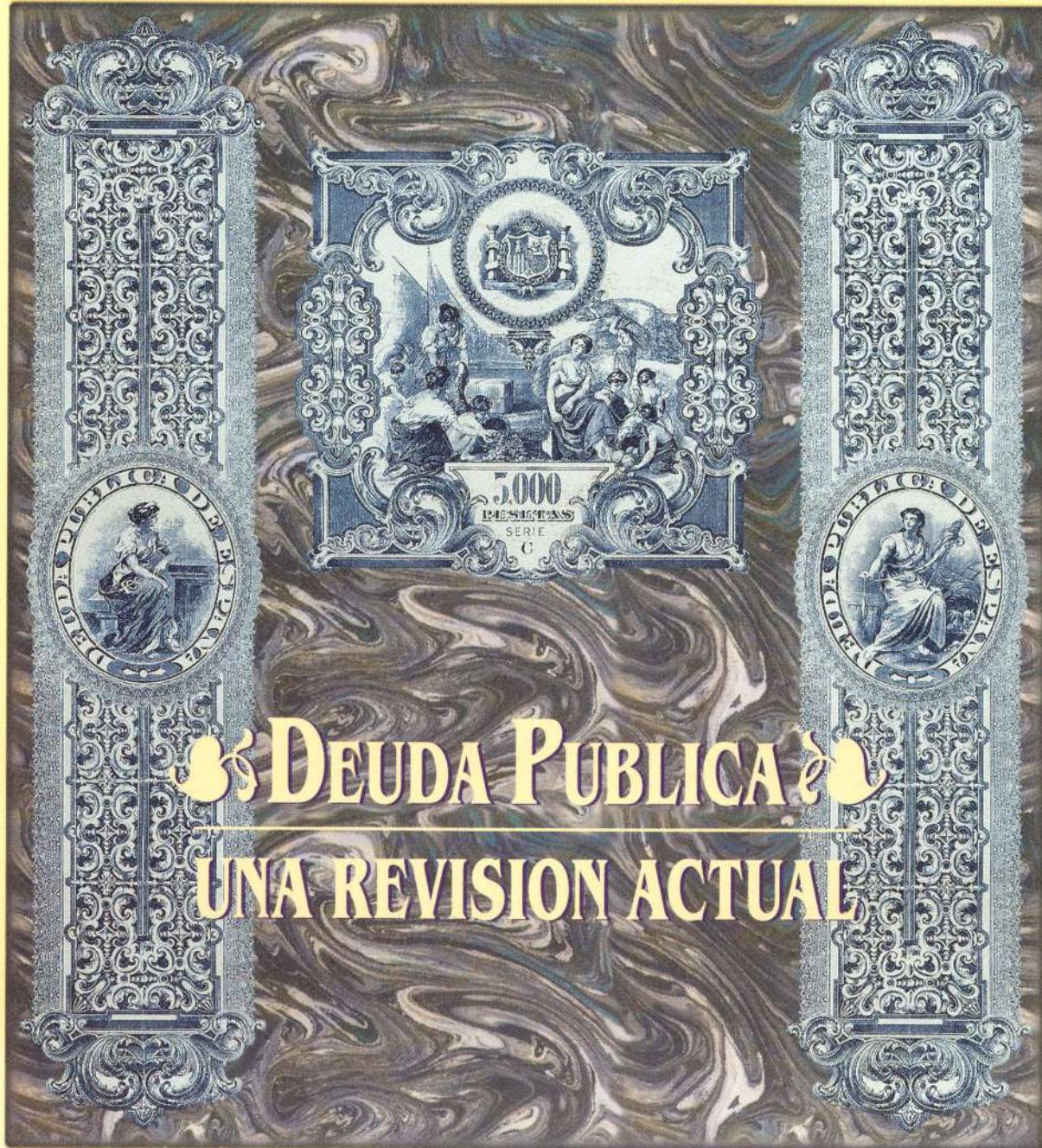


PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL



Deuda Pública UNA REVISIÓN ACTUAL



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, antes «Suplementos sobre el Sistema Financiero» de *Papeles de Economía Española*.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

* * *

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:
Fundación Fondo para la Investigación Económica
y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas
de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.
Teléfonos: 350 44 00/02.

PERSPECTIVAS SISTEMA *del* FINANCIERO

46
—
1994

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA (<i>Presidente</i>)	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA	JESUS MUZAS RUBIO
(<i>Presidente de Honor de la CECA</i>)	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
MARIANO NAVARRO RUBIO	MARTIN OLLER SOLER
(<i>Presidente de Honor de la Fundación FIES</i>)	JOSE ORTEGA GONZALEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	JUAN RAMON QUINTAS SEOANE
LUIS CORONEL DE PALMA	CARLOS VELASCO GARRIDO
FRANCISCO FERNANDEZ-JARDON	ABELINO VILA OTERO

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

CONSEJO DE REDACCION

ENRIQUE FUENTES QUINTANA	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES
(<i>Director</i>)	(<i>Redactor-Jefe</i>)
XAVIER ALKORTA ANDONEGUI	CARMELA MARTIN GONZALEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	FRANCISCO REVILLA IRANZO
CARLOS EGEA KRAUEL	JOSE MANUEL RODRIGUEZ CARRASCO
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	EMILIO TORTOSA COSME
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JUAN ANTONIO MAROTO ACIN	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE VILARASAU SALAT	

Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

Portada

Bravo-Lofish

Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

Imprime

LAXES, S. L. Ediciones
Donoso Cortés, 22. 28015 Madrid

Depósito legal: M. 7.461.—1993
ISSN: 1132-9564

S U M A R I O

Introducción. 5
El mercado de deuda pública en perspectiva histórica. <i>Manuel Conthe Gutiérrez</i> . 8
La política de deuda en 1994. <i>Ignacio Ezquiaga e Inmaculada Gómez</i> . 10
La deuda pública en España: novedades y perspectivas. <i>Ignacio Ezquiaga e Inmaculada Gómez</i> . 14
La crisis de la deuda y la contabilidad de las carteras de las entidades financieras. <i>Ignacio Ezquiaga y Enrique Martín</i> . 51
La nueva era de la deuda pública en España: aspectos jurídicos. <i>Fernando de la Hucha Celador</i> . 66
Los strips de deuda pública. <i>Francisco J. Valero</i> . 109
El problema de la sostenibilidad de la deuda pública. <i>José L. Raymond</i> . 119

APENDICE LEGISLATIVO

Constitución Española, de 27 de diciembre de 1978. Artículos 135 y 157 (<i>BOE</i> de 29 de diciembre). 125
Real Decreto Legislativo 1.091/1988, de 23 de septiembre por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria (<i>BOE</i> de 29 de septiembre. Corrección de errores, <i>BOE</i> de 16 de noviembre. Modificada por Ley 21/1993, de 29 de diciembre, <i>BOE</i> de 30 de diciembre). 125
Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas. Artículos 1-4 y 14 (<i>BOE</i> de 1 de octubre). 129
Ley 39/1988, de 28 de diciembre, reguladora de las Haciendas Locales. Artículos 1, 2 y 49-56 (<i>BOE</i> de 30 de diciembre). 131
Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado (<i>BOE</i> de 14 de abril. Corrección de errores, <i>BOE</i> de 29 de mayo. Modificado por R.D. 1.009/1991, de 21 de junio, <i>BOE</i> de 27 de junio). 133
Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y por la que se delegan determinadas competencias en el Director General del Tesoro y Política Financiera (<i>BOE</i> de 20 de mayo. Modificada por: Orden de 11 de junio de 1987, <i>BOE</i> de 13 de junio; Orden de 31 de julio de 1987, <i>BOE</i> de 5 de agosto; Orden de 22 de enero de 1990, <i>BOE</i> de 25 de enero; Orden de 31 de julio de 1990, <i>BOE</i> de 10 de agosto; Orden de 31 de octubre de 1991, <i>BOE</i> de 8 de noviembre; Orden de 26 de noviembre de 1993, <i>BOE</i> de 2 de diciembre). 138
Resolución de 24 de junio de 1987, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mediante la que se da cumplimiento a lo dispuesto en los artículos 8. ^º y 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987, sobre aplicación del sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado (<i>BOE</i> de 27 de junio). 148
Resolución de 21 de marzo de 1989, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, sobre operaciones a plazo, a futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada (<i>BOE</i> de 28 de marzo). 150
Orden de 7 de julio de 1989, por la que se regulan las denominadas «cuentas financieras» relativas a Deuda del Estado Anotada (<i>BOE</i> de 8 de julio, con las modificaciones introducidas por la Orden de 11 de diciembre de 1989, <i>BOE</i> de 14 de diciembre). 155
Orden de 22 de enero de 1990 sobre cuentas directas en el Banco de España de Deuda del Estado anotada (<i>BOE</i> de 25 de enero). 156
Resolución de 8 de marzo de 1990, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se hace público el Convenio entre el Banco de España y el Estado para las Cuentas Directas de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta (<i>BOE</i> de 17 de marzo). 158

Orden de 7 de junio de 1990, sobre Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado (*BOE* de 13 de junio. Modificada por Orden de 25 de enero de 1994, *BOE* de 28 de enero). **159**

Orden de 24 de julio de 1991, relativa a Entidades Creadoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (*BOE* de 27 de julio). **164**

Real Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente (*BOE* de 9 de agosto). **167**

Orden de 16 de septiembre de 1991 por la que se desarrolla el Real Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones, a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente (*BOE* de 21 de septiembre). **168**

Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 24 de septiembre de 1991 relativa al procedimiento de pago de intereses a no residentes que inviertan en Deuda del Estado Anotada sin mediación de establecimiento permanente (*BOE* de 28 de septiembre y corrección de errores, *BOE* de 11 de octubre). **170**

Orden de 20 de enero de 1993, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1993 y enero de 1994 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera (*BOE* de 23 de enero. Corrección de errores, *BOE* de 3 de marzo. Modificada por Orden de 24 de enero de 1994, *BOE* de 26 de enero). **170**

Orden de 26 de noviembre de 1993, por la que se dispone la representación mediante anotaciones en cuenta de determinadas emisiones de Deuda del Estado y su traspaso al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y se modifican el artículo 8.^º de la Orden de 19 de mayo de 1987 y las fechas de celebración de sorteos de amortización de la Deuda del Estado (*BOE* de 2 de diciembre). **179**

Real Decreto 3/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda Pública durante 1994 (*BOE* de 15 de enero, y corrección de errores, *BOE* de 19 de febrero). **182**

Orden de 24 de enero de 1994, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1994 y enero de 1995 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera (*BOE* de 26 de enero). **184**

Resolución de 26 de enero de 1994, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se disponen determinadas emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para el año 1994 y el mes de enero de 1995 (*BOE* de 27 de enero). **186**

Circular 6/1994, de 26 de septiembre, del Banco de España a entidades de crédito, modificando la Circular 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros. **191**

OPINIONES

«El reto del Mercado de Deuda Pública»

Elena Flor, Jefe de Finanzas y Mercados del periódico *Expansión*. **197**

Juan Antonio Gisbert García. Director General de la Caja de Ahorros del Mediterráneo. **200**

Guillermo Ibáñez Calle. Interventor General de la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK). **203**

Juan José Toribio Dávila. Secretario General Técnico de La Caixa y Presidente de AIAF. **205**

Juan Antonio Ketterer. Subdirector General de MEFF Renta Fija. **208**

Emilio Ontiveros Baeza. Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales. **211**

Raimundo Ortega. Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. **214**

Javier Zoido. Director General de Ahorro Corporación. **217**

GUIAS PARA EL LECTOR

INTRODUCCION

En pocas ocasiones suele coincidir la aparición de un número de una revista con una situación tan complicada como la que, a lo largo del año, ha presentado el mercado de deuda pública. La rapidez con la que se han venido produciendo los diferentes acaecimientos que le han afectado nos ha obligado a un considerable esfuerzo de seguimiento de la actualidad, modificando y corrigiendo una y otra vez los textos enviados a la imprenta con la finalidad de suministrar a nuestros lectores una última información rigurosa y fiable. Resulta, por ello, necesario dar un breve repaso a los hechos que se han producido en los últimos meses y que tan directa influencia tienen sobre la actual situación de los mercados.

El desencadenante de las reacciones que se han producido ha de buscarse en el ligero aumento de los tipos de interés a largo plazo determinado por la Reserva Federal norteamericana a principios del presente año. Este aumento de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos tenía una lógica propia, en el contexto de la coyuntura económica de ese país. Sometida a una fuerte expansión, la economía norteamericana podía verse afectada por tensiones inflacionistas no deseadas y por ello podía resultar una medida preventiva prudente el aumento de los tipos de interés.

Lo que no era tan previsible fue el contagio que esta medida provocó en los mercados europeos, puesto que la situación de partida era completamente distinta. Europa se encontraba en una fase recesiva en la que se habían ido produciendo sucesivas caídas en los tipos de interés. Y, sin embargo, pese a la diversidad de situaciones, el mercado de bonos europeos empieza a registrar tanto una fuerte caída de las cotizaciones como un aumento de los tipos de interés.

Las consecuencias de estos hechos son dos. De una parte, la caída de las cotizaciones de la deuda ha generado pérdidas importantes para las entidades tenedoras de los valores. En este sentido, las entidades de crédito han sufrido en su cuenta de resultados un impacto que, en el caso de España, alcanza unas pérdidas teóricas en el primer semestre de 1994 entre cuatrocientos y quinientos mil

millones de pesetas. La gravedad de la situación ha impulsado al Banco de España a cambiar los criterios de valoración de las carteras en entidades de crédito mediante la oportuna modificación de la Circular 4/1991, mediante la distinción de una cartera de inversiones a vencimiento que no requiere provisiones.

De otra, el aumento de los tipos de interés a largo plazo daña gravemente la política de deuda pública que se había diseñado en los últimos tiempos y que se trataba de implementar en nuestro país. Esta política, consistente en aumentar el plazo de vencimiento de la deuda y presionar a la baja los tipos de interés, se ha visto enfrentada a una dura realidad. El contagio de las alzas no ha sido igual en todos los países europeos. Italia y España, economías más débiles, han visto cómo se ha deteriorado su posición en relación con los países más fuertes. Sus mercados han reaccionado de forma mucho más negativa que en Alemania, cuyo bono a diez años ha tenido un comportamiento más moderado. Pero en España lo que el mercado ha señalado ha sido un aumento de los tipos que revela su desconfianza ante la situación económica. Y el Tesoro ha tenido que reaccionar ante esta ruptura de las circunstancias anteriores apelando al viejo instrumento de la consecución del préstamo por parte de las entidades financieras a interés variable que desahogue la presión del Tesoro sobre el mercado de valores.

Situación dramática porque, además, la deuda pública española ha tenido un crecimiento en los últimos años que no puede ser calificado de otra forma sino de explosivo. De significar un 13 por 100 del PIB en 1975, ha subido hasta el 60 por 100 (26 billones en 1993) y podría alcanzar, como muestra el profesor **Raymond** en el trabajo que se incluye en este número, hasta un 85 por 100 en el año 2000. El primer significado de estos datos es que España deja, así, de cumplir los requisitos que el Tratado de la Unión Europea exige para poder integrarse plenamente en la unión monetaria, uno de los cuales es, como resulta bien conocido, que la proporción entre la deuda pública y el producto interior bruto a precios de mercado no exceda del 60 por 100.

Este espectacular crecimiento de la deuda pública española viene, además, acompañado de algunas notas que lo caracterizan.

En primer lugar, el importante porcentaje de tenedores de deuda no residentes. El Gobernador del Banco de España señalaba en su intervención en las XXI Jornadas del Mercado Monetario unas tenencias en manos de no residentes del orden del 30 por 100 de la deuda en circulación. En un mundo financiero marcado por la internacionalización este dato no tiene por qué suponer una preocupación especial, pues lo mismo que los no residentes adquieran deuda española, los españoles podemos acudir a otros mercados para realizar nuestras inversiones financieras. Pero esta afirmación ocultaría que esta situación se corresponde con una falta de ahorro interno que es lo que obliga a acudir al exterior para que el sector público financie sus necesidades. Y si España tiene que atraer al ahorro foráneo sólo puede hacerlo ofreciendo mejores condiciones de precio y rentabilidad.

Los apuros del Tesoro, como ponen de manifiesto quienes han aportado sus opiniones a este número, impiden, por otra parte, plantear una equiparación entre residentes y no residentes en cuanto al trato fiscal que se da a los rendimientos de la deuda, que resulta obviamente desequilibrado en favor de los no residentes.

La segunda nota que caracteriza el crecimiento de nuestra deuda es que nos ha obligado a hacer de la necesidad virtud y hemos debido articular y organizar un mercado de deuda que cubre holgadamente cuantos requisitos de profundidad y transparencia quieran exigirse. Es esta también una opinión común de cuantos se acercan al conocimiento de nuestra deuda. Y ha tenido que ser el sector público —más concretamente el Tesoro y el Banco de España— quienes hayan actuado como motores en la impulsión ordenada de este mercado para que pudiera colocarse y negociarse el importante volumen de deuda que reclamó y reclama la financiación del déficit público.

Y es justamente el amplio desarrollo de los mercados de deuda pública lo que permite e impulsa a solicitar el mantenimiento de constantes mejoras en su desenvolvimiento. La posibilidad de *strips* de deuda —desglose de los pagos por intereses o por capital mediante la articulación de valores independientes— en forma de bonos cupón cero podría ser un elemento adicional de flexibilización que contribuya, como lo ha hecho en Estados Unidos o en Francia, al perfeccionamiento del mercado.

Pero, como advertíamos al principio, este número de PERSPECTIVAS no renuncia a contemplar otros aspectos de la Deuda que son, asimismo, merecedores de atención. Nos referimos al análisis del ordenamiento jurídico que la regula.

Y en este aspecto, lo primero que llama la aten-

ción es el escaso tratamiento doctrinal que ha tenido el régimen jurídico de la deuda. Pueden contarse con los dedos de la mano los trabajos que a ello se han dedicado. Y, sin embargo, no son pocos los problemas que plantea desde este punto de vista.

Como tantas veces ocurre, en el fondo hay una cuestión básica —y difícil de resolver: si la deuda ha de someterse al principio de legalidad (esto es, a que su regulación se realice mediante ley) ¿cómo habrá de interpretarse y aplicarse este principio para que no suponga un entorpecimiento grave a la fijación de las condiciones generales del empréstito público? La ley es un instrumento lento para regular cómo puede contraerse un empréstito en mercados que se mueven a gran velocidad, en cuanto a la variación de las condiciones en que han de fijarse los intereses u otras remuneraciones del préstamo. Conciliar el sometimiento al principio de legalidad con estas variables condiciones económicas es uno de los graves problemas que tiene planteado nuestro ordenamiento. Pero no es este el único problema. En los momentos actuales deben destacarse otras dos cuestiones: la aplicación de las normas constitucionales a las comunidades autónomas y el régimen fiscal de la Deuda.

