Junio | 24.502 | 62.554,00 | 32 | 131,00 | 5.840 | 9.148,36 | 15 | 48,61 | 30.389 | 71.881,97 |
| Septiembre | 40.698 | 104.529,00 | 49 | 213,50 | 9.246 | 14.805,32 | 60 | 193,64 | 50.053 | 119.741,96 |
| Diciembre | 57.716 | 147.172,00 | 65 | 302,00 | 11.765 | 18.083,29 | 70 | 213,72 | 69.616 | 165.771,51 |
| Año 1991 | | | | | | | | | | |
| Marzo | 80.869 | 205.957,00 | 72 | 309,50 | 16.507 | 25.340,46 | 215 | 497,83 | 97.663 | 232.105,29 |
| Junio | 85.052 | 212.709,00 | 70 | 324,50 | 18.609 | 28.690,57 | 256 | 610,15 | 103.987 | 242.310,72 |
| Julio | 85.739 | 213.858,00 | 70 | 324,50 | 18.584 | 28.667,92 | 253 | 608,50 | 104.646 | 243.435,42 |
| Agosto | 88.776 | 221.089,00 | 66 | 335,50 | 18.585 | 28.712,80 | 253 | 608,50 | 107.680 | 250.722,30 |

tido de que exigen incurrir en costes de traspaso adicionales a los de negociación para poder disponer de la deuda antes de la fecha de vencimiento y, por otra parte, no establecen ningún aliciente por sí mismas para que la demanda se extienda a plazos más largos que los que espontáneamente demandarían los suscriptores.

Por todo ello, se pensó en la necesidad de dar respuesta más completa a esos problemas, para lo que se ideó el esquema Fondtesoro, que, por sus características, puede representar un freno a la expansión de las cuentas directas.

IV. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN DEUDA DEL ESTADO: FONDOS FONDTESORO

Como se ha expuesto, la debilidad de la inversión institucional en España se juzgaba como una de las causas de la escasez de demanda a largo plazo en el mercado de deuda. Por otra parte, la falta de liquidez —y, ocasionalmente, un exceso de costes de intermediación propiciado por la relativa cautividad de los clientes— limitaba la expansión del segmento minorista del mercado. Finalmente, subsanar o paliar el desajuste que, para ciertos inversores necesitados de ingresos periódicos, había producido o acentuado el paso de cupones semestrales a anuales en los bonos y obligaciones del Estado llevó a pensar en la conveniencia de promover fondos de inversión mobiliaria que, mediante su especialización en deuda del Estado, ofreciesen una respuesta potencialmente eficaz a los problemas planteados, sumando, además, un tratamiento fiscal ventajoso respecto al que disfrutaría un tenedor directo de la deuda.

Desde la óptica del Tesoro, las ventajas se redondeaban con el aligeramiento total de la carga administrativa si los fondos de inversión especiali-

zados en deuda eran promovidos y gestionados, dentro de la legislación general aplicable, convenientemente completada mediante un instrumento jurídico apropiado, por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva surgidas de la iniciativa privada con experiencia en este campo.

Hay que decir que el proceso de diversificación de la oferta había llevado espontáneamente a la aparición, o a los planes de lanzamiento, de cierto número de fondos que estatutariamente, o simplemente en la práctica, se habían especializado en deuda del Estado. Pareció, pues, conveniente potenciar este proceso, favorecido por el momento poco brillante de la renta variable, añadiéndole un respaldo explícito del Tesoro Público, estableciendo unos rasgos comunes que no sofocasen la necesaria personalidad que cada gestora pudiera imprimir a sus fondos y, sobre todo, acompañando las buenas razones con los hechos de un lanzamiento publicitario suficiente.

Este aspecto del lanzamiento publicitario es doblemente importante. Sorprende, en efecto, que un instrumento con unas características tan favorables para la colocación del ahorro de inversores medianos, e incluso pequeños, haya tenido en España un desarrollo tan deficiente si se le compara con el registrado en otros países. Sorprende más aún visto el nivel de conocimiento que el público parece tener de los fondos, y a pesar de la mala experiencia que muchos inversores tuvieron en la década de los setenta. Por ello, no son pocos los que atribuyen la escasa expansión de los fondos en España a la falta de una red de ventas libre de los conflictos de intereses que se dan en las dependientes de las entidades de depósito.