La primera de ellas es fácil de formular y difícil de resolver. El artículo 135 de la Constitución establece que «El Gobierno habrá de estar autorizado por ley para emitir Deuda Pública o contraer crédito», y que «los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda Pública del Estado se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de los presupuestos y no podrán ser objeto de enmiendas o modificación, mientras se ajusten a las condiciones de la ley de emisión».

Estas normas, cuyo carácter claramente garantista, para los inversores particulares en deuda, no es necesario subrayar, se han venido entendiendo como principios básicos aplicables no sólo a la Deuda del Estado, sino también a la de las comunidades autónomas. Pero la muy reciente sentencia del Tribunal Constitucional núm. 116/1994, de 18 de abril de 1994, al resolver un problema materialmente distinto pero formalmente muy similar (la aplicabilidad de las normas constitucionales que fijan limitaciones a las reglas que pueden contener las leyes de presupuestos en materia tributaria) da pie para mantener un criterio distinto, con lo que la unidad del régimen jurídico de la Deuda podría resultar quebrantada.

La segunda cuestión que ha de ser subrayada es el régimen fiscal de la Deuda. Y ello por dos razones. La primera es una razón de justicia y, al tiempo, de eficacia. El régimen de exención de que gozan los no residentes establece una irritante desigualdad con quienes residen en el territorio y propicia todo tipo de maniobras fraudulentas para acceder por caminos laterales a esa exención, mediante entidades instrumentales que sirvan de trampolín

para conseguir la exención. En segundo lugar, desde el punto de vista de la eficiencia, una vez más ha de invocarse la necesidad ineludible de armonizar el tratamiento fiscal de los rendimientos del capital mobiliario en el entorno de plena libertad de movimiento de los capitales en el que hoy nos movemos.

Hay otra cuestión que suscita el profesor **De la Hucha** que merece comentario. Determinados instrumentos de la Deuda (las Letras del Tesoro, concretamente) han venido gozando de exención de la obligación de retener dada su utilización al servicio de la política monetaria. El fundamento de esta exención viene dado por el artículo 8 de la Ley 14/1985, de régimen fiscal de determinados activos financieros, que excluye de la obligación de retención los rendimientos de los títulos emitidos por el Tesoro o por el Banco de España que constituyan instrumento regulador de intervención en el mercado monetario, así como los rendimientos de los Pagarés del Tesoro. Hasta la modificación de la Ley Presupuestaria que entró en vigor en 1994, la referencia que contiene el artículo 101-9 a las «necesidades de política monetaria» establece una correlación técnica entre ambas normas. Pero esa correlación ha desaparecido al derogarse la referencia que contenía el artículo 101-9 a estas «necesidades de política monetaria». El problema que puede plantearse, al menos formalmente, es el de

determinar en qué casos se cubren los requisitos del artículo 8 de la Ley 14/1985.

Especial agradecimiento debemos tributar en este número a quienes han acudido a dar su opinión en las páginas coordinadas por **Elena Flor, Juan Antonio Gisbert, Guillermo Ibáñez, Juan José Toribio, Juan Antonio Ketterer, Emilio Ontiveros y Raimundo Ortega**, no sólo cumplieron en plazo nuestros premiosos requerimientos, sino que, además, llevaron al límite su paciencia dando nuevamente su opinión sobre las nuevas cuestiones que el final del verano aportó a la situación de los mercados.

Por último, en el apéndice legislativo hemos procurado seleccionar las disposiciones más importantes que regulan la deuda en nuestro país.

En esta breve introducción hemos tratado de seleccionar algunas cuestiones que, tratadas en las páginas que siguen, nos han parecido especialmente importantes para que puedan servir de guía al lector que, amablemente, decida adentrarse en los problemas que aquí se tratan, pero somos, asimismo, muy conscientes de que el tema queda abierto y requerirá nuevas reflexiones cuando los mercados se serenén y sea posible determinar en qué situación queda la financiación del déficit público español, tan fuertemente condicionada por la dura normativa del Tratado de la Unión Europea y un crecimiento del gasto público que no acaba de ser domeñado.

EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN PERSPECTIVA HISTORICA

Manuel Conthe Gutiérrez

A lo largo de la última década, el mercado español de la deuda pública ha estado en vanguardia del proceso de modernización y mejora experimentado por el sistema financiero. En ese proceso han tenido un papel destacado, además del Tesoro Público y el Banco de España, todas las instituciones y entidades financieras, privadas y públicas, nacionales y extranjeras, que en él participan. Las mejoras introducidas se refieren a un amplio elenco de materias, algunas de las cuales, abordadas con más profundidad y rigor en los artículos de este mismo número, se glosan parcialmente a continuación.

LA ADECUADA ORGANIZACION TECNICA E INSTITUCIONAL DEL MERCADO

El mercado de la deuda pública experimentó una mejora fundamental cuando, en abril de 1987, se creó la Central de Anotaciones del Banco de España. Ese cambio decisivo, refrendado en la Ley de Mercado de Valores de 1988, hizo del Banco de España una pieza clave en la organización del mercado. Otras piezas esenciales del mercado han sido las entidades gestoras y, dentro de ellas, las entidades «creadoras de mercado», cuya doble relación con el Banco de España, de una parte, y el Tesoro, de otra, fue objeto de regulación expresa en 1991. La aparición de los llamados *brokers* del mercado monetario y la organización del mercado «ciego» constituyeron, igualmente, importantes hitos. El inicio en 1989 de un mercado de derivados sobre deuda del Estado, asentado hoy en día en Barcelona, en el mercado de MEFF, Renta Fija, constituyó otro episodio esencial.

En el mercado primario, se estableció gradualmente para todos los instrumentos un sistema de emisión mediante subastas regulares, a las que se dio acceso a todos los participantes en el mercado (lo que llevó, lógicamente, a que en 1990 se suprimieran las comisiones de colocación). Desde 1988 se siguió una técnica de agregación de emisiones fungibles, de manera que acabe siendo cuantioso el importe de cada valor concreto en circulación. Se han celebrado periódicamente canjes de valores

antiguos por otros nuevos, permitiendo a los inversores sustituir valores poco líquidos de escasa vida residual. Se redujo el intervalo entre la presentación de peticiones en las subastas y la resolución de éstas, a fin de reducir el riesgo de interés para quienes concurrían a ellas. Se reguló el régimen de las «segundas vueltas» en las subastas, si bien se ha mantenido como cosa excepcional, limitada a las Letras del Tesoro a corto plazo, la fijación de objetivos de colocación vinculantes.

LA ADAPTACION Y AMPLIACION DE LA GAMA DE VALORES

La gama de valores emitidos por el Tesoro ha sufrido una notable evolución, que ha afectado tanto a la forma de representación de los valores como a su régimen fiscal, plazo de amortización y demás características financieras.

Así, en 1987 se inició la representación de los nuevos valores mediante anotaciones en cuenta, al tiempo que, en atención a los cambios experimentados en la legislación fiscal, se dejó de emitir la llamada «deuda desgravable». Los pagarés del Tesoro, a los que en 1985 la Ley de Activos Financieros reconoció, prácticamente en exclusiva, un singular régimen de opacidad fiscal, fueron perdiendo importancia hasta que fueron sustituidos, en 1991, por la deuda especial, prevista como forma de regularización tributaria por la nueva Ley del IRPF.

Nacerían, así, en 1987, las letras del Tesoro, concebidas desde 1985 como el instrumento de mercado monetario llamado a cubrir el hueco que dejaron los pagarés del Tesoro cuando se configuraron como instrumento especial para los defraudadores de impuestos y la cobertura del coeficiente obligatorio de inversión. Las letras, emitidas por el Tesoro a un año, fueron también suministradas al mercado a tres meses gracias a las subastas de cesiones temporales del Banco de España, sustituidas desde 1991 por la emisión, directamente por el propio Tesoro, de letras a tres y seis meses.

En los bonos y obligaciones del Estado, el Teso-

ro buscó un alargamiento gradual de los plazos de emisión, apoyado inicialmente en la emisión de valores a tipo de interés variable y en la concesión a los inversores de una opción de amortización anticipada. Las entidades financieras adquirentes de valores sufrieron un grave revés con ocasión del acusado aumento de rentabilidades de 1987, lo que privó al mercado de gran actividad hasta que, en septiembre de 1991, se estableció el régimen especial de devolución de retenciones a los no residentes. La llegada masiva de los inversores extranjeros al mercado español de bonos y obligaciones fue un factor esencial de su posterior desarrollo, al que acompañó un significativo descenso de rentabilidades y gran alargamiento de plazos, que culminó a finales de 1993 con la emisión de obligaciones a 15 años. Al mismo tiempo, esa creciente internacionalización del mercado español de deuda lo hizo más dependiente de la coyuntura financiera internacional y de los avatares del Sistema Monetario Europeo (SME), como quedó de manifiesto a partir de junio de 1992, tras el resultado negativo del referéndum danés sobre el Tratado de Maastricht.

La diferencia de régimen fiscal entre inversores residentes y no residentes propició, por otro lado, una amplia actividad de «lavado de cupón», que ya desde 1991 la legislación procuró atajar mediante reglas especiales. Por otro lado, la inadecuación para los valores al descuento a largo plazo del régimen tributario establecido en 1985 desaconsejó al Tesoro la introducción de la técnica de la «separación» de cupones y principal de las obligaciones (*stripping*), estudiada, sin embargo, intensamente durante los últimos años.

LA MEJORA DE LOS CANALES DE DISTRIBUCIÓN

Con ánimo de acercar los rendimientos satisfechos por el Tesoro a los percibidos por los inversores, se pusieron en marcha en los últimos años tres medidas: en 1990, se crearon las «cuentas directas» de deuda en el Banco de España; en ese mismo año se crearon también los «Fondtesoro», fondos de inversión especializados en deuda del Estado; finalmente, en 1992 se puso en marcha en la Bolsa un mercado electrónico que, limitado inicialmente a los bonos y obligaciones, se amplió más tarde a las letras del Tesoro.

En lo relativo a la colocación de deuda a través de entidades gestoras, se estimuló la competencia a través de la publicidad de las comisiones y de las rentabilidades aplicadas por algunas entidades en operaciones al por menor. Se amplió, asimismo, el número de entidades gestoras mediante la figura de las entidades de capacidad restringida. Finalmente, en fecha reciente, se han introducido medidas para evitar que la eventual situación concursal de una

entidad financiera pueda perturbar su actuación como entidad gestora.

LA ESTABILIDAD EN LOS OBJETIVOS DE FINANCIACIÓN DEL TESORO

Durante los últimos años el Tesoro ha procurado orientar su política de financiación de acuerdo con ciertos objetivos básicos, que cabe resumir así:

- 1) Adaptarse a la prohibición absoluta de financiación del Banco de España, consagrada en el artículo 104 del Tratado de la Unión Europea.
- 2) Mejorar la estructura de vencimientos de la deuda, alargando gradualmente su vida media y, por consiguiente, evitando su excesiva concentración en el corto plazo.
- 3) Evitar, no obstante, una consolidación excesiva y prematura de los plazos de emisión, que hubiera impedido al Estado beneficiarse de los descensos en los tipos de interés producidos con posterioridad (por ejemplo, a lo largo de 1993).

4) Favorecer, en la medida de sus posibilidades, una reducción gradual y monótona de los tipos de interés a largo plazo, sin «dientes de sierra», de manera que no se produzcan inesperadas minusvalías para los inversores en deuda a largo plazo (por ejemplo, fondos de inversión) y exista siempre suficiente demanda para las emisiones del Tesoro a largo plazo.

Los objetivos enunciados han resultado, a veces, difíciles de conciliar entre sí (ejemplo recurrente de conflicto ha sido el existente entre el objetivo de alargar la vida media de la deuda y el de evitar una consolidación de tipos de interés a largo plazo excesivamente elevados); en ocasiones, debido en gran medida a la creciente internacionalización de los mercados y al consiguiente influjo de las tendencias en los mercados financieros internacionales y en el mercado de divisas, algunos objetivos han quedado reducidos a piadosos deseos del Tesoro, incompatibles con el derrotero que tomaban los mercados financieros.

De esta exposición telegráfica e incompleta de cambios puede, sin embargo, deducirse que en los últimos años el mercado de la deuda pública ha experimentado profundas mejoras organizativas, al tiempo que reflejaba los avatares de la economía española y de los mercados financieros internacionales.

El mercado español de la deuda pública ha sido, pues, rememorando al filósofo griego, una especie de río cuyas aguas estaban en permanente cambio: poco tiene que ver su situación actual con la de hace una década. Pero, por muchos esfuerzos que todos hagamos por mejorar las aguas del río, resulta también preciso que el Estado, acometiendo un riguroso programa plurianual de reducción del déficit presupuestario, evite al Tesoro tener que bajar a bañarse tan a menudo.

LA POLITICA DE DEUDA EN 1994

Ignacio Ezquiaga
Inmaculada Gómez

INTRODUCCION

La inestabilidad que ha dominado los mercados internacionales de deuda durante el presente año —y con especial virulencia a los «periféricos», como el español—, y la convivencia de este panorama, por primera vez en 1994, con un nuevo marco de relaciones del Tesoro con el banco central, en lo que a prohibición de financiación monetaria y/o privilegiada del déficit público se refiere, hace relevante efectuar un breve análisis de las alternativas a que está recurriendo el Tesoro para cubrir la financiación de su necesidad de endeudamiento en el presente ejercicio. Hasta el pasado año, la única limitación legal a la financiación del Tesoro a través del recurso al Banco de España venía establecida en la Ley 4/1990, de Presupuestos Generales del Estado para dicho año, que estableció la prohibición de que el recurso del Tesoro al Banco de España a 31 de diciembre superara el registrado a final de 1989, es decir, 1.156 m.m. de pesetas.

Dicha limitación sólo se hacía específicamente efectiva a final de cada año, lo que permitía acceder a recursos del Banco de España a lo largo del año. Ello permitía al Tesoro disponer de un cómodo y privilegiado colchón para sobrevolar situaciones delicadas en los mercados financieros, que pudieran hacer peligrar la cobertura de sus vencimientos de deuda o de sus necesidades de endeudamiento. Esta situación era incompatible con la necesaria autonomía del Banco de España y con la regla subyacente en el Tratado de Maastricht de *no bail-out*. Así, las autoridades, conscientes de ello, introdujeron una regla más estricta desde 1994: ningún pasivo frente al Banco de España adicional a los 1.917 m.m. de crédito singular consolidado al final de 1993, en ningún momento del ejercicio.

LAS CAUTELAS DE 1993

Durante 1993, el Tesoro, previendo el cambio radical que supondría en su política de deuda el no disponer de esta «holgura de financiación moneta-

ria de su endeudamiento», efectuó, en el propicio contexto de descensos de tipos del pasado año, una política de emisión que le permitiera iniciar 1994 habiendo acumulado un margen positivo razonable en el Banco de España. El acceso a los mercados de deuda pública en 1993 —con una emisión neta de 6,1 billones, superior a su necesidad de endeudamiento— le permitió acumular una posición acreedora en el Banco de España, que, unida al crédito singular consolidado a final de 1993, le ha conducido a iniciar el año con un margen financiero disponible elevado de 3.201 m.m. Junto a este elemento positivo para abordar la «nueva era» de ortodoxia en la financiación del Tesoro, se sumó la articulación en el verano de una línea de 5.000 millones de ecus (unos 800 m.m. de pesetas).

Todas las precauciones de 1993 han resultado pocas. En 1994, las necesidades de endeudamiento neto, según la previsión oficial de los Presupuestos, ascienden a 4.031 m.m., aunque son algo más elevadas según nuestras estimaciones, en torno a unos 4.325 m.m. Por su parte, los vencimientos brutos de deuda para el presente año se elevan a 11.005,9 m.m., frente a 11.557,9, que vencieron en 1993. Ello supone que si en el transcurso de este ejercicio el Tesoro quisiera mantener intacto el margen financiero que acumuló en 1993, y no recurrir a la utilización de las líneas alternativas abiertas a la financiación a la deuda en pesetas, habría sido necesaria una emisión bruta de 15 billones de deuda en pesetas. La dinámica de ascenso de las rentabilidades que se ha producido desde prácticamente el inicio del año, ha imposibilitado la continuación de la política de financiación del Tesoro en 1993, y ha requerido no sólo recurrir a las líneas de financiación que preparó el Tesoro en 1993 —margen en el Banco de España y línea de crédito multidiaria—, sino articular en el presente año otros instrumentos.

LA FINANCIACION EN 1994

En lo transcurrido de 1994, el balance de la emisión neta de deuda en pesetas está siendo clara-

mente negativo: frente a unos vencimientos efectivos hasta julio de 6.247,7 m.m., la emisión bruta sólo ha ascendido a unos 6.355,4 m.m., con lo que la financiación neta de deuda en pesetas ha ascendido únicamente a 100 m.m. Han sido, de una parte, la utilización del margen acumulado por el Tesoro en el Banco de España —en 1.736,8 m.m. según cifras oficiales hasta junio— y, de otra, en menor medida, la realización de emisiones de deuda en divisas (144 m.m. del contravalor en pesetas de eurofrancos, en junio, y unos 190 m.m. de euroyenes, en julio y la utilización de unos 190 m.m. de la línea de crédito en ecus) las vías que le han permitido al Tesoro cubrir su necesidad de endeudamiento. Dada la atonía de los mercados de deuda, incluso la simple renovación de los vencimientos de deuda está revelándose complicada. Ello ha impulsado al Tesoro a reanudar las emisiones de letras a seis meses, rompiendo transitoriamente la tendencia, conseguida en los últimos años, de alargamiento de la vida media de su deuda.

MALOS TIEMPOS, VIEJOS INSTRUMENTOS

Nuestra proyección de la situación financiera del

Tesoro para lo que queda de año tiene en cuenta que las necesidades de endeudamiento se elevarán a unos 2,55 billones de pesetas a partir de agosto, que quedan pendientes unos vencimientos de 4,76 billones a partir de ese mes, y que el margen del Tesoro en el Banco de España disponible a esta fecha (en torno a 2 billones a inicios de agosto) es escaso para cubrir la necesidad de endeudamiento del Tesoro, lo que pone de manifiesto una situación delicada, en la que aquél precisará renovar prácticamente todo lo pendiente de amortización.