Por otra parte, el esfuerzo publicitario realizado para la difusión de los fondos, a juzgar por el gasto en publicidad, ha sido verdaderamente insignificante. Al parecer, el gasto realizado en medios

controlados —prensa, radio, televisión— en 1989 rondó los 16 millones de pesetas, y aun aceptando que sea de aplicación a esta actividad la regla general de que el gasto total en publicidad es tres veces mayor que el registrado en los medios controlados, no deja de ser irrelevante el esfuerzo comparado con el gasto en la promoción y venta de otros productos financieros sustitutorios o competitivos de los fondos. Así pues, difundir el conocimiento de esta forma de inversión colectiva y crear un grado de presión sobre las redes de venta es esencial para su desarrollo en el futuro inmediato.

Se dirá, con razón, que la difusión de los fondos de inversión especializados en deuda implica, en primer lugar, una explicación de los fondos de inversión en general y, por consiguiente, que una parte importante del esfuerzo derive hacia otros fondos. Este hecho, que puede darse por cierto, no daña significativamente la estrategia del Tesoro Público. Por una parte, en sus iniciativas se mezclan inseparablemente, en la mayoría de los casos, la doble perspectiva micro y macroeconómica: dar solución a sus problemas de financiación y promover soluciones útiles para el sistema financiero español. Por otra parte, en la mayoría de los fondos de inversión, ahora incluso en los de renta variable, una parte significativa de su cartera está formada por fondos públicos —a 31 de diciembre de 1990, el 62 por 100 para el conjunto de los FIM y el 60 por 100 para los FIAMM. Por consiguiente, la publicidad de los fondos de inversión se va a traducir, en cualquier caso, en una promoción de la demanda de deuda del Estado.

Una vez contrastado, a través de los contactos mantenidos, que el interés del Tesoro se correspondía con el de numerosas gestoras de fondos de inversión, se dio forma a todo el esquema Fondtesoro mediante la Orden del Ministerio de Econo-

mía y Hacienda de 7 de junio de 1990. Esta Orden, a la que acompañan sendos anexos con los convenios-tipo aplicables para los Fondtesoro FIM y FIAMM, establece el procedimiento para acceder a la gestión de un fondo de inversión Fondtesoro, delegando en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera las competencias precisas para valorar y decidir sobre cada una de las peticiones y formalizar los convenios correspondientes. Estos convenios establecen las características comunes que, dentro de lo previsto por la regulación general de este tipo de entidades, han de cumplir los Fondtesoro, y que se concretan fundamentalmente en las inversiones de la cartera, las aportaciones mínimas exigibles a los partícipes, el régimen aplicable a los resultados del fondo, las comisiones máximas a cargar al fondo o a los partícipes y la necesaria posibilidad de expedir cheques contra las participaciones de un FIAMM. (Véase cuadro número 3).

Como contrapartida, se especifican, asimismo, las ventajas que el Tesoro Público concede a los fondos Fondtesoro y a sus sociedades gestoras, que consisten básicamente en respaldo publicitario a través de campañas globales o individuales y en la posibilidad de usar los logotipos y símbolos representativos del Tesoro Público o sus productos. En este terreno, la contrapartida para las sociedades gestoras se centra en la necesidad de señalar convenientemente sus oficinas de venta con los signos distintivos de Fondtesoro y del Tesoro Público.

Se completan los convenios con las facultades que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera tiene para exigir la información que considere relevante para el seguimiento de los fondos, y con un cuadro de penalizaciones que van desde la suspensión o la denuncia del convenio por parte

CUADRO NUM. 3
CUADRO COMPARATIVO DE FONDTESORO FIM Y FIAMM

| | FIM | FIAMM |
|------------------------------------|---|--|
| Inversión | 95 por 100 deuda del Estado 50 por 100 en deuda a más de cinco años Futuros y opciones como cobertura | 95 por 100 deuda del Estado Futuros y opciones como cobertura |
| Comisiones máximas | Sobre el fondo, 1,75 por 100 Al partícipe: 2 por 100 de reembolso los dos primeros años | 1,50 por 100 |
| Otros gastos | | Por uso de cheque |
| Inversión mínima | No superior a 50.000 pesetas | No superior a 200.000 pesetas |
| Régimen de funcionamiento | Capitalización | Capitalización |
| Reembolso de participaciones | En un máximo de 72 horas | — En un máximo de 24 horas — Posibilidad de reembolso mediante extensión de cheques |
| Plazo de vigencia de los convenios | Un año renovable tácitamente | Un año renovable tácitamente |