En este contexto, el Tesoro está realizando una estrategia de diversificación de sus líneas de financiación, cuando menos, oportuna. En primer lugar, en julio ha contratado una línea de papel comercial, con un límite máximo de 2.000 millones de dólares (unos 260 m.m. de pesetas) y con un período de vigencia de diez años y, asimismo en septiembre ha concertado una segunda línea de crédito por 6.000 millones de ecus por un período de cinco años. Más novedosa —por cuanto introduce, después de muchos años, otra vez la figura crediticia en el endeudamiento público— fue la convocatoria, para el 2 de agosto, de una subasta de préstamo a tres años por importe de 500 m.m. de pesetas, amortizables en agosto de 1997, a la que podían acudir

CUADRO NUM. 1

VARIACIONES NETAS MENSUALES Y ACUMULADAS DE LOS PRINCIPALES PASIVOS FINANCIEROS DEL ESTADO EN 1994 (Según efectivos en m.m.)

	Deuda en pesetas a corto plazo							Deuda en pesetas a medio y largo plazo			Cuenta del Estado en el B.E. (*)	Emisión bruta moneda extranjera			Promemoria
	Letras a 1 año	Letras a 6 meses	Letras a 3 meses	Total	Bonos	Oblig.	Total	Total deuda en ptas.	Deuda en divisas	Créditos en ecus		Deuda en divisas	Créditos en ecus		
Enero	- 467,5	—	—	- 467,5	583,5	371,2	954,7	487,2	238,0	—	—	—	—		
Febrero	- 257,0	—	—	- 257,0	369,1	678,2	1.047,3	790,3	994,6	—	—	—	—		
Marzo	- 57,8	—	—	- 57,8	- 807,0	- 112,7	- 919,7	- 977,5	- 1.853,8	—	—	—	—		
Abril	- 257,2	—	—	- 257,2	- 7,1	—	- 7,1	- 264,3	- 270,2	—	—	—	—		
Mayo	217,8	—	—	217,8	21,9	4,0	26,0	243,7	- 411,0	—	39,6	39,6	39,6		
Junio	- 263,6	—	—	- 263,6	84,9	—	84,9	- 178,6	- 434,4	144,0	—	144,0	144,0		
Julio (**)	- 489,9	914,4	—	424,5	- 416,3	3,8	- 412,6	11,9	600,0	190,0	158,0	348,0	348,0		
Agosto	- 912,5	—	—	- 912,5	- 139,2	- 245,0	- 384,2	- 1.296,7	—	—	—	—	—		
Septiembre	- 1.013,8	—	—	- 1.013,8	- 0,5	—	- 0,5	- 1.014,3	—	—	—	—	—		
Octubre	- 961,2	—	—	- 961,2	- 0,4	—	- 0,4	- 961,6	—	—	—	—	—		
Noviembre	- 826,0	—	—	- 826,0	- 0,9	—	- 0,9	- 826,9	—	—	—	—	—		
Diciembre	- 652,2	—	—	- 652,2	- 11,5	—	- 11,5	- 663,7	—	—	—	—	—		
ENE-JUL (1).....	- 1.575,2	914,4	—	- 660,8	- 171,0	944,5	773,5	112,7	- 1.136,8	334,0	197,6	531,6	531,6		
Vencimientos AGO-DIC (2)	- 4.365,8	0,0	0,0	- 4.365,8	- 152,5	- 245,0	- 397,5	- 4.763,3	—	—	—	—	—		
1993 (1 + 2) (***) .	- 5.941,0	914,4	0,0	- 5.026,6	- 323,5	699,5	376,0	- 4.650,6	- 1.136,8	—	—	—	—		

(*) Un signo (+) significa aumento posición acreedora del Tesoro en el B.E.

(**) En julio incluimos la hipótesis de renovación del 100 por 100 vencimientos de letras a un año.

(***) Emisión bruta en lo que resta de año necesaria para cubrir los vencimientos del conjunto del ejercicio.

Nota: Estimamos el margen financiero en el Banco de España a final de julio en 2,0 billones, teniendo en cuenta su valor de 3,2 billones en diciembre de 1993 y la utilización en los siete primeros meses de 1994 en 1,14 billones.

Fuente: Analistas Financieros Internacionales (AFI).

las cajas, los bancos y las compañías aseguradoras. Dicha subasta se instrumentó en dos tramos: a tipo variable el primero (con peticiones un día previo, el día 1 de agosto) y a tipo fijo el segundo (con peticiones el mismo día de la resolución). Las peticiones mínimas ascendían a 100 millones de pesetas, siendo al día siguiente de su resolución la formalización y desembolso de las subastas.

El tramo de préstamo a interés variable (pagadero semestralmente) estaba referenciado al tipo medio de liquidación para FRA a seis meses, que gestiona y publica el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, consistiendo las subastas en pujas con diferenciales positivos o negativos respecto a dicha referencia. Esta referencia se obtiene por el Servicio como media de la cotización comprometida de diez entidades para depósitos interbancarios en cada plazo, y sirve de referencia para todos los FRA liquidados y compensados a través del Servicio Telefónico.

En nuestra opinión, el impacto de este préstamo fue favorable para los mercados y para la financiación pública. En primer lugar, porque conectaba perfectamente con las aspiraciones de las entidades de crédito que veían atractivos los tipos, pero que no se decidían a adquirir carteras de renta fija por temor al riesgo de minusvalías latentes que la contabilidad existente obligaba a provisionar.

La regulación contable de las entidades de crédito existente hasta el 27 de septiembre desencadenó, efectivamente, una gran presión negativa sobre el mercado de valores: procesos de afloración de plusvalías latentes acumuladas mediante ventas de carteras históricas y decisiones vendedoras de valores con pérdidas, marcadas por el temor, a corto plazo, de eventuales efectos adicionales de las minusvalías dotadas de las carteras sobre la cuenta de resultados o sobre los recursos propios. Esta negativa respuesta ha neutralizado, durante la crisis, el desarrollo de estrategias basadas en el aprovechamiento de la intensa pendiente de la curva: *en una crisis de los mercados de bonos, cuando el riesgo de minusvalía es elevado a corto plazo y la curva adquiere pendiente positiva, las entidades de crédito deberían jugar un papel amortiguador, al poder financiar sus posiciones en valores a medio o largo plazo en el extremo corto de la curva, con expectativas de beneficio.*

La no contemplación por la circular 4/91 de una cartera sin riesgo de mercado, con valores mantenidos hasta vencimiento, y financiada con pasivos permanentes y de coste fijo —la que la directiva comunitaria correspondiente llama la cartera de inmovilizaciones financieras— impedía, por sus efectos en la actitud de las entidades, el ejercicio de esta función hasta que desaparecieran los peligros de corto plazo.

En segundo lugar, dicha operación crediticia ofre-

CUADRO NUM. 2
PROYECCIÓN SITUACIÓN FINANCIERA
DEL TESORO EN 1994
(Billones de pesetas)

	Agosto-diciembre	
	H1	H2
Necesidad endeudamiento Estado	2,55	2,55
Amortizaciones	4,76	4,76
Consumo de margen financiero en B.E.	2,00	0,00
Financiación en divisas	1,02	1,02
Préstamo en pesetas	0,50	0,50
Necesidad emisión bruta pesetas	3,79	5,79
Necesidad emisión neta pesetas	– 0,97	1,03

Nota: H1 supone consumo de la totalidad del margen del Tesoro en el Banco de España estimado a inicios de agosto en 2,0 billones.

Fuente: AFI.

cía unos rendimientos a las entidades prestamistas *exentos de retención fiscal*, lo que incorporaba un atractivo adicional respecto a los bonos de plazo similar. En definitiva, el préstamo fue una figura adecuada como respuesta a la situación creada por la crisis de la deuda en un mercado como el español, aquejado de una débil demanda finalista interior, en el que la demanda de las entidades de crédito es básica.

Un elemento negativo de dichos préstamos, desde el punto de vista de las entidades financieras, era su no negociabilidad. No obstante, este inconveniente podía ser subsanado por la posibilidad de efectuar transferencias de activos o cesiones por la vía de la figura de las «participaciones», que pueden ser aceptadas por reconocimiento expreso del Tesoro. En definitiva, consideramos que esta figura, además de permitir un desahogo financiero al Tesoro, presentó la gran virtud de permitir canalizar liquidez del sistema financiero a través de una vía que no suponía, en un contexto de alta volatilidad en los mercados, un riesgo de deterioro directo de sus cuentas resultados.

El préstamo a tres años se configuró así como la alternativa del Tesoro ante la falta de adecuación de la circular 4/91 a la inexistencia de una cartera de inmovilizaciones financieras. Se trata de una vía que ha sido utilizada también por varias comunidades autónomas en los últimos meses. Sin embargo, el resultado de la subasta fue más negativo de lo que cabía esperar. Por una parte, las peticiones manifestaron preferencia por el tramo variable, en lugar del tramo fijo, que era el que considerábamos se podía ver beneficiado por la no contemplación en la regulación contable entonces existente de una cartera de deuda a vencimiento.

En segundo lugar, las peticiones fueron escasamente conservadoras dado que en el tramo variable la mayor parte de las peticiones contenía primas positivas sobre el tipo de liquidación de los FRAS y en el tramo fijo se exigieron niveles superiores al secundario.

El contexto que propició la convocatoria de estos préstamos, ha llevado al Banco de España a proponer finalmente en septiembre una relativamente equilibrada reforma de la normativa sobre contabili-

zación de la cartera de deuda, a la que se refiere específicamente otro artículo de este volumen. En definitiva, puede decirse que el Tesoro ha hecho un importante esfuerzo de aceptación de las cada vez más duras condiciones de los mercados, al tiempo que ha hecho hincapié —en un contexto de alto riesgo de precio para los inversores— en fórmulas de financiación crediticias, frente a la emisión de valores. Además, en ésta ha acortado sustancialmente los plazos. Malos tiempos, viejos instrumentos.

LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA: NOVEDADES Y PERSPECTIVAS

Ignacio Ezquiaga
Inmaculada Gómez

INTRODUCCION

Las necesidades de financiación de las administraciones públicas españolas han experimentado una evolución muy cambiante desde el año 1976, pero bajo una misma característica: un peso creciente de la deuda pública en la economía. El endeudamiento público se encontraba en una situación de práctico equilibrio a mediados de los años setenta, coincidiendo con el final de un ciclo de crecimiento económico. A partir de entonces, las condiciones adversas del ciclo y el carácter expansivo que, en aquel momento de transición democrática y explosión social, adoptó la política fiscal determinaron un deterioro muy considerable de las cuentas públicas, que alcanzó su máximo en 1985, año en el que este desequilibrio llegó a representar un 7,0 por 100 del PIB. A partir de esa fecha, el apoyo favorable del ciclo económico expansivo permitió reducir el endeudamiento público hasta un 2,8 por 100 del PIB en 1989. Se perdió en ese período una oportunidad histórica para alcanzar un mayor grado de saneamiento financiero en años de crecimiento económico: la política fiscal adoptó un signo netamente expansivo entre 1988 y 1989.

Tras el agotamiento de este ciclo de crecimiento, se ha apreciado de nuevo una ampliación sustancial del déficit de las administraciones públicas —en esta última etapa con un significativo peso de las administraciones territoriales—, de forma que éste ha llegado a representar un 7,3 por 100 del PIB en 1993. Este deterioro ha estado justificado principalmente por el efecto automático sobre ingresos y gastos de las condiciones del ciclo, puesto que el impulso fiscal —a diferencia de lo que sucedió en la crisis económica de final de los setenta— está siendo profundamente restrictivo. Es decir, el deterioro de las finanzas públicas a que están conduciendo los estabilizadores automáticos, en este contexto recesivo, es tan importante que la normalización de la situación fiscal está exigiendo a las administraciones orientaciones contractivas en el componente estructural de sus políticas fiscales.

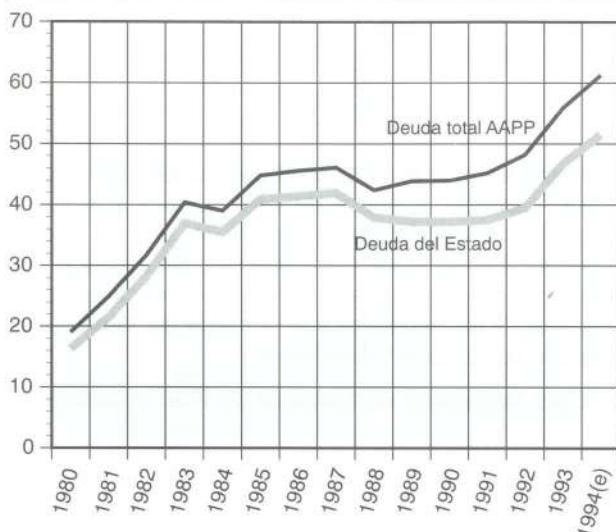
En este contexto, el saldo vivo de la deuda pública —que comprende aquí la del Estado, los orga-

nismos de la Administración central, la seguridad social y las administraciones autonómicas y locales— ha pasado de significar un 19 por 100 del PIB en 1976, a alcanzar un 44,8 por 100 en 1985, y un 55,9 por 100 en 1993. El crecimiento de esta *ratio* se estabilizó entre 1985 y 1989 (en torno al 44 por 100) en paralelo a un avance importante en la reducción del déficit —y, en concreto, en el déficit primario (sin intereses de la deuda), que estuvo reduciéndose sistemáticamente entre 1982 y 1989— y al fuerte crecimiento real del PIB. A partir de ese año, de nuevo el saldo vivo de la deuda pública ha experimentado un ascenso por el que ha llegado a situarse en un 55,9 por 100 del PIB en 1993 —para 1994, la previsión de AFI es que alcance el 61,7 por 100—, proceso que ha ido parejo a un ascenso del déficit primario, en un contexto de crecimiento económico real sensiblemente inferior al nivel de los tipos de interés reales, en el que se explica el crecimiento del saldo vivo de deuda por la autoalimentación de la carga financiera.

El objetivo de este trabajo es adentrarse en los aspectos más relevantes que han surgido desde 1990 en la evolución de la deuda pública y en sus cada vez más importantes mercados (*). Entre estos aspectos, se incluyen tanto los que se derivan del análisis macroeconómico de la política fiscal como aquellos otros propios de un análisis institucional y estructural del mercado de deuda pública, dedicando especial atención a la deuda autonómica.

La deuda pública ha adquirido una importancia tan elevada en España que deben vigilarse al menos tres aspectos fundamentales. En primer lugar, las autoridades deben tratar de evitar la alimentación de un proceso de crecimiento explosivo de la deuda sobre el PIB; para ello, en períodos recesivos en los que el nivel de los tipos de interés reales es superior al crecimiento real de la economía, debe reducirse enérgicamente el déficit primario (sin intereses): de acuerdo con nuestro análisis, ello sólo es posible hoy recortando el déficit estructural. En segundo lugar, deben atenderse las consecuencias del proceso de refinanciación de la deuda viva y de captación de nuevos recursos para cubrir la necesidad de cada ejercicio. Debe tenerse

GRAFICO 1
EVOLUCION DEL SALDO DE DEUDA PUBLICA
SOBRE PIB
(En porcentajes)

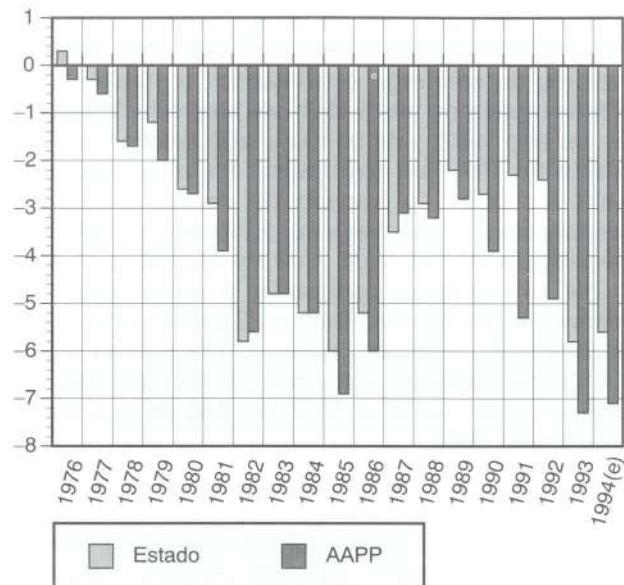


Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España, Boletín de Información Estadística del Sector Público y estimación propia.

en cuenta el efecto desplazamiento del sector privado que implica este proceso —lo que exige una reflexión sobre el papel explicativo que podría tener la percepción por los mercados de una política fiscal acomodaticia en el elevado diferencial de tipos a largo plazo de la deuda española respecto de la alemana—, pero también el riesgo que implica. En los últimos años, el Tesoro ha aumentado fuertemente el plazo medio de la deuda viva. Tratándose de un prestatario con un horizonte temporal de muy largo plazo —los rendimientos de las inversiones que realiza, y que en gran parte justifican los déficit, maduran con generaciones posteriores—, este alargamiento debe ser saludado como positivo. Sin embargo, aunque se han alcanzado los 3,3 años de vida residual para la deuda viva, frente al apenas un año de 1990, son precisos todavía esfuerzos adicionales en este sentido.

También es necesario atender a un tercer aspecto relevante: que el peso de la financiación externa esté más equilibrado respecto de la interna, sin romper la dinámica de alargamiento del plazo, que tanto han favorecido los no residentes. Ello exige el desarrollo de un fuerte componente de ahorro interno orientado no a corto plazo, como ha sucedido en el pasado, sino a medio y largo plazo: los fondos de pensiones y los seguros a largo plazo deben ser primados fiscalmente. Por su parte, los fondos de inversión y de pensiones deberían seguir profesionalizando su gestión, y recibir un tratamiento fiscal similar al de los no residentes con la devolución automática de retenciones sobre los rendimientos de sus activos, con el fin de incentivar, en la medida de lo posible, su

GRAFICO 2
NECESIDAD DEL ENDEUDAMIENTO
(En porcentaje del PIB)
(Criterio de Contabilidad Nacional)



Fuente: Cuentas financieras de la Economía Española.

decantación por la inversión a largo plazo. La cobertura por los no residentes de prácticamente la mitad del saldo de deuda a medio y largo plazo no es necesariamente un factor de inestabilidad por sí mismo, pero puede imprimir una volatilidad excesiva en un mercado tan poco equilibrado por un componente de inversión final a largo plazo, y en el que las entidades de crédito juegan un papel asimétrico como consecuencia de la valoración contable de sus carteras. En todo caso, sigue siendo crucial que el Tesoro mantenga entre sus objetivos el desarrollo del mercado secundario, para lo que todavía serán necesarios pasos adicionales en el desarrollo del primario. Ello debe afectar de lleno a la deuda autonómica, como afectó en el pasado a la del Estado. Finalmente, deben entenderse los diferenciales de interés a largo plazo frente a las divisas más estables del SME como un indicador de credibilidad y coherencia de las políticas económicas, que afecta directamente a la carga financiera relativa de la deuda, pero indirectamente al conjunto de la economía.

I. EL DEFICIT PUBLICO Y LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

El espectacular aumento del déficit público durante el año 1993 —consecuencia de la afloración de déficit no formalizados años anteriores en el Estado y de la respuesta pública a la coyuntura— sitúa el tamaño de la deuda pública en España en un nivel

delicado al ponerlo en el umbral del 60 por 100 sobre el PIB, que la Comisión Europea califica como «insostenible» y que forma parte de los requisitos para la incorporación a la Unión Europea exigidos por el Tratado de Maastricht. En este sentido, es ilustrativo destacar dos cuestiones. Por una parte, *el tamaño del saldo vivo de deuda pública sobre PIB ha crecido de forma casi explosiva*. Así, frente a valores de esta ratio estabilizados o creciendo de forma moderada hasta 1991, se ha producido a partir del año 1992, y de un modo aún mucho más evidente en 1993, un giro radical en la evolución de este indicador de tamaño de deuda pública. El desequilibrio presupuestario del Estado en 1993 ha alcanzado tal magnitud, que es previsible que en 1994 se sobrepase con creces el único criterio de convergencia que hasta ahora España venía satisfaciendo. En concreto, nuestras previsiones apuntan a que *esta ratio ascenderá al 61,7 por 100 del PIB en 1994* desde el 55,9 por 100 en que se ha situado en 1993.

La segunda cuestión destacable —relacionada con la anterior, en tanto que explica la raíz de este crecimiento de la deuda pública a partir de 1989— es *el empeoramiento del saldo primario (déficit de caja sin intereses)*. La aritmética de la sostenibilidad de la deuda pública —entendida en el sentido de que la relación deuda pública/PIB no alcance un perfil explosivo— tiene tras de sí un fundamento: en los períodos con crecimiento real de la economía inferior al nivel de los tipos de interés reales vigen-

tes en el mercado, los gobiernos deben generar superávit primarios de magnitud suficiente para compensar los efectos sobre el déficit total de la autoalimentación de cargas financieras que provoca esta situación. Esta argumentación queda plasmada en la siguiente expresión:

$$\frac{dB}{dt} = -S + iB$$

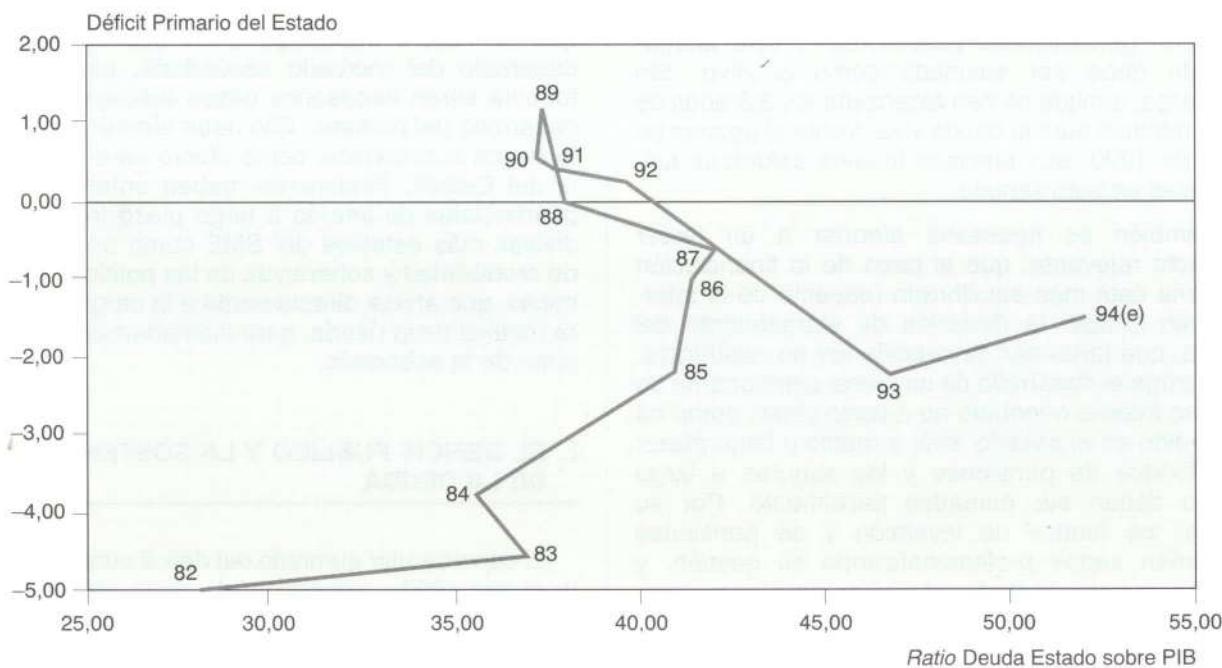
denominando B al saldo vivo de deuda pública, S al saldo primario, o déficit de caja deducida la carga financiera de la deuda pública, i al tipo de interés nominal. La variación del saldo vivo de deuda en un ejercicio equivaldría a la suma del déficit primario (cuando S es negativo) y a la carga de interés que genere la deuda en circulación.

Esta expresión, en términos de PIB, quedaría:

$$\frac{db}{dt} = -S + (r - y)b$$

donde b y S denotan, respectivamente, los saldos vivos de deuda y déficit primarios en términos de PIB, mientras que r e y refieren de forma respectiva al tipo de interés real y al crecimiento real de la economía. Esta expresión indica que en un ejercicio económico en el que la economía esté creciendo a tasas inferiores al tipo de interés real —como en el contexto actual—, la estabilización del tamaño de la

GRAFICO 3
RATIO DE DEUDA PUBLICA Y DEFICIT PRIMARIO
(Porcentajes sobre PIB)



deuda pública en términos de PIB debería provenir de la disciplina presupuestaria, que debe ser de magnitud suficiente para generar superávit primarios que compensen el efecto perverso de autoalimentación de la carga financiera. La aritmética que rige la evolución de la *ratio* de la deuda pública sobre el PIB exige, así, para que éste se mantenga estabilizado en períodos en que su coste financiero en términos reales crezca a mayor ritmo que la economía, el que las administraciones impongan la disciplina presupuestaria suficiente que compense el efecto anterior. Sin embargo, tal requerimiento ha sido imposible de conseguir en el actual escenario recesivo, habiendo sido 1993 el año en el que el cambio de tendencia —iniciado en 1990— en el empeoramiento del déficit primario ha sido más pronunciado. Una cuestión interesante es la identificación de los elementos que han determinado la evolución de los déficit primarios, cuya disciplina —como hemos señalado— es básica para determinar la evolución del tamaño de la deuda pública.

En el cuadro núm. 1, se puede observar el carácter estable y sostenible que ofrecía nuestra deuda pública en los años de crecimiento económico —entre 1986 y 1990—, en los que el avance en el rigor presupuestario —más debido a elementos coyunturales ligados al ciclo y no tanto a esfuerzos estructurales, como veremos después— permitió que retrocediera el tamaño de nuestra deuda pública en términos de PIB, evidencia de que los superávit primarios generados fueron de tamaño suficiente como para que la deuda pública no creciera. Sin embargo, a partir de que el ciclo económico comenzara en 1990 a actuar en sentido contrario, retrocediéndose en el avance conseguido hasta entonces de generación de superávit sin intereses, la sostenibilidad de esta relación comenzó a deteriorarse, presentando en la actualidad un carácter preocupante. Ello es así debido a que la actual situación recesiva no permite avanzar lo suficiente en el rigor presupuestario para compensar la auto-alimentación de carga financiera que ocasiona un crecimiento económico inferior al tipo de interés real. Llamar la aten-

ción sobre esta cuestión nos parece relevante, en tanto que hace reflexionar sobre el futuro de la financiación de nuestro déficit público. Así, es bastante coherente pensar que los mercados comiencen a exigir a los activos españoles una prima de rentabilidad para compensar el riesgo que genera esta situación de la deuda sobre PIB, que pasará en 1994 a rebasar el límite de uno de los factores de sostenibilidad marcado por la Comisión Europea.

Como se ha señalado aquí, *la causa que ha determinado la desestabilización del tamaño de la deuda pública en 1993 ha sido la ampliación que ha registrado el déficit del Estado*. En el pasado año, la necesidad de financiación del conjunto de las administraciones públicas se elevó a un 7,3 por 100 del PIB —del que el Estado absorbió 5,8 puntos—, lo que supuso un aumento considerable de casi tres puntos en términos de PIB respecto al déficit de 1992 con criterio de contabilidad nacional. Aunque los Presupuestos Generales del Estado para 1993, aprobados inicialmente por el Parlamento, mostraban un aparente carácter restrictivo, la ejecución final del año ha distado mucho de ajustarse a dicho Presupuesto inicial: éste se ha cerrado con una cifra de déficit de caja de 3,78 billones, que en relación al PIB ha representado un 6,2 por 100, con la consiguiente desviación al alza de 2,34 billones respecto al Presupuesto inicial y con un incremento de 1,9 billones en relación a la ejecución de 1992. Esta desviación ha sido explicada por los efectos desfavorables del ciclo, pero también —y ello es sumamente importante— por la regularización este año de gastos de ejercicios anteriores no contabilizados hasta 1993. El efecto desequilibrador que sobre las finanzas públicas ha tenido el ciclo ha sido tan importante que el leve carácter contractual que en 1993 ofreció la actuación discrecional de la política fiscal apenas pudo moderar la desestabilización, sin precedentes, del déficit final observado, lo que, con sus consecuentes implicaciones sobre el déficit primario, ha supuesto un crecimiento explosivo del tamaño de nuestra deuda pública.

CUADRO NUM. 1
SALDO VIVO DE DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
(Miles de millones de pesetas)

	Total	Estado	Administraciones territoriales	Comunidades autónomas	Corporaciones locales	Total: Porcentaje PIB
1986	14.780,2	13.371,3	1.412,4	422,9	989,4	45,7
1987	16.644,5	15.158,7	1.599,5	473,1	1.126,4	46,1
1988	17.014,2	15.213,2	1.888,0	507,5	1.380,5	42,4
1989	19.753,4	16.770,6	3.089,1	730,3	2.358,7	43,9
1990	22.066,8	18.666,7	3.357,4	1.058,0	2.299,4	44,0
1991	24.768,1	20.584,1	4.137,1	1.629,5	2.507,6	45,2
1992	28.359,1	23.262,2	4.917,9	2.306,4	2.611,5	48,2
1993	34.056,7	28.461,6	5.595,1	2.773,6	2.821,5	55,9
1994 (e)	39.290,1	33.062,6	6.227,5	3.279,5	2.948,0	61,7

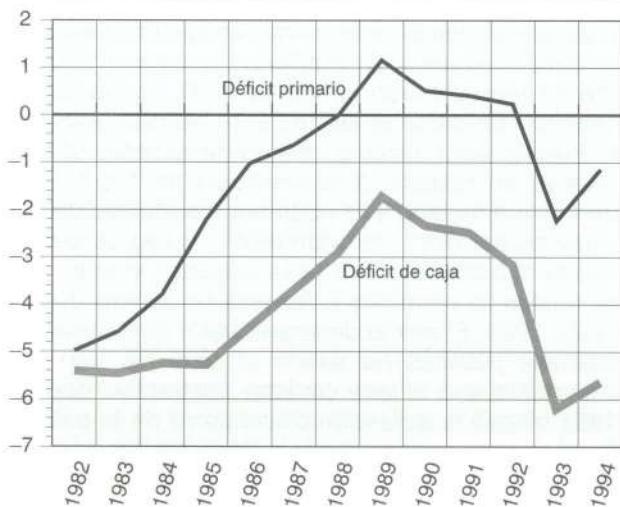
Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y estimación propia.

Como se ha señalado, es importante destacar, no obstante, que una parte considerable de este desbordamiento del déficit de caja se ha debido a la regularización que se ha producido en 1993 de créditos del trienio 1990-92, realizados pero no contabilizados en dichos presupuestos. En la práctica presupuestaria española ha sido normal la adopción de una política laxa, según la cual, por la vía de las modificaciones presupuestarias, se han producido desviaciones importantes respecto a los créditos inicialmente aprobados. Ante el desbordamiento de gasto público que se venía produciendo por este camino, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1990 incluyó, en su artículo 10, una limitación a estas modificaciones presupuestarias, que se ha mantenido en las siguientes leyes de Presupuestos y que en la práctica ha supuesto una limitación del gasto contabilizado, pero no del efectiva-

mente realizado, lo que ha dado lugar desde 1990 a una acumulación de gastos realizados no aplicados a Presupuesto.

El saneamiento de esta situación se ha producido, finalmente, en 1993 mediante la aprobación del Real Decreto-Ley de 16 de octubre de 1993, que ha derogado el límite a las modificaciones presupuestarias. Ello ha permitido la afloración de un volumen de gasto de 870.000 millones, imputable a ejercicios anteriores a 1993. Asimismo, ha permitido modificaciones en el presente ejercicio presupuestario. Esta decisión del Gobierno, que ha contribuido a clarificar las cuentas públicas, ha tenido un carácter excepcional, puesto que de nuevo la Ley de Presupuestos del Estado para 1994 mantiene el límite a las modificaciones presupuestarias, siendo el único margen de desviación permitido el 3 por 100 de los créditos inicialmente aprobados, con el requerimiento de que dicha modificación revista las formas exclusivas de créditos extraordinarios o suplementos de créditos, precisamente las modificaciones presupuestarias más difíciles de efectuar, en tanto que requieren la aprobación de las Cortes. En este sentido, es loable el objetivo que persigue tal precepto: que no se generen desviaciones importantes entre el déficit previsto y la liquidación definitiva. Su éxito, no obstante, dependerá de la no repetición de las actuaciones irregulares que en los años anteriores provocó esta limitación de las modificaciones presupuestarias.

GRAFICO 4
DEFICIT PRIMARIO Y DE CAJA DEL ESTADO
(Porcentajes sobre PIB)



1. Tendencias del déficit del Estado: metodología de estimación de impulsos fiscales

Dada la endogeneidad del déficit público respecto a la evolución cíclica de la economía, resulta difícil extraer señales directas sobre el carácter contractual o expansivo de la política fiscal —que es lo que en definitiva debe sustentar la formación de expectativas respecto a la viabilidad del proceso de convergencia en criterios presupuestarios— a partir

CUADRO NUM. 2
NECESIDADES DE FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS
(En porcentaje PIB)

	1991		1992 (P)		1993 (A)		Prev. Gobierno 94
	m.m.	% PIB	m.m.	% PIB	m.m.	% PIB	% PIB
1. AA.PP. CENTRALES	- 1.835,7	- 3,4	- 1.796,3	- 3,1	- 3.698,6	- 6,1	- 5,7
Estado	- 1.331,3	- 2,4	- 1.417,4	- 2,4	- 3.552,0	- 5,8	- 5,2
Organismos de la adm. central y de la Seguridad Social	- 504,4	- 0,9	- 378,9	- 0,6	- 146,6	- 0,2	- 0,5
2. AA.PP. TERRITORIALES	- 874,2	- 1,6	- 810,6	- 1,4	- 729,3	- 1,2	- 0,7
Comunidades autónomas	- 792,8	- 1,4	- 700,2	- 1,2	- 486,2	- 0,8	- 0,5
Corporaciones locales	- 81,4	- 0,1	- 110,4	- 0,2	- 243,1	- 0,4	- 0,2
3. ADMINISTRACIONES PUBLICAS	- 2.709,9	- 4,9	- 2.606,9	- 4,4	- 4.430,0	- 7,3	- 6,4

(P): Provisional; (A): Avance.

Fuente: IGAE, Presentación del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

de la simple observación del déficit. Por ello presentamos nuestra estimación respecto a la evolución del déficit estructural, que es el que resultaría de eliminar el componente cíclico del déficit observado. La construcción de estos indicadores es relevante, puesto que a través de la cifra de déficit público en sí misma no es posible extraer señales de orientación procíclica o anticíclica de la política fiscal, criterio que es fundamental para su impacto tanto sobre la demanda agregada como sobre la sostenibilidad del tamaño de la deuda pública.

Existen distintas metodologías para estimar el carácter de los impulsos fiscales (1). Todas comparten como objetivo el tratar de desagregar la parte de la evolución del déficit público que está explicada por fluctuaciones en el nivel de actividad económica, a fin de aislar aquella que se atribuye a actuaciones discrecionales de la política fiscal. El impulso fiscal, que se trataría de estimar, se definiría como el cambio que se observaría en el déficit público en el caso de que la producción interior bruta siempre se encontrara en su nivel potencial.

De las dos metodologías fundamentales (2), una agrupa los indicadores de la OCDE y la CE y otra utiliza el indicador del FMI. Ambas son aproximaciones distintas al problema común de corregir el déficit observado por el efecto del ciclo. Para ello, se basan en la cuantificación del componente cíclico a través de la estimación de la elasticidad de los gastos e ingresos públicos respecto a la desviación, o *gap*, entre el PIB observado y el PIB potencial. La diferencia entre las dos metodologías estriba en que mientras los indicadores de la OCDE y la CE requieren de la estimación de la elasticidad de cada partida de gasto e ingreso respecto del *output gap*, el indicador del FMI utiliza el supuesto de elasticidad unitaria de gastos e ingresos respecto a los niveles de *output nominal* potencial y observado, respectivamente.