CUADRO NUM. 4
APORTACION MINIMA EXIGIDA Y COMISIONES APLICADAS POR LAS SOCIEDADES GESTORAS
(Agosto 1991)

| <i>Sociedad gestora</i> | <i>Depositaria</i> | <i>Fondo de inversión</i> | <i>Aportación mínima</i> | <i>Comisiones (*) reembolso</i> |
|--|------------------------------|--|--------------------------|---|
| Adepa, S. A. | La Caixa | Adepa Fondtesoro FIM | 50.000 | — |
| AB. Asesores Bursátiles Euroinvest., S. A. | Caja Ahorros de Valencia | AB. Fondtesoro FIM | 50.000 | 1,75 por 100, primer año 1,25 por 100, segundo año |
| Foncapital, S. A. | Generale Bank Banco Belga | Dineuro Fondtesoro FIM | 10.000 | — |
| Gaesco Gestión, S. A. | Banco Urquijo | Gaesco Fondo Fondtesoro FIAMM | 200.000 | — |
| Gasamev, S. A. | BBV | Fonbilbao Fondtesoro FIM | 50.000 | 1 por 100, primer año |
| Gesbansander, S. A. | Banco Santander | Santander Fondtesoro FIM | 50.000 | 1 por 100, primer año |
| | | Santander Dinero Fondtesoro FIAMM | 100.000 | |
| Gesinca Inversiones, S. A. | CECA | Ahorro Corporación Deuda Fondtesoro FIM | 1.000 | — |
| | | Ahorro Corporación Cuenta Fondtesoro FIAMM | 100.000 | — |
| Gesmadrid, S. A. | Caja Ahorros de Madrid (**) | Invermadrid Fondtesoro FIM | 10.000 | — |
| | | Dinermadrid Fondtesoro FIAMM | 100.000 | |
| Gestinova, S. A. | BBV (**) | BBV Deuda Fondtesoro FIM | 50.000 | 2 por 100 |
| | | BBV Activos Fondtesoro FIAMM | 100.000 | |
| Hispano Gestión, S. A. | Banco Hispano Americano | Hispano Rendimiento Fondtesoro FIM | 50.000 | 2 por 100, primer año 1 por 100, segundo año |
| | | Hispano Tesoro Fondtesoro FIAMM | 200.000 | |
| Iberagentes Fondos, S. A. | Iberagentes, S. A. | Iberagentes Fondtesoro FIM | 50.000 | 0,5 por 100, primer trimestre |
| | | Iberagentes Dinero Fondtesoro FIAMM | 10.000 | |
| Iversafei, S. A. | CECA | Fondeuda Ahorro Fondtesoro FIM | 10.000 | |
| | | Fondeuda Efectivo Fondtesoro FIAMM | 100.000 | |
| Mapfre Indosuez, S. A. | Banco Herrero | Mapfre Fondtesoro FIM | 50.000 | 1,5 por 100 |
| Merchbanc, S. A. | Banco Urquijo | Merchbanc Fondtesoro FIAMM | 100.000 | |

(*) Al partícipe sólo se le puede cargar, individualmente, la comisión de reembolso en un FIM, o el importe del talonario en un FIAMM, siempre que figure recogido en el reglamento del fondo. Además, al fondo se le puede cargar anualmente por gastos de gestión, depósito, administración (envío de la información obligatoria al partícipe), etc., un porcentaje no superior al 1,75 del valor del patrimonio en los FIM o al 1,5 en los FIAMM.

(**) Estos fondos no han completado todavía el proceso de autorización para la venta al público de sus participaciones.

del Tesoro Público a las indemnizaciones por parte de las gestoras en determinados supuestos de incumplimiento de las cláusulas convenidas, o de denuncia unilateral por parte de las gestoras.

Una vez establecido el marco regulador, la puesta en marcha se inició en el mes de julio de 1990, con la firma por parte de catorce sociedades gestoras de los convenios correspondientes a la creación o transformación de un total de veinte fondos de inversión Fondtesoro: doce FIM y ocho FIAMM. Recientemente se ha autorizado un FIAMM más. El proceso administrativo de creación o transformación se ha extendido durante el segundo semestre de 1990, y todavía en estos momentos tienen reciente su inscripción en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores dos fondos FIM afectados por las limitaciones establecidas cuando sociedad gestora y depositario forman parte de un mismo grupo.

El cuadro núm. 4 muestra la relación de Fondtesoros FIM o FIAMM agrupados por sociedades gestoras, con indicación del depositario, de la aportación mínima inicial establecida por cada uno y de las comisiones aplicables al fondo o al partícipe según los casos. A este último sólo se le puede cargar, si así lo tiene establecido el fondo en su reglamento, una comisión de reembolso que sólo se aplicará en los FIM, y en ningún caso cuando éste tenga lugar una vez transcurridos dos años desde que se invirtió en el fondo, o unos gastos por el uso de talonario en los FIAMM.