El *indicador de la OCDE* (así como el de la CE) es más exhaustivo, en la medida en que estima las elasticidades específicas de cada una de las partidas presupuestarias; sin embargo, presenta por ello el inconveniente de su mayor complejidad. Obtiene el *saldo presupuestario ajustado* como la suma de todos los componentes presupuestarios ajustados por esta elasticidad. El valor de cada componente ajustado es la diferencia entre la partida original y su valor cíclico, donde este último es el producto de dicha partida por su elasticidad y por la brecha de *output gap*.

$$B_{i,t}^* = B_{i,t}(1 - \varepsilon_i \text{GAP}_t)$$

$$\text{GAP}_t = \frac{(Y_t^p - Y_t)}{Y_t^p}$$

donde

$$Y_t = \text{PIB Observado nominal}$$

$$Y_t^p = \text{PIB Potencial nominal}$$

$$\varepsilon_i = \text{Elasticidad respecto output GAP de la } i\text{-ésima partida presupuestaria.}$$

El indicador que, sin embargo, se utiliza no es el nivel de este saldo cíclicamente ajustado, o nivel del déficit estructural, sino la variación del mismo, con lo que mide el impulso fiscal de la actuación discrecional del Presupuesto en cada año concreto. La *variación del saldo cíclicamente ajustado en porcentaje del PIB* se realiza:

$$\Delta b_t^* = \left[\frac{(\Sigma_i B_{i,t}^*)}{Y_t} - \frac{(\Sigma_i B_{i,t-1}^*)}{Y_{t-1}} \right] \cdot 100$$

La segunda metodología, que es la que nosotros hemos aplicado aquí para el caso español, es *la del Fondo Monetario Internacional*. Su filosofía también consiste en estimar la variación del déficit ajustado del ciclo para cada año (o signo del impulso fiscal) como el saldo ajustado de ese año menos el saldo ajustado del año anterior. Esta metodología se basa en la construcción de un indicador de actuación discrecional de la política presupuestaria, o de orientación de la política fiscal, respecto de un año base. Dicha actuación discrecional de la política fiscal —a la que denominan efecto cíclico del Presupuesto (*ECP*)— se cuantifica como diferencia entre un saldo cíclicamente neutral (*SCN*) y el saldo presupuestario observado (*b*).

$$ECP_t = SCN_t - b_t$$

Dicho saldo cíclico neutral (*SCN*) se definiría como el saldo presupuestario que existiría si en cada año los ingresos fueran los del año base, incrementados en proporción al crecimiento desde dicho año del PIB nominal observado, y los gastos fueran también los del año de referencia, incrementados en proporción al

$$SCN_t = IT_0 \frac{Y_t}{Y_0} - GT_0 \frac{Y_t^p}{Y_0^p}$$

donde *IT* y *GT* representan, respectivamente, los ingresos y gastos públicos en porcentaje del PIB.

La diferencia de este saldo cíclico neutral y el saldo presupuestario observado —lo que el FMI califica como efecto cíclico del Presupuesto, a nuestros efectos, evolución del déficit estructural desde el año base— proporciona una idea de la orientación de la política fiscal.

$$ECP_t = \left[IT_0 \frac{Y_t}{Y_0} - IT_t \right] - \left[GT_0 \frac{Y_t^p}{Y_0^p} - GT_t \right]$$

Así, si los ingresos hubieran crecido en el período $(0, t)$ — 0 es el año base— más que proporcionalmente respecto a lo que determinaría la neutralidad fiscal, dada por un crecimiento de éstos exactamente equivalente al del aumento del PIB nominal, el presupuesto de ingresos habría ofrecido un carácter contractivo, por su parte, el presupuesto de gastos tendría también un carácter contractivo si éste hubiese crecido desde el año base menos que proporcionalmente que el PIB potencial nominal. Así, los presupuestos de ingresos y de gastos tendrán, respectivamente, carácter contractivo respecto del año base si:

$$IT_t > IT_0 \quad \frac{Y_t}{Y_0}$$

$$GT_t < GT_0 \quad \frac{Y^p_t}{Y^p_0}$$

Para eliminar posteriormente la dependencia respecto de este año base, la medida anterior de efecto cíclico del Presupuesto se transforma en un *índice de impulso fiscal*, que no es sino la diferencia entre el saldo discrecional entre cada dos años consecutivos, tal y como se hacía en la primera metodología expuesta, que se define como:

$$IF_t = \Delta ECP_t = ECP_t - ECP_{t-1}$$

De este modo, si $IF_t > 0$, la política fiscal habría sido más expansiva que la del año anterior, implicando un aumento del déficit estructural.

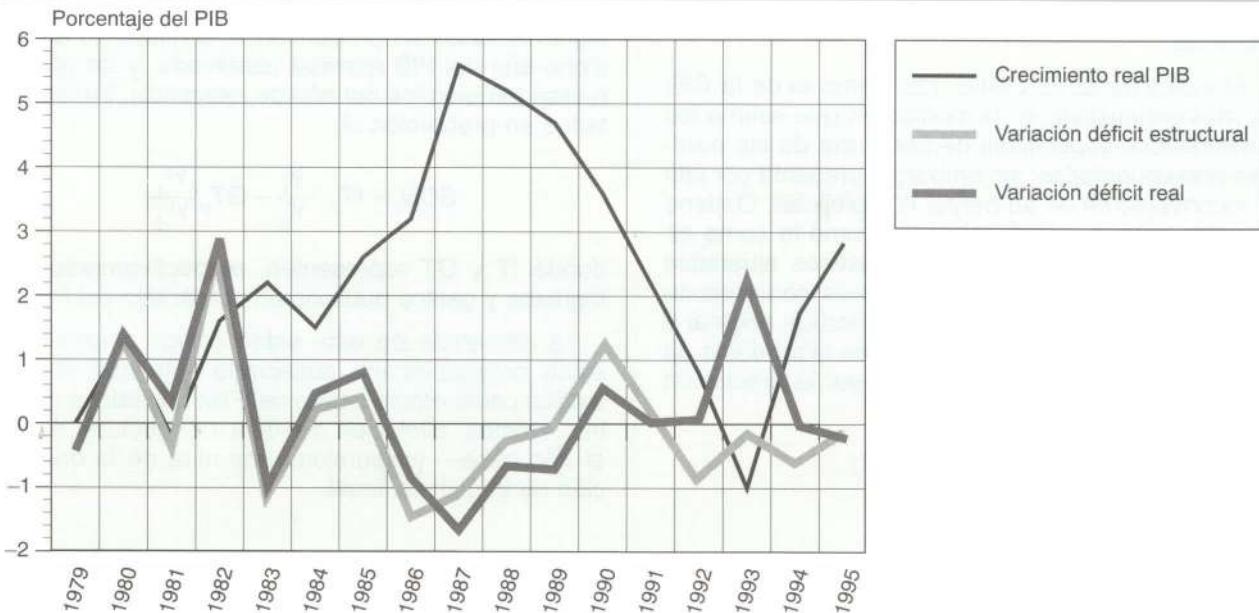
2. Análisis de la orientación de la política fiscal en España

Hemos aplicado la última metodología expuesta a las cuentas del Estado en el período 1977-1995. En el gráfico 5 presentamos las variaciones del déficit observado del Estado y las del déficit depurado del ciclo —lo que el FMI denomina «Impulso Fiscal»— para el caso español desde el año 1977 hasta 1995, año en el que incluimos nuestras previsiones. Un signo positivo de este impulso fiscal (o variación del déficit estructural) se asocia a una actuación discrecional expansiva de la política fiscal. Recíprocamente, puede hablarse de una política contractiva si el impulso resulta negativo.

Así, es posible observar el carácter procíclico que ha ejercido la política fiscal en España en los años de crecimiento económico (1988-1990), que ha mostrado una actuación expansiva. Esta política cambió de signo a partir de 1991, año en que empezó a desacelerarse el ritmo de crecimiento económico. El carácter, por tanto, de la política fiscal en España en los años analizados ha sido contrario a lo que habría aconsejado la disciplina económica: reducir el déficit estructural en fases expansivas, con el fin de permitir un margen suficiente para la utilización de los estabilizadores automáticos que palian los efectos negativos de las fases deprimidas del ciclo.

El signo de la política fiscal en España ha sido, pues, contractivo desde el año 1991, a pesar de lo cual el déficit observado se ha incrementado considerablemente por haber sido más fuerte el creci-

GRAFICO 5
VARIACION DEL DEFICIT REAL Y ESTRUCTURAL DEL ESTADO
(Datos Contabilidad Nacional)



Los déficit de 1991, 1992 y 1993 están corregidos de los gastos contabilizados en 1993, correspondientes a años anteriores.
Fuente: Contabilidad Nacional (Necesidad de Endeudamiento del Estado).

miento del déficit coyuntural que la contracción del estructural. Es destacable el importante tono restrictivo que apreciamos en la política fiscal de 1994, aunque no tan importante como el que tuvo en 1992 y la detención de dicha línea de ortodoxia fiscal en 1995. En 1994, el carácter restrictivo de la actuación discrecional de la política fiscal vendría más por el lado de los gastos que de los ingresos, a raíz fundamentalmente de las medidas adoptadas de racionalización de las prestaciones sociales. En 1992, a la contención del gasto que se efectuó por esta vía se sumó también el aumento de la presión fiscal a través de la elevación de la retención del IRPF, así como del tipo medio del IVA del 13 por 100 al 15 por 100.

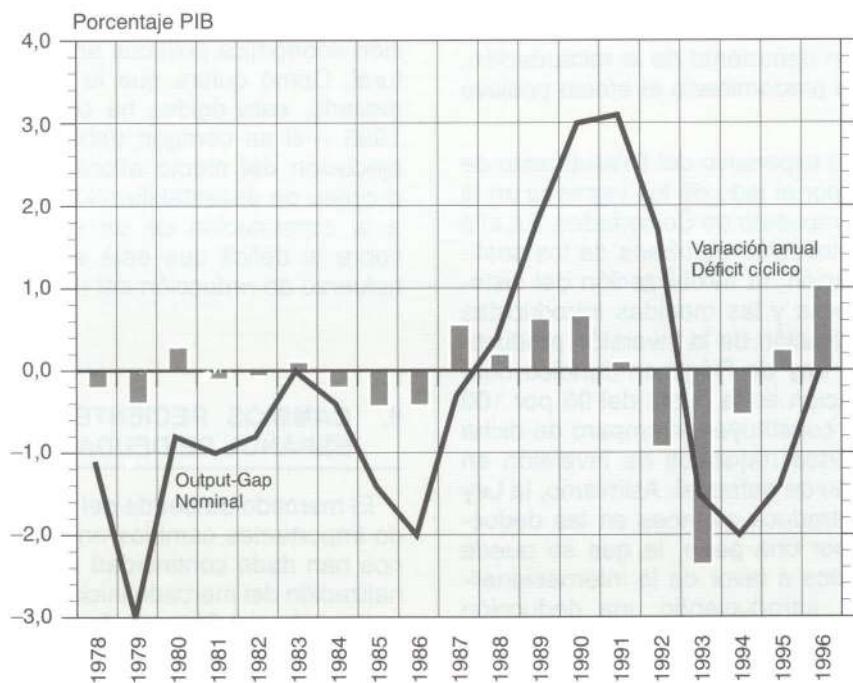
De esta forma, con la información proporcionada por este indicador, es posible atribuir el control presupuestario conseguido en el período 1986-1990 a elementos coyunturales ligados al ciclo y no a esfuerzos estructurales. Este carácter procíclico que ha ofrecido la política fiscal en la experiencia española impidió una mayor estabilización del tamaño de nuestra deuda pública en momentos de crecimiento económico (se perdió la oportunidad de imprimir un impulso contractivo en aquel momento). No se sentaron, pues, las bases de una consolidación fiscal que hubieran permitido, en fases recesivas como la actual, que la política fiscal ejerciera su papel de estabilizador automático, favoreciendo el crecimiento. La contrapartida está siendo avanzar

«paradójicamente» en la consolidación fiscal en épocas deprimidas a costa de sacrificar un mayor apoyo a la recuperación económica.

En 1994 apreciamos un carácter contractivo de la política fiscal, pero dado que estimamos que el efecto de ciclo actuará de forma negativa, no será posible una reducción del déficit observado de la cuantía indicada por el componente estructural. Así, sólo estimamos posible una reducción del déficit del Estado hasta un 5,0 por 100 del PIB y hasta un 6,7 por 100 para el conjunto de las administraciones públicas, desde sendos valores de dichos desequilibrios en 1993 del 5,8 y 7,3 por 100 en términos de PIB.

En 1994, el carácter restrictivo de la actuación discrecional de la política fiscal vendría más por el lado de los gastos que de los ingresos, a raíz fundamentalmente de las medidas adoptadas de racionalización de las prestaciones sociales. En concreto, los Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 1994 se configuran en un escenario que trata de compatibilizar el doble objetivo de corregir el fuerte desequilibrio presupuestario junto con el desarrollo de una cierta función reactivadora de la economía. Para hacer compatible dicho ajuste fiscal con el desarrollo de una labor expansiva sobre la economía, se han articulado ciertas medidas, un grupo de las cuales van dirigidas a la racionalización del sistema de protección social, que haga sos-

GRAFICO 6
EVOLUCION DEL GAP Y VARIACIONES DEL DEFICIT COYUNTURAL DEL ESTADO



Un signo positivo efecto cíclico significa reducción del déficit.

tenible en el largo plazo la economía del bienestar, y otro grupo de ellas, encaminadas a la reactivación de la actividad productiva, a través de la contemplación de ciertos incentivos fiscales para la inversión.

El carácter contractual de la política fiscal que hemos señalado se aprecia en las recientes medidas fiscales de reforma del régimen jurídico de la función pública y protección por desempleo, contenidas en la Ley 22/1993, de 22 de diciembre, y en otras contempladas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado. El conjunto de reformas más relevantes, por su incidencia en la contención del gasto, son las que afectan a la prestación por desempleo. El propósito de la reforma es la adecuación de la cuantía de las prestaciones por desempleo a las rentas netas dejadas de percibir por el trabajador. Para ello, por una parte, endurece las condiciones necesarias para tener acceso a su cobro, bajando el tope mínimo de renta percibida por la unidad familiar que otorga derecho al cobro de la prestación (al 75 por 100 del salario mínimo interprofesional, desde el 100 por 100).

El resto de medidas que la afectan, lo hacen por la vía de su sometimiento al IRPF y a la seguridad social, con la consiguiente repercusión en los ingresos no financieros. Por otra parte, a partir de ahora, se someten a tributación los incrementos de patrimonio derivados de reembolsos de acciones o participaciones de acciones, aun cuando el importe de los mismos sea inferior a 500.000 pesetas, salvo en el caso de que tales ingresos se reinviertan en planes de ahorro popular en ese mismo año. No obstante, también se introduce alguna medida, como la referente a la ampliación del límite superior de renta que da derecho a deducción por alquiler de viviendas, que actuaría en detrimento de la recaudación, aunque en conjunto predominaría el efecto positivo de las primeras.

El único elemento expansivo del Presupuesto de 1994 se apreciaría por el lado de los ingresos en la figura concreta del Impuesto de Sociedades. En ello tiene influencia la elevación aprobada de los coeficientes de amortización, la flexibilización del sistema de pagos a cuenta y las medidas introducidas dirigidas a la incentivación de la inversión productiva. En concreto, la Ley de Régimen Jurídico contempla una bonificación en la cuota del 95 por 100 a empresas que se constituyan al amparo de dicha ley, cumpliendo ciertos requisitos de inversión en equipo y contratación de personal. Asimismo, la Ley de Presupuestos introduce avances en las deducciones, elevando, por una parte, la que se puede efectuar por proyectos a favor de la internacionalización y, por otra, introduciendo una deducción nueva aplicable a los incrementos de gastos en formación profesional.

El deterioro del desequilibrio financiero del Estado es más evidente si depuramos la cifra de déficit

de la carga de intereses de la deuda pública, con lo que obtendríamos el «déficit primario». El pasado año ha supuesto una importante acentuación del cambio de tendencia iniciado en 1991 en lo referente a la reducción de los superávit primarios: por primera vez desde el año 1987 el Estado ha registrado un déficit primario —del 2,24 por 100 del PIB— que ha tenido las correspondientes consecuencias sobre la desestabilización del tamaño de la deuda pública en términos de PIB. En 1994, según se deriva de la Previsión de Liquidación para 1994 contenida en los Presupuestos del Estado para 1995, dicha tendencia pretende ser detenida, pues se persigue que dicho déficit primario se reduzca al 0,12 por 100 del PIB, así como también el déficit del Estado al 5,0 por 100 desde el 5,8 por 100 de 1993.

Al margen de la regularización de gastos que ha explicado parte del déficit de 1993, han sido factores coyunturales asociados al ciclo los que han determinado la desestabilización del déficit primario —puesto que el componente estructural del déficit ha mostrado un impulso contractual en el pasado año, como también probablemente en 1994. Asimismo, también fueron factores cíclicos los que explicaron la contención del déficit primario hasta 1990 y la consiguiente estabilización que hasta entonces manifestó el tamaño de nuestra deuda pública. Sin embargo, en estos años el componente estructural del déficit tuvo un efecto expansivo que impidió una anulación del déficit, que hubiera sido de gran ayuda para acometer el ciclo recesivo después.

En definitiva, estamos ante una política fiscal que históricamente ha adolecido de la flexibilidad suficiente para llevar a cabo en los períodos de expansión económica políticas anticílicas de tipo estructural. Como quiera que la sensibilidad al ciclo es elevada, esta rigidez ha conducido, entre 1991 y 1993 —si se corrigen debidamente los saldos de ejecución del efecto afloración de pagos—, a un proceso de desestabilización de la deuda pública y a la consecución de un nivel de presión cíclica sobre el déficit que está exigiendo un importante esfuerzo de reducción del déficit estructural.

II. CAMBIOS RECENTES EN EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA DEL ESTADO

El mercado de deuda del Estado ha experimentado importantes cambios en los últimos años. Algunos han dado continuidad al proceso de institucionalización del mercado iniciado en abril de 1987 con la creación del Sistema de Anotaciones en Cuenta, contribuyendo a su perfeccionamiento. Otros han sido el resultado de una política de deuda muy orientada al desarrollo del mercado secundario y a la financiación sin privilegios. Finalmente, el merca-

CUADRO NUM. 3
INDICADORES DE POLÍTICA FISCAL

	Déficit real Estado % PIB (***)	Déficit Estado % PIB (***)	Variación anual del Estado			Pro memoria Crecimiento real PIB
			Déficit observado	Déficit estructural (*)	Déficit coyuntural (**)	
1977	0,26	0,26				
1978	1,60	1,60	1,34	1,13	0,21	1,5
1979	1,17	1,17	-0,43	-0,52	0,09	0,0
1980	2,56	2,56	1,39	1,37	0,02	1,3
1981	2,88	2,88	0,33	0,22	0,11	-0,2
1982	5,76	5,76	2,88	2,80	0,07	1,6
1983	4,77	4,77	-0,99	-0,88	-0,11	2,2
1984	5,25	5,25	0,47	0,27	0,21	1,5
1985	6,04	6,04	0,80	0,35	0,44	2,6
1986	5,19	5,19	-0,85	-1,28	0,43	3,2
1987	3,53	3,53	-1,66	-1,10	-0,56	5,6
1988	2,87	2,87	-0,66	-0,46	-0,20	5,2
1989	2,16	2,16	-0,71	-0,08	-0,63	4,7
1990	2,72	2,72	0,56	1,23	-0,67	3,6
1991	2,30	2,74	0,02	0,13	-0,11	2,2
1992	2,40	2,81	0,07	-0,87	0,94	0,8
1993	5,80	5,05	2,24	-0,13	2,37	-1,0
1994 (e)	5,00	5,01	-0,03	-0,58	0,55	1,7
1995 (e)	4,60	4,58	-0,43	-0,18	-0,25	2,8

(*) Un signo positivo se interpreta como una actuación discrecional expansiva de la política fiscal.