La demora en la puesta en marcha de todos los fondos de inversión amparados por convenios dentro del esquema Fondtesoro dificulta la valoración de su potencial como mecanismo de distribución de deuda del Estado. No obstante, cabe albergar un optimismo fundado a la vista de la evolución del patrimonio de los veintidós fondos —doce FIM

INDICE DE EVOLUCION DE LOS VALORES LIQUIDATIVOS
 Por semanas (Base 100 al 31-12-90)

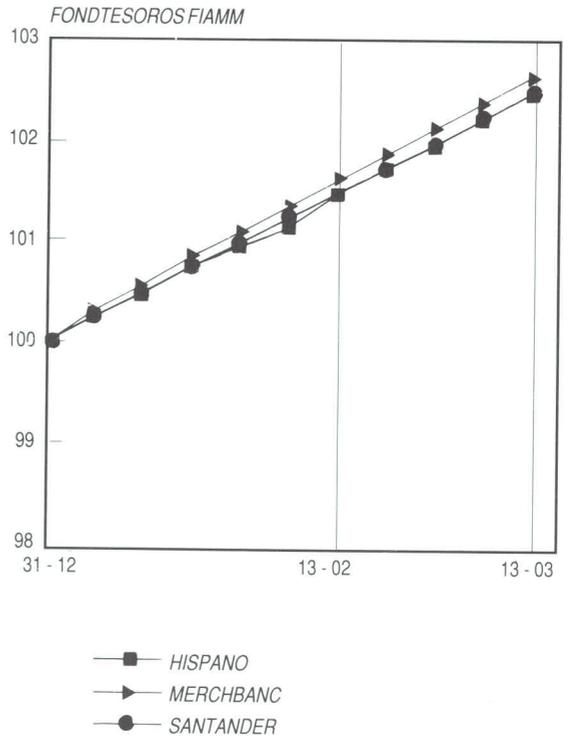
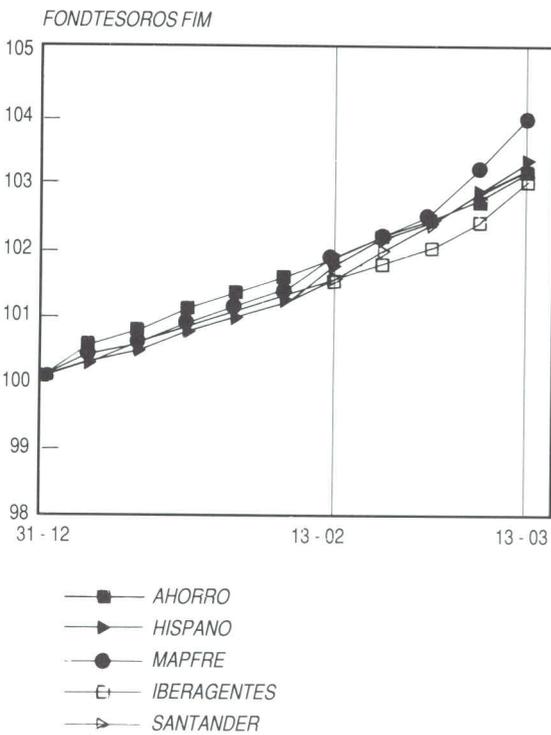
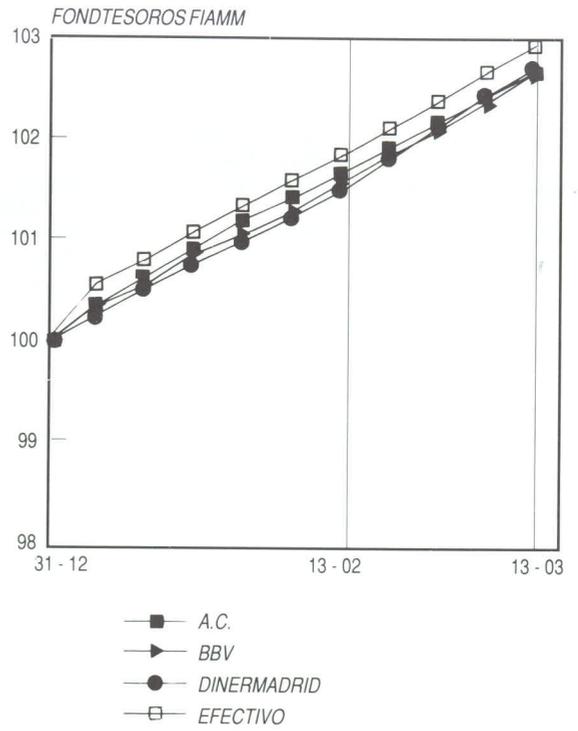
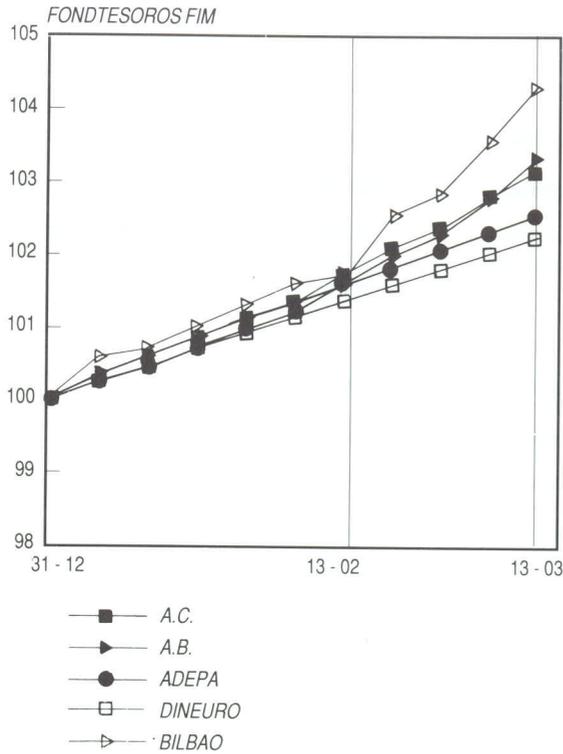
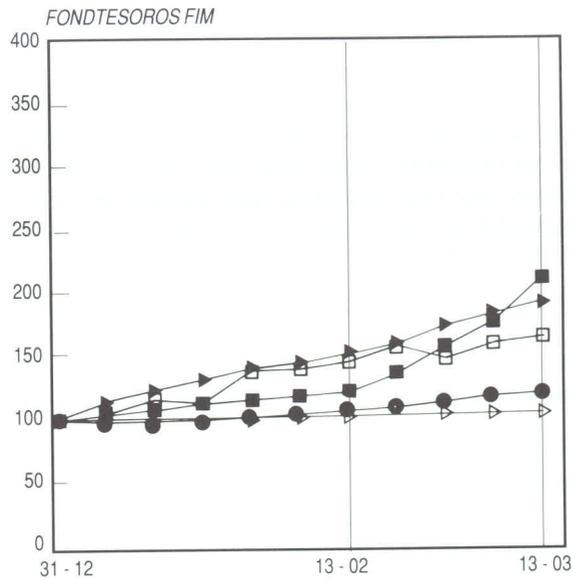


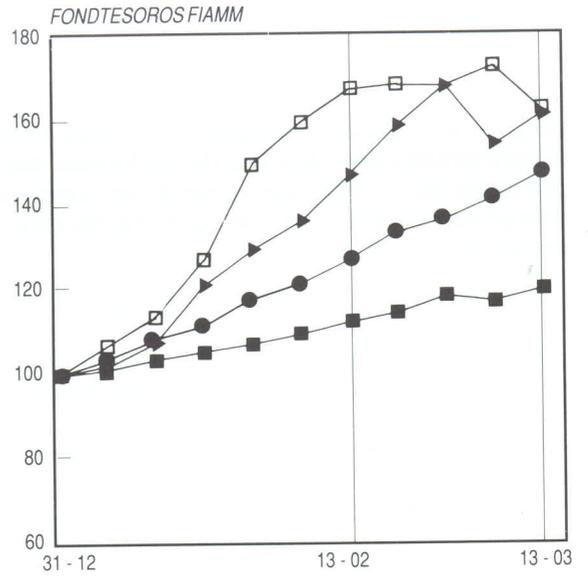
Gráfico 2

INDICE DE EVOLUCION DEL PATRIMONIO

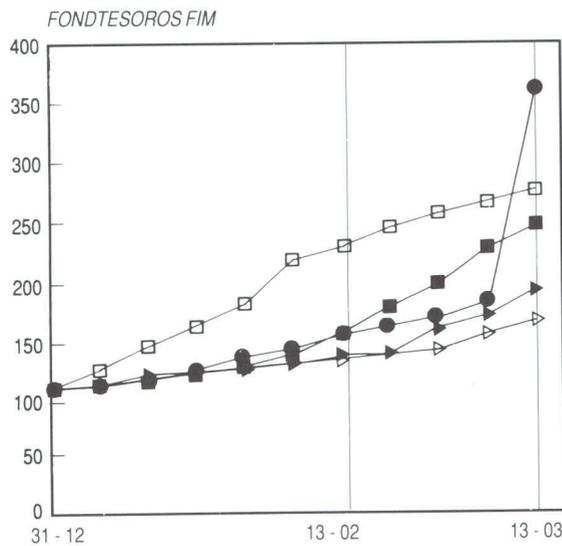
Por semanas (Base 100 al 31-12-90)