(**) Un signo positivo se interpreta como un efecto negativo del ciclo vía aumento del déficit.

(***) Los déficit de 1991, 1992 y 1993 están corregidos de los gastos contabilizados en 1993 correspondientes a años anteriores: 222,4 m.m. de 1991 y 237,5 m.m. de 1992, correspondientes a déficit del INEM.

(e) Estimación propia AFI.

do de deuda se ha visto crucialmente afectado por el proceso de internacionalización surgido en 1991. Este último puede considerarse como el inicio de un cambio estructural de la trascendencia del primer *big-bang* de 1987. Estamos, en todo caso, ante un mercado en cambio constante, todavía deficitario de un componente doméstico más relevante en su seno, pero que puede definirse ya como uno de los principales mercados europeos.

En este artículo, estructuraremos nuestro análisis sobre estos cambios en tres grandes bloques. Por un lado, repasaremos los avances que han tenido lugar en el proceso de emisión: la culminación en la aplicación de reglas de disciplina ortodoxa en la materialización de las necesidades de endeudamiento del Estado, y los cambios y carencias del sistema de subasta de valores. Por otro lado, destacaremos los cambios más importantes que han afectado al mercado secundario y a su funcionamiento. Finalmente, nos ocuparemos de las alteraciones que han tenido lugar en el proceso de comercialización de la deuda del Estado, haciendo especial hincapié en la internacionalización de ésta.

1. La política de deuda

Entre los objetivos de la política de deuda públi-

ca, el más importante es, sin duda, el de cubrir las necesidades de endeudamiento y hacerlo a la menor relación coste/riesgo posible. Sin embargo, es frecuente en los países más desarrollados que este objetivo coexista con otros paralelos, relacionados con otras políticas: evitar interferencias de la financiación pública en la política macroeconómica, contribuir al mejor funcionamiento de los mercados financieros en el contexto, cada vez más competitivo para la industria del sector, que exige la libre circulación de capitales o desarrollar el ahorro privado ofreciendo instrumentos de manera indirecta o directa que, por su liquidez y estructura, supongan un incentivo al ahorro. Estos objetivos, a juzgar por los resultados, han estado presentes en el diseño de la política de deuda de los últimos años, que analizaremos a continuación.

A) La ortodoxia en el endeudamiento

El año 1993 ha sido el del avance definitivo en el establecimiento de reglas específicas que aseguren una financiación ortodoxa del déficit público al implantar los Presupuestos Generales del Estado para 1994, mediante una reforma del artículo 101 de la Ley General Presupuestaria, la obligación de que la posición deudora del Tesoro frente al Banco de España no supere en ningún momento, desde

dicho año, el volumen de recursos que aquél consolidó al final de 1993 mediante un préstamo singular de éste por un importe de 1.917 billones de pesetas. La nueva regla, que no puede ser vulnerada *a lo largo del año* —frente a las reglas que habían gobernado hasta entonces las relaciones entre el Estado, en el que reside la soberanía monetaria, y el Banco de España, que establecían límites al recurso a verificar *al final de cada año*— permite el cumplimiento, desde el comienzo de la fase segunda del proceso hacia la UEM, de lo definido por el Tratado de Maastricht, al extenderse también a la prohibición de que el Banco de España pueda adquirir deuda pública directamente. Estos principios son también recogidos por la Ley de Autonomía del Banco de España de 1994.

Tan importante como este paso hacia la ortodoxia financiera —que exigirá un cambio en la actitud del Tesoro en su política de deuda, sobre todo en el mercado primario, así como la existencia de un saldo positivo a su favor en el Banco de España, incluso adicional a la cifra correspondiente al préstamo singular— es el alargamiento del plazo medio de la deuda que ha tenido lugar en los últimos años. A comienzos de 1994, el plazo medio de vida residual de la deuda se situaba en el entorno de los tres años, cuando esta cifra se limitaba a prácticamente un año en 1990. En la consecución de esta política, que reduce el riesgo del proceso de endeudamiento para el Estado —un prestatario con evidente horizonte temporal de largo plazo asume un riesgo si se endeuda a corto plazo— y permite el desarrollo del conjunto del mercado financiero y su estabilidad, ha jugado un papel clave, como veremos más adelante, el sector no residente del mercado.

El año 1991 fue el del inicio de un giro efectivo en la estructura de la financiación del déficit del Estado. Después de cuatro años en los que la emisión de deuda a medio y largo plazo apenas supuso porcentajes significativos de las necesidades de

endeudamiento del Estado, en 1991 aquélla alcanzó el 115,3 por 100 de éstas. La crisis de la peseta de 1992 redujo de nuevo este porcentaje al 42,4 por 100, para situarse en 1993, el año de los fuertes descensos de tipos de interés, en el 115,4 por 100.

B) *El sistema de subastas*

Puede decirse que tanto el diseño de los instrumentos de deuda como el de los mecanismos para su emisión han estado guiados por el objetivo de desarrollar el mercado secundario, bajo el deseo de adoptar un modelo de mercado de deuda muy institucionalizado frente al modelo minorista que debe dominar en mercados de menor tamaño. Este objetivo se ha puesto de manifiesto repetidamente en los últimos años. Por una parte, el Tesoro ha seguido su línea de siempre de emitir sólo una pequeña gama de instrumentos —que en 1993 se ha simplificado con la desaparición completa de los pagarés del Tesoro— de diseño sencillo y muy estandarizado. El establecimiento de un calendario de emisión mensual para los bonos a cinco años y para las obligaciones a diez años desde 1991 —el año de la internacionalización del mercado—, y bimestral para las obligaciones a quince años desde el final de 1993 responde también a esta tendencia, de la misma forma que ha ocurrido con la emisión de letras del Tesoro a tres o seis meses, iniciada en 1991 en paralelo a las de doce, que han devenido en instrumentos a emitir en situaciones sólo de carácter extraordinario.

Por otra parte, la evidencia de que existe una relación positiva entre el volumen de saldo vivo que alcanza un valor o emisión determinado y su liquidez en el mercado secundario a vencimiento llevó al Tesoro a realizar sus subastas de bonos y obligaciones de acuerdo con un sistema de tramos, en el que se subasta en un mínimo de tres ocasiones —una por mes— una misma referencia de bonos o de obligaciones a diez años.

CUADRO NUM. 4
FINANCIACION DE LAS NECESIDADES DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO
(Miles de millones de pesetas)

Recurso al BE (1)	Letras del Tesoro (2)	Pagarés más deuda especial (3)	Deuda a medio y largo plazo (4)	Otros (5)	Total (6)	Porcentaje de «funding» (4)/(6)	Pro-memoria	
							Variación cartera no resid. (7)	Porcentaje (7)/(6)
1985	442,1	—	1.135,5	271,3	-144,0	1.704,9	15,91	—
1986	-606,7	—	936,7	1.649,5	-472,4	1.507,1	109,45	—
1987	-313,5	2.211,1	-496,2	298,1	-195,4	1.504,1	19,82	—
1988.....	-342,0	1.075,6	-159,3	948,1	-37,4	1.485,0	63,85	119,3
1989	233,3	1.455,4	-375,8	277,3	-515,8	1.074,4	25,81	215,1
1990	-133,2	1.711,5	-795,7	370,0	273,8	1.426,4	25,94	187,0
1991	-4,8	417,2	-828,5	1.802,9	176,7	1.563,5	115,31	1.566,7
1992	-122,3	1.975,4	-1.112,8	1.021,7	650,3	2.412,3	42,35	-336,9
1993	-2.076,5	853,5	179,5	4.987,2	376,6	4.320,3	115,44	2.418,7
								55,98

El mismo sistema se aplica también a las obligaciones a quince años cada dos meses. Si un valor no ha alcanzado un saldo vivo suficiente, por alguna razón, se prolonga su período de emisión en tantas ocasiones como sea necesario. Este saldo de referencia parece situarse en el entorno del billón de pesetas. Se trata de un sistema muy utilizado hoy en los países de la OCDE y sus efectos son muy positivos para el desarrollo del mercado secundario, como veremos más adelante.

Si bien este sistema ha sido muy favorable para el desarrollo del mercado secundario, su puesta en práctica no ha permitido todavía un funcionamiento completamente satisfactorio del mercado primario. Es una vieja aspiración del Tesoro, y de las instituciones que operan en el mercado español de deuda, lograr un mercado primario de bonos y obligaciones de funcionamiento simétrico ante los ciclos de signo diferente que se suceden en la evolución de los precios del mercado secundario: unas subastas que permitan la emisión de volúmenes significativos tanto si los tipos de interés están subiendo como si desciden. Sin embargo, la insuficiencia de la demanda interior de papel —con acceso directo al primario, en contraste con la no residente— y la todavía generalmente aceptada, pero equivocadamente, vinculación de los resultados de las subastas del primario a supuestas «señales» de política monetaria han sido factores perjudiciales para una correcta conexión primario-secundario en nuestro mercado de deuda del Estado. Y ello es aún más relevante ahora que el secundario es realmente el ámbito de la formación eficiente de los precios, gracias a su elevada, y homologable internacionalmente, liquidez.

La orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de junio de 1991 intentó superar estas trabas, pero sus resultados pueden calificarse como más que desiguales. La orden, que institucionalizaba la hasta entonces sólo tácita figura de los miembros «creadores de mercado», introduce por primera vez en el funcionamiento del primario la figura del creador, que pasa a ser gestor monopolista de una segunda vuelta que se puede abrir inmediatamente después de las subastas «normales», o de primera vuelta, de bonos y obligaciones del Estado. Esta segunda vuelta puede ser de dos modalidades, en función de que el Tesoro haya anunciado objetivo de colocación y lo haya cubierto, de que no lo haya cubierto, o de que no lo haya anunciado:

a) *Segunda vuelta automática*: con peticiones voluntarias de los creadores, que pujan en una nueva subasta, pero no pueden mejorar el precio medio de adjudicación de la subasta en primera vuelta. Esta modalidad se abre automáticamente cuando:

- El Tesoro anuncia un objetivo de colocación y se cubre en la subasta.
- El Tesoro no anuncia objetivo.

En esta segunda vuelta, el Tesoro se compromete a adjudicar un mínimo del 10 por 100 de lo emitido en la primera vuelta, si entonces hubiera satisfecho más de la mitad del volumen solicitado, o un mínimo del 20 por 100, si lo emitido hubiese sido inferior a la mitad de las ofertas de la subasta.

b) *Segunda vuelta a precios libres*: con peticiones obligatorias de los creadores de mercado a precios libres (una nueva subasta competitiva). Puede ser convocada o no, a voluntad del Tesoro, pero siempre que se cumpla el siguiente requisito: haber cubierto en la primera vuelta al menos el 70 por 100 del importe solicitado en las ofertas competitivas. En esta modalidad, los creadores de mercado están obligados a pujar por la parte alícuota que a cada uno le corresponda de la cantidad pendiente de colocación en relación con el objetivo preanunciado. Sin embargo, el Tesoro no está obligado a aceptar las ofertas de esta segunda vuelta a precios libres.

Es éste un sistema sumamente asimétrico en lo que respecta a las obligaciones de creadores, resto de entidades y Tesoro. En suma, puede señalarse que es un procedimiento de emisión que exige mucho a los creadores, poco al Tesoro y nada al resto del mercado con acceso al primario. Esta asimetría, y la imposibilidad de llevarla a la práctica sin fricciones de difícil solución, explica el hecho de que la segunda vuelta a precios libres haya sido pocas veces convocada y nunca haya logrado cubrir los objetivos de emisión anunciados, en cualquier caso, raramente por el Tesoro. La evidencia demuestra, obviamente, que el sistema no ha funcionado. Y ello es importante para tiempos en los que los tipos de interés a largo plazo se sitúan en niveles históricamente bajos, a lo que presumiblemente acompaña una mayor volatilidad en el mercado secundario.

Teóricamente, el sistema de las segundas vueltas es eficiente; sin embargo, el éxito de este procedimiento exigiría involucrar más al Tesoro en la disciplina de anuncio del objetivo de emisión. En este sentido, pueden adelantarse dos sendas de reforma: una, centrada en la manera y grado de compromiso en que el Tesoro anuncia su objetivo, y otra, en el grado de monopolio ejercido por los creadores en el primario y la necesidad de que, como compensación por sus compromisos en la segunda vuelta a precios libres, éstos puedan ser los únicos conocedores de primera mano del objetivo de colocación del Tesoro.

En nuestra opinión, el anuncio de un objetivo en cada subasta es importante y positivo para el funcionamiento del mercado de bonos y obligaciones; no así para el de letras del Tesoro, que no lo precisan por ser instrumentos a corto plazo y corresponderse sus emisiones con amortizaciones regulares. Tampoco nos parece conveniente el anuncio de unas necesidades de financiación plurimensuales: su grado de fiabilidad sería tan escaso que su uso

podría ser contraproducente para el funcionamiento del mercado. Recuérdese el ascenso inesperado de las necesidades de financiación en la segunda mitad de 1993, tras aflorar el nuevo gobierno el gasto público «latente» no reconocido presupuestariamente en ejercicios anteriores.

En el Reino Unido, el Tesoro sigue en la actualidad un *doble sistema de emisión* que le permite una mayor flexibilidad a la hora de facilitar la absorción de papel en el mercado (3). Por un lado, y desde el ejercicio fiscal 1992-93, convoca regularmente *subastas de deuda a medio y largo plazo mensuales*, en las que, por lo general, recae el mayor peso de la financiación. Históricamente, las autoridades monetarias británicas habían sido contrarias a la «rigidez» que impone un calendario de emisiones establecido, que no tiene en cuenta las condiciones en las que el mercado recibe una nueva emisión. En ellas suelen emitirse volúmenes importantes —en el entorno de los 3.000 millones de libras esterlinas—, si bien la cantidad es variable. El Tesoro tiene también capacidad de no convocar, si lo considera oportuno. Por otro, mantiene, en paralelo, su esquema de emisión tradicional, en el cual no hay una periodicidad establecida para las subastas ni un volumen de emisión regular (aunque éste es, generalmente, menor que el de la subasta mensual), sino que el Tesoro «sale al mercado» en varias ocasiones consecutivas, cuando las condiciones son propicias (normalmente, cuando los precios están subiendo), a precios normalmente cada vez más altos.

En el primer caso, el anuncio de la subasta tiene lugar en dos ocasiones durante el mes. En la primera, se establecen sólo características muy generales de la nueva emisión, como el tramo de la curva elegido o la fecha en que ésta tendrá lugar. El segundo anuncio es más específico, por cuanto detalla el volumen objetivo de emisión y el cupón de la referencia, y suele tener lugar en torno a una semana antes de la subasta.

En el Reino Unido, como en España en la primera vuelta, los *primary dealers* no ejercen un poder monopolístico en la subasta, pues legalmente toda institución financiera puede acudir a ella, aunque sea práctica habitual que muchas actúen a través de los creadores. Tampoco tienen el privilegio de ser los únicos en conocer el objetivo de colocación. Por otro lado, no existe compromiso alguno, al margen de cierto *deber moral* por parte de los *primary dealers*, de efectuar peticiones en la subasta. Sin embargo, en la línea de colaboración con el Tesoro que caracteriza su actuación en el mercado primario, los *primary dealers* tienen la facultad de *proponer al Tesoro qué objetivo de colocación estarían dispuestos a suscribir*. En la práctica, el único «privilegio» de los creadores de mercado en el Reino Unido es la posibilidad de «vender en descuberto» y acceder al préstamo de valores, al no existir un mercado *repo* desarrollado.

En Alemania, el Tesoro y las distintas agencias y organismos que emiten deuda pública (los ferrocarriles, Correos, el Fondo EFP y la Treuhand) utilizan diferentes procedimientos de emisión según el tipo de activo emitido. Nos centraremos únicamente en el método de emisión de la deuda a diez años (*Bunds*). Para estos activos no existe un calendario de emisión preestablecido, pero el objetivo de emisión se anuncia con cierta antelación para una o incluso varias subastas.

Cada subasta consta de dos «vueltas», que se realizan durante dos días consecutivos. La primera es de términos fijos, incluido el precio de emisión, y la adjudicación se realiza a través del sistema habitual de *sindicación*. El sindicato bancario (*konsortium*) consta actualmente de 109 miembros, instituciones financieras tanto residentes como no residentes. La segunda vuelta se realiza en forma de *subasta competitiva*, al día siguiente, y a través de este mismo sindicato, con la condición para el mercado (y la seguridad para el Tesoro) de que la porción del objetivo de colocación no cubierta entre las dos vueltas es adquirida por el Bundesbank (dos horas después), el cual colocará posteriormente estos bonos en sus operaciones de mercado abierto. El poder monopolístico que aparentemente ostentaría este sindicato, a través del cual tienen lugar las dos vueltas de la subasta, no es tal por el elevado número de instituciones que lo componen.

A la vista de los sistemas de mercado primario analizados, podríamos anticipar las siguientes conclusiones para el caso español: resulta evidente la necesidad de aumentar gradualmente el grado de «compromiso moral» de los creadores de mercado y del Tesoro en el mercado primario. Para ello, pensamos que el compromiso debe basarse en unas relaciones más directas y estables entre creadores y Tesoro en la primera vuelta del mercado primario y no sólo en la segunda y en el secundario, como hasta ahora.

La discusión con los creadores de mercado de los objetivos de emisión, la anticipación de los volúmenes previstos para una o varias subastas, e incluso la adopción de un sistema «mixto» de emisión por parte del Tesoro, con subastas regulares como las actuales y colocaciones esporádicas en el mercado, podrían ser pasos hacia una mayor colaboración y un mejor funcionamiento del todavía muy asimétrico mercado primario.