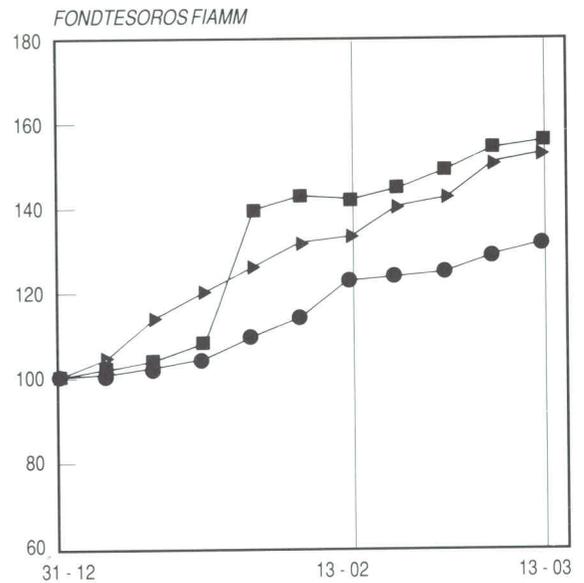
- A.C.
- ▶ A.B.
- ADEPA
- DINEURO
- ▷ BILBAO



- A.C.
- ▶ BBV
- DINERMADRID
- EFECTIVO



- AHORRO
- ▶ HISPANO
- MAPFRE
- IBERAGENTES
- ▷ SANTANDER



- HISPANO
- ▶ MERCHBANC
- SANTANDER

y nueve FIAMM— que ya están en funcionamiento. El patrimonio total de estos fondos, a 18 de septiembre, ascendió a 157.267,3 millones de pesetas, con un crecimiento de 125.868,6 millones desde finales de 1990. La distribución por tipos de fondos es relativamente desigual, como se aprecia en el cuadro núm. 5, con una menor demanda de los FIAMM que de los FIM. Llama la atención, sin embargo, el alto grado de dispersión en el crecimiento experimentado por cada uno de los fondos, especialmente de los FIM, aun teniendo en cuenta los diferentes momentos en que cada uno de ellos ha empezado a comercializarse.

Si se presta atención a la sociedad gestora, examinando si gestiona otros fondos de inversión y su posible pertenencia a grupos financieros de los que forman parte otras entidades emisoras de pasivos

competitivos con las participaciones de los fondos, se abren inmediatamente interrogantes acerca de si la actitud en relación con la difusión de los fondos Fondtesoro es la misma en todos los casos. Se esconden en estos interrogantes algunos de los problemas más serios en relación con la gestión del esquema Fondtesoro, e incluso con su ampliación futura hasta encontrar un número de sociedades gestoras cuyo compromiso con el esquema no se encuentre disminuido por otras consideraciones, por muy legítimas que puedan ser, y cuya implantación garantice una suficiente distribución en toda España.

Como es lógico, la dispersión es muy inferior en lo que respecta a la evolución del valor liquidativo de la participación, situándose el promedio de la tasa anualizada de su crecimiento, en lo que ha

CUADRO NUM. 5
EVOLUCION DE LOS VALORES LIQUIDATIVOS Y PATRIMONIOS DE «FONDTEORO»
(Comparación de datos a 18-9-1991 con respecto a 31-12-1990)