Los canjes de deuda son también una asignatura pendiente del mercado, ya que el Tesoro no ha logrado todavía concluir con éxito ninguna de las operaciones de este tipo que se ha planteado. Dos factores podrían explicarlo. Por una parte, un elemento técnico: el diseño de los canjes ha sido excesivamente rígido, con subastas inversas en las que el precio de recompra por el Tesoro era la variable básica de la subasta, mientras el precio de las referencias nuevas era fijo, con los consiguientes pro-

blemas de valoración para los suscriptores. Por otra parte, los valores canjeables (emisiones con escasa vida residual, poco líquidas y de pequeño saldo vivo) estaban en poder de entidades financieras que, a su vez, las habían financiado mediante cesiones temporales con sus clientes minoristas, lo que «bloqueaba» administrativamente, por su elevado coste burocrático, cualquier operación.

2. Mercado secundario

El mercado financiero más importante en tamaño en nuestro país es el de deuda del Estado: el volumen total de transacciones de su mercado secundario al contado alcanza una media diaria de unos 350.000 millones en los primeros meses de 1994, culminación de un proceso de ascenso sistemático en los últimos años. Su estructura institucional, que ha sido perfeccionada en los últimos años, y su solvente infraestructura técnica —gestionada, como es conocido, por el Banco de España— lo sitúan en la vanguardia de los más desarrollados; finalmente, es un foro eficiente para la formación de los precios, en los que subyacen tipos de interés que sirven de referencia al conjunto de los mercados de capitales y para el sistema bancario.

Durante los últimos años han tenido lugar algunos cambios institucionales que hacen conveniente repasar las características actuales del mercado de deuda anotada, un mercado de los considerados «oficiales» por la regulación española. Este mercado tiene por objeto la negociación de la deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta —casi la totalidad de la deuda del Estado—, así como la de los valores emitidos bajo esta forma por las comunidades autónomas, entidades y sociedades públicas u organismos internacionales de los que España es miembro, siempre previa autorización del Ministerio de Economía y Hacienda. De hecho, en los últimos años se han incorporado al mercado emisiones distintas de las del Estado, lo que sin duda es un hecho positivo. La Central de Anotaciones es el organismo rector del mercado, y está gestionada por el Banco de España. Actúa como registro central y, junto a las entidades gestoras, integra el llamado Sistema de Anotaciones en Cuenta. La Central gestiona los movimientos y saldos de las cuentas que los titulares poseen por cuenta individual y, globalmente, los de los terceros, que sólo pueden operar a través de su entidad gestora.

A) Estructura institucional

Este organismo, núcleo central del Sistema, mantiene al día los saldos que se reconocen en propiedad —bien por haber sido adquiridos a vencimiento, bien por haber sido comprados con pacto de reventa o en simultáneas— de cada titular y los que per-

tenecen —por las mismas vías— a terceros. En este sentido, existen tres modalidades de cuenta. En primer lugar, las cuentas *directas*, que pueden ser abiertas por cualquier persona física o jurídica que suscriba deuda pública directamente en el Banco de España (4). En segundo lugar, las cuentas *en nombre propio* correspondientes a los titulares de cuenta, que pueden proceder a su movilización a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (5). Finalmente, las cuentas *a nombre de terceros*, mantenidas por las entidades gestoras para sus clientes de manera separada de las suyas propias.

Los miembros del mercado son los titulares con cuenta propia y las entidades gestoras. Pueden ser titulares de cuenta las entidades incluidas en uno de los grupos de intermediarios financieros inscritos en los registros oficiales (a excepción de las agencias de valores), lo que excluye a los no residentes distintos de los organismos financieros internacionales y los bancos centrales de los países del FMI. Por su parte, las entidades gestoras pueden ser de dos tipos:

- a) *Entidades gestoras con capacidad plena*: son también titulares de cuenta y pueden hacer con sus clientes cualquier operación autorizada.
- b) *Entidades gestoras con capacidad restringida*: sus operaciones con terceros están limitadas a la actuación como meros comisionistas, salvo que posean cuenta propia, en cuyo caso podrán ofrecer contrapartida en nombre propio únicamente en compraventas simples al contado.

Las entidades gestoras desempeñan importantes funciones registrales en su operativa con terceros. Dentro de esta función de custodia, están obligadas a comunicar diariamente a la Central el saldo global por cuenta de terceros y, semanalmente, el detalle de todas las operaciones realizadas con ellos. Dentro del grupo de entidades gestoras de *capacidad plena*, destaca otro más reducido, el de los denominados *creadores de mercado*, con compromisos especiales sobre el mercado primario, como hemos visto, y sobre el secundario. Los creadores deben aportar liquidez suficiente al mercado entre miembros, cotizando sistemáticamente precios de compra y de venta para determinadas emisiones de deuda pública, y operando con volúmenes mínimos. Además, deben pujar regularmente en el mercado primario. En contrapartida, monopolizan la segunda vuelta de éste, participan en los sindicatos que aseguran las emisiones en divisa del Estado y son los únicos con los que opera el Banco de España en sus intervenciones diarias en el mercado de deuda anotada.

B) Modalidades de negociación

En el Sistema de Anotaciones conviven diferentes ámbitos de negociación, según los agentes par-

CUADRO NUM. 5
MIEMBROS DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES

Condición	Acceso		Titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotac.	Saldo mínimo de clientes (m. ptas.)	Operaciones autorizadas		Compromisos especiales			
	Tipo de entidades	Capital social min. (m. ptas.)			Por cuenta propia	Por cuenta de clientes				
Titulares de cuenta en la Central de Anotaciones	Véase relación n. ^o 1	200	Sí	No pueden tener clientes	Sí	No	No			
Entidades gestoras	Con capacidad plena	Negociantes de deuda	Creadores de mercado	Véase relación n. ^o 2	750	Sí	20.000	Sí	Sí	Véase relación n. ^o 4
		Resto de negociantes de deuda	Véase relación n. ^o 2	750	Sí	20.000	Sí	Sí	Véase relación n. ^o 5	
		Resto de gestoras con capacidad plena		Véase relación n. ^o 2	750	Sí	20.000	Sí	Sí	Cotizar contrapartida a sus clientes
	Con capacidad restringida	Titulares de cuenta		Véase relación n. ^o 2	750	Sí	1.000	Sí	Sí limitando su contrapartida a operaciones simples al contado	Cotizar contrapartida a sus clientes
		No titulares de cuenta		Véase relación n. ^o 3	150	No	1.000	No	Sí, actuando sólo como comisionistas	No

Relación n.^o 1: • Banco de España.

(*): • Bancos privados.

(*): • Cajas de ahorros y CECA.

(*): • Entidades de crédito de capital público estatal.

(*): • Cooperativas de crédito.

(*): • Sociedades mediadoras en el mercado de dinero.

(*): • Sociedades de valores.

• Instituto de Crédito Oficial (ICO).

• Entidades de financiación.

• Sociedades de arrendamiento financiero.

• Sociedades de crédito hipotecario.

• Fondos de regulación del mercado hipotecario.

• Sociedades de garantía recíproca.

• Sociedad Mixta de Segundo Aval.

• Sociedades y fondos de inversión mobiliaria, y fondos de inversión en activos del mercado monetario.

• Entidades de seguros.

• Fondos de garantía de depósitos en entidades de crédito.

• Consorcio de Compensación de Seguros.

• Organismos financieros internacionales de los que España sea miembro.

• Bancos centrales de países pertenecientes al FMI.

Relación n.^o 2: • Las marcadas con (*) en la relación 1.

Relación n.^o 3: • Relación 2.

• Agencias de valores.

Relación n.^o 4: • Aportar liquidez al mercado mayorista.

• Cumplir los requisitos de cotización y negociación en el mercado establecido por el Banco de España.

• Participar en las emisiones de deuda del Estado.

• Cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión de la deuda del Estado.

• Cooperar con el Banco de España en el adecuado funcionamiento del mercado secundario de deuda del Estado y de los mercados monetarios.

Relación n.^o 5: • Aspirantes a creadores de mercado. Cumplen los requisitos de la relación 4 en menor grado que los creadores de mercado.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

ticipantes. Por una parte, existe un sistema general de negociación, telefónico, en el que los titulares realizan entre ellos operaciones, bien a través de un mediador, o *broker*, o bien directamente. En este sistema las cotizaciones —los precios sin cupón corrido— son puramente indicativas y las operaciones se desencadenan por acuerdo bilateral entre las partes. Por otra parte, destaca un sistema de nego-

ciación mayorista, el llamado mercado ciego, en el que las partes no conocen sus contrapartidas, las cotizaciones son en firme y las operaciones pueden ser electrónicas o telefónicas, siempre a través de mediadores especialmente autorizados que aportan la red a la que sólo acceden las entidades gestoras autorizadas para ello, las denominadas negociantes de deuda. La experiencia de los últi-

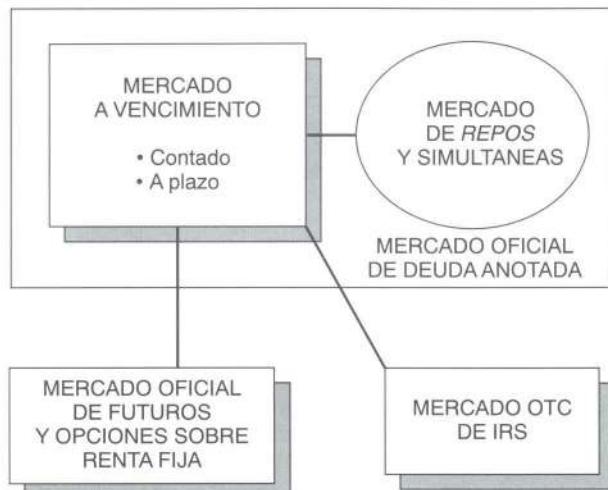
mos años ha cuestionado repetidamente la propia existencia de este segmento, cuyo objetivo de contribuir a la liquidez global gracias al anonimato de las grandes operaciones no es claro se haya cubierto. Por último, existe un tercer ámbito de negociación, el mercado formado por las gestoras con sus terceros. Recientemente, con la Orden de 16 de enero de 1992, se aprobó un sistema de negociación, liquidación y compensación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de deuda pública en las bolsas de valores, un segmento minorista que trata de contribuir a la transparencia del mercado entre gestoras y terceros, al fijar una referencia más para las compraventas simples.

C) Tipología operativa

En el mercado de deuda anotada, se desarrollan tres grandes tipos de operaciones. En primer lugar, las operaciones de compraventa simple al contado, con fecha valor antes de cinco días hábiles desde la fecha de contratación. Se trata de un mercado que en los últimos años ha ganado profundidad y liquidez de manera espectacular. En segundo lugar, las operaciones de compraventa simple a plazo, con fecha-valor más allá de los cinco días hábiles posteriores a la contratación. Son las únicas operaciones que están limitadas para los terceros, al exigirse a las entidades gestoras determinados formatos contractuales. En los últimos años, estas operaciones han cedido su importancia al mercado oficial de futuros de MEFF, que se desarrolla en paralelo a otro de opciones y que, tras su victoria frente a los contratos que trató de lanzar LIFFE, ha consolidado su madurez. Este mercado oficial constituye un ámbito más apropiado para la necesaria estandarización y seguridad de contrapartida de unas operaciones en las que subyace un riesgo de crédito a considerar —ligado al riesgo de perder, por incumplimiento de la contrapartida, las eventuales plusvalías acumuladas—, ya que éstas son bilaterales y sobre un valor real en el mercado de deuda anotada.

En tercer lugar, cabe destacar tres modalidades de operaciones de cesión temporal: la compraventa con pacto de recompra a fecha fija; la compraventa con pacto de recompra a la vista, con opción de recompra durante el período estipulado, y las simultáneas. La diferencia entre los pactos de recompra y las simultáneas, una de las novedades más importantes de los últimos años, reside en la disponibilidad de los valores por parte del comprador, pero tienen en común su contabilización como pasivos en las entidades de crédito. En las simultáneas, el comprador puede vender el valor a vencimiento o a una fecha de recompra más allá de la inicial de reventa; es decir, le permite realizar ventas de valores simples al descubierto, adquiriendo los valores con pacto de reventa a corto plazo. Ello hace posibles estrategias de *short selling*, útiles en la

ESQUEMA 1
ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA Y LOS MERCADOS DE INSTRUMENTOS DERIVADOS MAS RELACIONADOS



especulación orientada por diferenciales de rentabilidad entre valores diferentes: los llamados *switchs* de deuda, que se realizan ponderando las posiciones de signo contrapuesto con las sensibilidades (6) de los valores vendidos y comprados, y cubriendo y financiando éstas, respectivamente, con simultáneas de signo simétrico, de tal forma que la estrategia puede realizarse sin necesidad de que exista una posición inicial previa. Esto no es posible en las cesiones temporales tradicionales en nuestro país: las compraventas con pacto de recompra.

Además, las simultáneas permiten la venta a terceros, de nuevo en simultánea, de posiciones adquiridas por las gestoras de esta manera —lo que estaba prohibido en los *repos* tradicionales (no podían hacerse *repos de repos* a terceros)— y son contabilizadas por las entidades de crédito como pasivos, al igual que los *repos*. De hecho, por estas diferencias, las simultáneas se parecen más a los genuinos *repos* que caracterizan otros mercados europeos que a los *repos* tradicionales, y son profusamente utilizadas por los no residentes para financiar sus posiciones.

En los últimos años, el crecimiento de la negociación al contado y el desarrollo de los mercados de futuros han reequilibrado los pesos de la negociación al contado simple y de las operaciones de cesión temporal, tanto en el segmento entre titulares como en el de titulares frente a terceros o entre los propios terceros. Este desarrollo ha tenido su origen en la actividad de los no residentes, unos terceros en el sistema de la Central que, paradójicamente, han revitalizado la negociación entre titulares.

SIMULTANEAS Y REPOS

El objetivo de esta nota es aclarar algunos aspectos conceptuales de las diferencias entre las cesiones con pacto de recompra, que siempre han existido en el mercado de deuda anotada, y las más recientes, conocidas como simultáneas. Las *simultáneas* y *repos* realizadas con deuda pública anotada son operaciones financieramente idénticas, pero existen entre ellas importantes diferencias históricas, registrales y contables. Desde un punto de vista financiero, las ventas simultáneas o las cesiones con pacto de recompra —conocidas como *repos*— pueden interpretarse de la misma forma: o bien como un préstamo garantizado con uno o varios valores —los subyacentes a la operación y cuyo valor de mercado determina el efectivo del préstamo (colateral)— o, paralelamente, como una venta de valores sujeta a un compromiso de recompra, que se materializará en firme a la fecha de amortización del valor subyacente. En la contabilidad actual de las entidades de crédito ambas operaciones generan un pasivo por el efectivo de la cesión temporal, no computable en el coeficiente de caja obligatorio, aun cuando el comprador sea un cliente. Fiscalmente, el tratamiento es también homogéneo: las rentas de las adquisiciones temporales, sean de una u otra modalidad, no exigen retención fiscal a cuenta en el impuesto del comprador.

¿Cuáles son, pues, las diferencias entre *repos* y *simultáneas*? El origen de las diferencias está en las condiciones de su registro por la Central de Anotaciones. Por razones puramente técnicas, la Central no permite que el plazo de la cesión con pacto de recompra supere el plazo sobre el que el vendedor dispone del usufructo del valor cedido. Es decir, no se puede vender *repo* a tres meses, por ejemplo, una letra del Tesoro adquirida previamente con pacto de reventa a sólo dos meses. Esta limitación ya existía con los pagarés del Tesoro y fue extendida a las letras del Tesoro en 1987.

Además, hasta los años noventa, también por razones

ESQUEMA 1 EQUIVALENCIAS FINANCIERAS DE LAS OPERACIONES TEMPORALES

1. Venta temporal de un valor



2. Compra temporal de un valor



d_o = fecha valor de la operación.
 d_r = fecha de vencimiento de la operación temporal.
 d_v = fecha de vencimiento del activo subyacente.

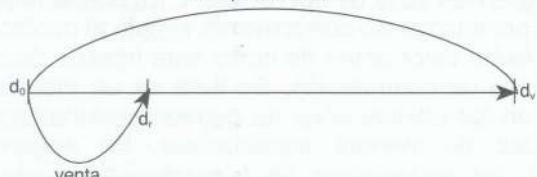
puramente técnicas, la Central no permitió la realización por las entidades gestoras del mercado de «*repos de repos*» sobre deudas con cupón periódico —aunque sí sobre letras— a sus terceros. Esto impidió que el proceso de comercialización de la deuda que se desarrolló en la segunda mitad de los ochenta con pagarés y letras, se reprodujera en términos exactamente equivalentes en los bonos y obligaciones del Estado.

Ambas limitaciones hicieron que a lo largo de 1988-1990 se desarrollaran las operaciones *simultáneas*, que no con-

ESQUEMA 2 POSIBILIDADES OPERATIVAS DE LAS SIMULTÁNEAS

1. Compra financiada (también posible con cesiones con pacto de recompra)

comprar al contado



2. Venta al descuberto

compra



d_o = fecha valor de la operación.
 d_r = fecha de vencimiento de la operación temporal.
 d_v = fecha de vencimiento del activo subyacente.

sistían sino en la realización «simultánea» y frente a una misma contrapartida de las dos operaciones a que equivale financieramente una cesión con pacto de recompra: una venta al contado del valor subyacente y una paralela compra a plazo del mismo, con fecha valor al final del plazo de vigencia del *repo* sintético. Estas operaciones permitían al cesionario vender en firme los valores, escapando a las limitaciones técnicas de la Central: tanto las que prohibían el *repo de repo* a terceros como las referidas al período de usufructo. Con las *simultáneas* una entidad podía comprar o vender valores al contado, respectivamente, sin dinero —lo que ya podía hacer con los *repos*— o sin papel. Por ejemplo, vender en contado un valor «al descuberto» —es decir, sin disponer del papel en firme, lo que se conoce como *short selling*—, adquiriéndolo en simultánea: algo imposible con los *repos* tradicionales. Esta modalidad de operativa, de carácter marcadamente especulativo, ha contribuido a hacer al mercado al contado más líquido, en la medida en que éste ha ganado en flexibilidad y versatilidad. Ha permitido el desarrollo de los llamados *switch*, estrategias guiadas por la expectativa, no ya de desplazamientos de la curva de rentabilidades hacia arriba o hacia abajo, sino de cambios en las posiciones relativas de los diferentes valores a lo largo de la curva.