| Nombre | Patrimonio | | | | Valor liquidativo | | | |
|--|------------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|-------------------|----------------|------------------------|------------------------|
| | Actual | 31-12-1990 | Variación | Variación (porcentaje) | Actual | 31-12-1990 | Variación (porcentaje) | Rent. Anual Equiv. (1) |
| Fondtesoros FIM | | | | | | | | |
| A. C. Deuda Fondtesoro | 15.005.811.861 (2) | 617.557.594 | 14.388.254.267 | 2.329,86 | 1.138,09 | 1.028,41 | 10,67 | 15,16 |
| A. B. Fondtesoro | 13.707.752.523 | 1.940.135.326 | 11.767.617.197 | 606,54 | 1.156,14 | 1.042,19 | 10,93 | 15,55 |
| Adepa Fondtesoro | 5.081.901.012 | 2.596.311.013 | 2.485.589.999 | 95,74 | 1.413,07 | 1.309,78 | 7,89 | 11,15 |
| BBV Deuda Fondtesoro | 625.017.630 | 577.919.115 (*) | 47.098.515 | 8,15 | 11.846,72 | 11.558,78 (*) | 2,49 | 15,32 |
| Dineuro Fondtesoro | 5.108.035.617 | 402.590.059 | 4.705.445.558 | 1.168,79 | 11.272,38 | 10.391,62 | 8,48 | 12,00 |
| Fondbilbao Fondtesoro | 1.552.323.175 | 603.493.444 | 948.829.731 | 157,22 | 1.186,12 | 1.025,65 | 15,65 | 22,45 |
| Fondeuda Ahorro Fondtesoro | 15.853.195.831 | 1.169.090.502 | 14.684.105.329 | 1.256,03 | 12.281,99 | 11.039,54 | 11,25 | 16,02 |
| Hispano Rendimiento Fondtesoro | 3.591.761.789 | 525.928.389 | 3.065.833.400 | 582,94 | 57.456,51 | 51.882,78 | 10,74 | 15,28 |
| Invermadrid Fondtesoro | 1.821.479.739 (2) | 562.640.195 (*) | 1.258.839.544 | 223,74 | 1.154,37 | 1.125,28 (*) | 2,59 | 11,44 |
| Mapfre Fondtesoro | 5.856.816.125 | 575.992.753 | 5.280.823.372 | 916,82 | 1.147,47 | 1.029,43 | 11,47 | 16,33 |
| Iberagentes Fondtesoro | 26.303.438.493 | 3.550.361.951 | 22.753.076.542 | 640,87 | 1.164,74 | 1.045,46 | 11,41 | 16,24 |
| Santander Fondtesoro | 4.323.967.580 | 539.178.206 | 3.784.789.374 | 701,96 | 1.161,53 | 1.031,57 | 12,60 | 17,98 |
| Total FIM | 98.831.501.375 | 13.661.198.547 | 85.170.302.828 | 623,45 | | | 10,58 | 15,61 |
| Fondtesoros FIAMM | | | | | | | | |
| A. C. Cuenta Fondtesoro | 6.226.559.498 (2) | 1.962.426.271 | 4.264.133.227 | 217,29 | 112.664,97 | 102.918,68 | 9,47 | 13,43 |
| BBV Activos Fondtesoro | 15.475.373.017 | 2.437.081.115 | 13.038.291.902 | 535,00 | 113.889,41 | 104.235,85 | 9,26 | 13,13 |
| Dinermadrid Fondtesoro | 5.944.952.541 (2) | 1.975.367.087 | 3.969.585.454 | 200,95 | 113.390,37 | 103.792,06 | 9,25 | 13,11 |
| Fondeuda Efectivo Fondtesoro | 13.595.404.742 | 4.319.041.222 | 9.276.363.520 | 214,78 | 121.886,48 | 111.439,67 | 9,37 | 13,30 |
| Gaesco Fondo Fondtesoro | 2.660.885.835 | 242.792.359 (*) | 2.418.093.476 | 995,95 | 108.567,26 | 102.473,07 (*) | 5,95 | 11,36 |
| Hispanotesoro Fondtesoro | 4.169.094.347 | 1.706.946.403 | 2.462.147.944 | 144,24 | 225.212,87 | 206.600,87 | 9,01 | 12,77 |
| Iberagentes Dinero | 1.557.122.259 | 1.847.364.435 (*) | (290.242.176) | (15,71) | 101.229,33 | 100.553,16 (*) | 0,67 | 11,76 |
| Merchbanc Fondtesoro | 5.313.248.116 | 1.669.907.000 | 3.643.341.116 | 218,18 | 113.415,91 | 103.925,19 | 9,13 | 12,95 |
| Santander Dinero Fondtesoro | 3.493.182.337 | 1.576.643.851 | 1.916.538.486 | 121,56 | 112.545,58 | 103.238,64 | 9,01 | 12,78 |
| Total FIAMM | 58.435.822.692 | 17.737.569.743 | 40.698.252.949 | 229,45 | | | 9,19 | 13,03 |
| Total Fondtesoros FIM y FIAMM | 157.267.324.067 | 31.398.768.290 | 125.868.555.777 | 400,87 | | | 10,08 | 14,68 |

Notas:

(*) Valores correspondientes al 7 de marzo (Gaesco), 25 junio (Invermadrid), 27 de agosto (Iberagentes) y 18 de julio 1991 (BBV Deuda), fechas de inicio de las actividades de los fondos respecto a las cuales se calculan las variaciones. Estos fondos no se incluyen para el cálculo de las variaciones totales del valor liquidativo y de la rentabilidad anualizada. Las variaciones porcentuales se calculan en función de $(V.F./V.I.-1) \times 100$, siendo V.F. y V.I. los valores finales e iniciales, respectivamente.

(1) Aumento de valor de las participaciones entre las fechas de 31-12-1990 y actual, expresado como Tasa Anual Equivalente. El resultado no prejuzga el que se obtenga en períodos posteriores.

La Rentabilidad Anual Equivalente se calcula en función de $T = [(V.F./V.I.)^{365/n} - 1] \times 100$, donde T es la Rentabilidad Anual Equivalente en tanto por cien y n los días transcurridos. La variación porcentual y la rentabilidad anualizada del total de fondtesoros FIM y FIAMM se obtiene con la media ponderada respecto de los patrimonios.

(2) Este patrimonio corresponde al día anterior.

transcurrido de 1991, en el 14,68 por 100, resultante de un crecimiento del 15,61 por 100 para los FIM y del 13,03 por 100 para los FIAMM. Hay que señalar que estas cifras están significativamente afectadas, dado el corto período de tiempo al que se refieren, por el tratamiento dado al cambio de la fiscalidad de los fondos implantada por la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

A pesar de lo dicho, parece fuera de duda el potencial de crecimiento de estos fondos especializados en deuda del Estado si se tiene en cuenta que en estos momentos el concepto Fondtesoro está a punto de convertirse en la masa de inversión colectiva más importante de España bajo una sola marca, y que el apoyo activo del Tesoro Público mediante la acción publicitaria acaba de iniciarse. Este proceso se acelerará necesariamente en el transcurso del tiempo, a medida que la inversión publicitaria vaya rindiendo sus frutos y que el proceso de señalización adecuada de los puntos de venta se vaya completando conforme a lo previsto en el texto de los convenios. Esta confianza en el potencial de crecimiento es compartida, sin duda, por todos aquellos que en estos momentos han hecho saber a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera su interés por integrarse en el esquema Fondtesoro gestionando uno o más fondos. En esta situación se encuentran un grupo numeroso de sociedades gestoras, con interés en promover una veintena de fondos de una u otra clase.

V. ALGUNAS INTERROGANTES FINALES

Es evidente que no existe «una solución» para los problemas de los mercados de deuda. Por el contrario, se trata de un proceso dinámico en el que las soluciones a aspectos parciales susceptibles de mejora desencadenan una evolución positiva que desarrolla la eficacia del mercado hasta una nueva situación, cuya superación requiere una nueva serie de medidas.

En esta perspectiva, parece claro que tanto las cuentas directas como el esquema Fondtesoro son dos pasos positivos e importantes para la mejora del mercado en su segmento minorista, ampliando las opciones para invertir en deuda; mejorando, en un caso, las condiciones fiscales de la inversión y

su grado de liquidez, abaratando la gestión y facilitando la desintermediación en el otro. Ciertamente que el problema de la transparencia también resulta tangencialmente mejorado, pero requiere unas acciones específicas para que se modifique significativamente la situación actual. Estas acciones estarán integradas, cuando menos, por la creación de un mercado bursátil de deuda anotada y una potenciación de la función de los creadores de mercado en ese segmento, simultaneada por una mejora sustancial de los procedimientos de difusión de precios y rendimientos.

Por otra parte, no cabe pensar que los efectos de todas estas medidas son adiciones netas en su totalidad. Por el contrario, parte de los que produce cada una entraña una merma de los que otra habría terminado por producir. Sin duda, el lanzamiento de los Fondtesoro representa un menor crecimiento de las cuentas directas, ya que aquéllos ofrecen una forma de mantenimiento de la deuda desde los puntos de vista de la liquidez de la inversión y del tratamiento fiscal de sus rendimientos incomparablemente mejor.

Continuando en esta línea, cabe preguntarse cuántos de los fondos invertidos a través de los Fondtesoro son en realidad adiciones netas a la demanda de deuda y cuánto no es más que desviación hacia éstos de demanda que en otro caso también se hubiera encaminado a deuda, si bien a través de otros fondos.

Algunos pueden albergar la duda de si el crecimiento mostrado por los Fondtesoro se va a mantener cuando acabe la actual situación del mercado de renta variable, y de crecida incertidumbre, y aparezcan rendimientos muy favorables para aquélla, por una parte, y, por otra, desaparezca o disminuya la prima de riesgo que en la actual situación se está dispuesto a pagar por activos en los que no exista riesgo de impago.

El tiempo dará respuesta a estos interrogantes, pero, de momento, las perspectivas inclinan a pensar que el efecto conjunto de las medidas ha sido muy positivo para el mercado de deuda, pero cuantitativamente limitado.

NOTAS

- (1) Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio.
- (2) Ley 30/1980, de 21 de junio.