Las *simultáneas* pasaron un período inicial de incertidumbre sobre su estatuto legal, ya que tardaron en ser reconocidas como tales por el Banco de España y por la Central. Se las relacionaba con las heterodoxas operaciones de «apar-

camiento» de valores, en las que la venta no se lleva a cabo por un criterio de valor de mercado, y ello retrasó su reconocimiento expreso. En junio de 1990 el Banco de España las legaliza públicamente, al reconocerlas como operaciones indivisibles y generadoras de un pasivo bancario por el efectivo de la venta, cuando son realizadas por entidades de crédito. Después, el Banco de España las considera en la Circular 4/91, sobre normas de contabilidad, exigiendo a las compras en simultáneas que cubren una venta al descubierto (*short selling*) un tratamiento contable del colateral o garantía de la operación diferenciado: el efectivo de la venta se contabiliza en una cuenta de pasivo —acreedores por valores— que se valora a precios de mercado de los valores cedidos, con el consiguiente reflejo de las diferencias en la cuenta de pérdidas y ganancias, en los mismos términos previstos por la circular para el préstamo de valores. De esta manera, si el precio de los valores cedidos —los que garantizan el pasivo generado— cae en el mercado, el cesionario debe registrar una pérdida.

Las simultáneas son, pues, operaciones más completas contable y registralmente que las ventas con pacto de recompra tradicionales en el mercado español. Su auge, en un contexto en el que todavía no se ha desarrollado el préstamo de valores en el mercado entre miembros, ha sido desde el año 1992 espectacular. Las simultáneas —y no los repos tradicionales de nuestro mercado— son, de hecho, operaciones

equivalentes en sus consecuencias operativas, a lo que en mercados de otros países se conoce genuinamente como repos.

Las simultáneas han tenido un gran desarrollo también en el sector no residente del mercado. Las entidades no residentes que actúan en el mercado español han utilizado intensamente las simultáneas bien como instrumento alternativo a los acuerdos a plazo en tipo de cambio para cubrir el riesgo de cambio, o bien para cubrirse de papel en sus ventas al contado al descubierto de carácter especulativo, o, simplemente, para financiar en moneda local y sencillamente sus posiciones. Por eso, puede decirse que la parte de las carteras de éstos ligada a operaciones simultáneas —en torno a dos millones de pesetas en los últimos meses— es la que responde a objetivos de inversión de más corto plazo o especulativos: la parte, en definitiva, más sensible a los cambios del nivel de precios del mercado. Las entidades financieras miembros del mercado han dado contrapartida a este uso de las simultáneas de los no residentes, de forma que existe ahora en sus carteras una fuerte posición larga en simultáneas, la simétrica a la posición corta de los no residentes frente a sus entidades gestoras, con amplias consecuencias negativas sobre el diferencial positivo que siempre debe existir entre los tipos de interés de depósitos interbancarios y los de repos o simultáneas de plazos equivalentes, el llamado diferencial *depo-repo*.

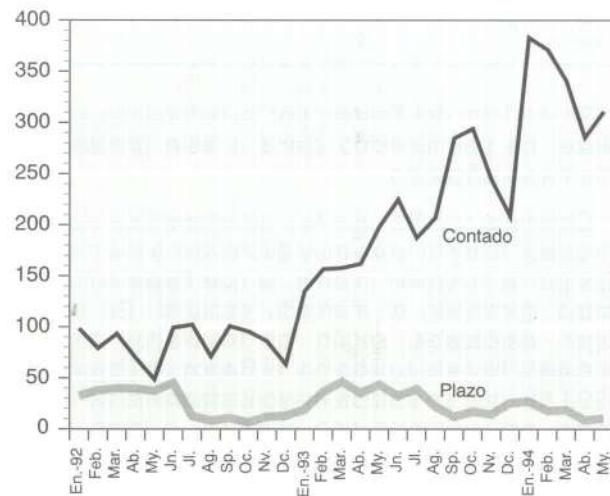
3. La comercialización de la deuda y las carteras

En este epígrafe, nos ocuparemos de los cambios que en los últimos años han tenido lugar en el proceso de comercialización de la deuda, a fin de extraer conclusiones sobre la estructura de la deuda según los distintos participantes en el mercado. La principal conclusión que obtendremos es que el

sector interno no bancario sigue siendo marginal en la distribución de la deuda a vencimiento, a pesar del desarrollo de los fondos de inversión, y en contraste con lo que sucede en los repos o respecto al sector no residente. Únicamente el desarrollo de una cultura inversora interna a largo plazo terminará equilibrando definitivamente el mercado español de deuda, ahora demasiado sesgado por el peso excesivo de los no residentes: un peso que no tiene por qué ser desestabilizador, ya que se trata de

GRAFICO 7

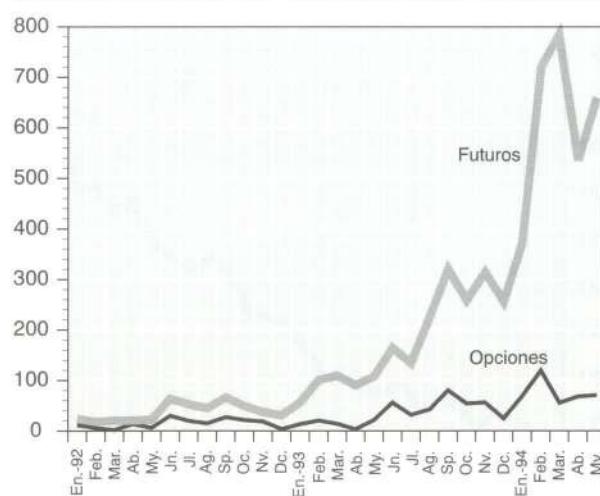
VOLUMEN NEGOCIADO EN LOS MERCADOS DE CONTADO Y A PLAZO DE DEUDA PÚBLICA
(Medias de datos diarios en miles de millones de pesetas)



Fuente: AFI.

GRAFICO 8

VOLUMEN NEGOCIADO EN LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES DE RENTA FIJA
(Medias de datos diarios en miles de millones de pesetas)



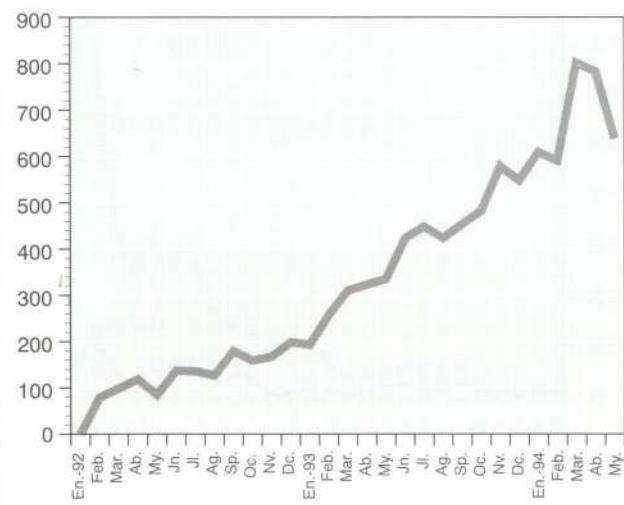
Fuente: AFI.

inversores a largo plazo, pero que podría generar, en períodos de incertidumbre, una mayor volatilidad de tipos de interés a largo plazo de lo deseable.

En 1991, el mercado de deuda fue objeto de un cambio estructural (7), el segundo después del *big-bang* de 1987. La eliminación de trabas burocráticas y fiscales —que aun después de la liberalización de los movimientos de capital seguían dificultando la inversión de los grandes gestores de carteras internacionales—, gracias, por una parte, a la exención fiscal de las rentas obtenidas por la inversión en deuda española de los no residentes, desde el inicio de 1991, y, por otra, a la devolución automática de las retenciones practicadas sobre los cupones, instaurada unos meses después, sentó las bases para un desarrollo amplio de la inversión exterior (8).

Las expectativas de convergencia que alimentaba, en el contexto de optimismo sobre la unión europea previo a la firma del Tratado de Maastricht, el «exceso de credibilidad» de que gozaba la política económica española impulsaron la rápida absorción por los no residentes de espectaculares volúmenes de bonos y obligaciones del Estado español a lo largo de 1991. Si, al inicio de ese año, el peso de los no residentes en el saldo vivo de deuda a medio y largo plazo era prácticamente nulo, al final de él se había situado en algo más de dos billones de pesetas. A fines de abril de 1994, el saldo vivo de deuda en poder de no residentes ascendía a 6,3 billones, lo que suponía un 44 por 100 del saldo vivo total de deuda a medio y largo plazo, porcentaje que al final de 1993 alcanzaba prácticamente el 50 por 100. Casi el 90 por 100 de la emisión nueva fue a parar a manos de no residentes durante el período 1991-

GRAFICO 9
VOLUMEN NEGOCIADO EN EL MERCADO DE SIMULTANEAS SOBRE DEUDA DEL ESTADO
(Medias de datos diarios en miles de millones de pesetas)



CUADRO NUM. 6
ESTRUCTURA DE LA NEGOCIACION
DEL MERCADO SECUNDARIO

	Deuda pública anotada (a)			MEFF - Renta Fija	
	Mercado al contado	Mercado a plazo	Mercado simultáneas	Mercado de opciones	Mercado de futuros
1992					
Ene.	98,4	32,5	—	11,4	24,3
Feb.	79,0	38,0	79,0	5,7	18,2
Mar.	93,4	39,9	98,5	1,7	20,3
Abr.	69,8	39,7	118,3	13,7	20,7
May.	48,7	37,4	84,8	8,5	22,3
Jun.	99,1	45,1	137,3	29,9	63,2
Jul.	102,0	12,7	135,9	19,6	52,2
Ago.	71,1	8,3	127,2	14,8	44,7
Sep.	100,6	10,7	179,3	27,0	66,0
Oct.	95,3	6,6	159,1	21,0	48,5
Nov.	85,9	12,1	167,0	18,3	37,4
Dic.	63,0	13,0	198,5	3,3	30,8
1993					
Ene.	134,5	19,0	193,5	13,2	56,3
Feb.	156,2	36,3	257,5	20,4	100,5
Mar.	157,4	46,2	310,3	13,8	108,9
Abr.	161,6	35,1	323,1	3,2	90,2
May.	197,4	43,5	335,1	21,5	107,3
Jun.	224,5	32,3	422,6	56,0	164,2
Jul.	186,8	29,3	448,9	31,8	133,8
Ago.	206,7	22,2	423,5	42,6	225,0
Sep.	284,4	12,2	454,0	80,6	320,4
Oct.	293,9	17,0	482,2	54,4	259,0
Nov.	243,9	14,5	579,0	56,3	314,0
Dic.	208,4	25,6	548,1	24,5	256,0
1994					
Ene.	383,1	27,3	609,0	68,8	373,0
Feb.	371,1	17,9	590,9	119,5	720,6
Mar.	340,6	18,8	801,6	55,1	791,5
Abr.	285,2	8,8	783,0	67,9	535,7
May.	310,8	10,5	638,1	70,5	660,0

Medias mensuales del volumen diario de negociación entre miembros, en miles de millones de pesetas.

Fuente: AFI.

1993. La letra del Tesoro, por su naturaleza a corto plazo, ha permanecido ajena a este proceso de internacionalización.

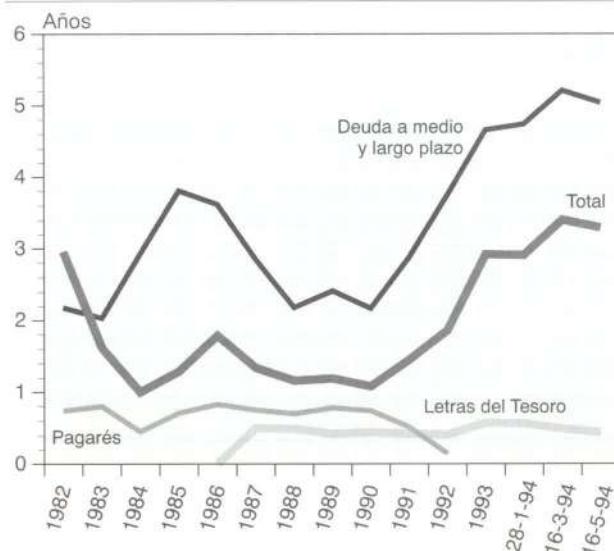
Conviene resaltar que las características de esta inversión exterior eran muy diferentes a las mostradas por la inversión interna, la que hasta entonces había dominado el mercado español. En primer lugar, destacaba, según los resultados de una encuesta llevada a cabo por el Banco de España en 1993 (9), que se trataba mayoritariamente de inversores institucionales con objetivos a largo plazo —fondos de inversión con este horizonte y fondos de pensiones suman el 54 por 100 de la actividad, según la encuesta—, precisamente el tipo de inversores de que adolecía y adolece el mercado espa-

CUADRO NUM. 7
ESTRUCTURAS DE LA DEUDA DEL ESTADO.
1987-1993
(En miles de millones a fin de año)

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Bonos del Estado	Obligaciones del Estado
1987	2.538,0	5.332,0	2.250,5	774,4
1988	3.657,9	5.051,4	3.244,3	740,4
1989	5.403,7	4.570,9	3.541,1	667,1
1990	7.382,3	3.707,8	4.158,7	649,5
1991	7.711,9	2.629,0	5.777,3	1.090,0
1992	9.789,5	731,9	5.829,1	2.186,8
1993	10.723,3	0,0	10.347,9	4.952,3

(*) Los pagarés del Tesoro tuvieron un tratamiento fiscal especial hasta 1992. Actualmente, no existe saldo vivo ni emisiones nuevas.

GRAFICO 10
EVOLUCION DE LA VIDA MEDIA DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA



Nota: La deuda Total incluye la deuda asumida por el Estado.

ñol, profundamente marcado por la estrategia del *repo* de las entidades bancarias y por un generalizado sesgo hacia el corto plazo del ahorrador último (10). En segundo lugar, los inversores no residentes se han caracterizado por un alto grado de participación en el mercado secundario, mostrando que su gestión de carteras es muy activa. Se trata esta última de una evidencia que también contrasta con la vivida en el mercado español antes de su incorporación: los inversores no residentes están mostrando al inversor español que los objetivos de inversión a largo plazo —la vocación por el largo plazo— no están reñidos con una gestión activa y valorada a precios de mercado.

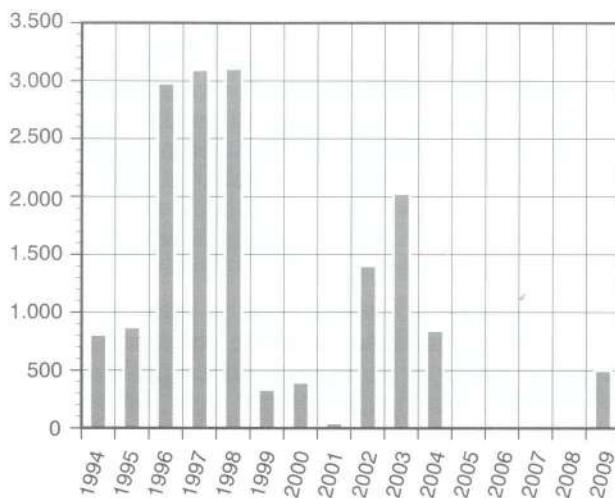
El proceso de internacionalización de la deuda pública española —que lo sucedido desde junio de 1992 avala como irreversible— ha supuesto un

«cambio estructural» para el mercado, al menos por tres razones: 1) ha transformado el proceso de formación de precios, haciendo del tipo de cambio un factor mucho más decisivo que en el pasado, al afectar directamente a las rentabilidades esperadas de una porción relevante del mercado; 2) se ha constituido prácticamente en el único factor de desarrollo del segmento a largo plazo del mercado, ante la insuficiencia cuantitativa de la inversión institucional genuinamente doméstica en nuestro país, y 3) ha ampliado el tamaño del mercado secundario de operaciones al contado a vencimiento, antes subdesarrollado, y ha permitido un avance sin precedentes indirecta, y en menor medida directamente, del mercado de derivados de MEFF-Renta fija (11).

No obstante, el elevado peso de estos inversores no residentes también ha tenido consecuencias de carácter institucional, algunas no tan positivas para el mercado español. En primer lugar, ha puesto a prueba la hegemonía del segmento de las transacciones entre «miembros» o «titulares» —condición a la que no pueden acceder los no residentes— como núcleo central en la formación de precios, al generarse un relevante submercado «entre terceros» no residentes, que sólo nominalmente pertenece al Sistema de Anotaciones en Cuenta, y que fundamenta su actividad en los sistemas de liquidación y compensación que nacieron originalmente en el mercado de eurobonos, Euroclear y Cedel; unos sistemas que, al incluir hoy bonos domésticos, compiten con los sistemas internos en aquellos países en los que éstos existen. En segundo lugar, el desarrollo de la inversión exterior ha permitido sólo muy tardía, desigual y parcialmente el crecimiento de la actividad comercial de las entidades gestoras domésticas, teóricamente las encargadas de ofrecer el servicio de custodia en la Central de Anotaciones a sus terceros, en muchos casos, cuando se trata de no residentes, instituciones o fondos, con un peso específico muy superior al de cualquier miembro del mercado. Según estimaciones del Banco de España, nada menos que un 75 por 100 del saldo vivo de los no residentes estaba, en septiembre de 1993, depositado en Euroclear y Cedel, sistemas en los que estos inversores liquidan y compensan sus operaciones con deuda española. Más recientemente, a lo largo de 1993, este porcentaje ha debido reducirse, gracias al efecto sobre los depósitos de la operatoria en simultáneas, hasta un 57 por 100. Este cambio de tendencia tiene vital importancia para la supervivencia del mercado español en el mercado financiero único.

La conexión, o «puente», entre el sistema doméstico y los sistemas externos se realiza a través de las dos únicas entidades españolas con cuenta propia en estos últimos. Los clientes no residentes de entidades españolas que, a pesar de la eficacia del sistema de liquidación doméstico, prefieren —generalmente por coste, al generar economías de escala— mantener sus saldos depositados en Euroclear

GRAFICO 11
VENCIMIENTOS DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO A JUNIO DE 1994
(En miles de millones de pesetas)



Nota: En 1997 se incluyen 869.000 millones de vencimientos de deuda especial.

o Cedel, «pertenece» nominalmente a las cuentas de terceros de estas dos entidades en la Central, que «custodian» así los saldos de las demás entidades españolas. Como ejemplo del peso que han alcanzado estos sistemas externos, baste señalar el efecto «contagio» que han provocado en las costumbres del mercado doméstico: mientras en el pasado, antes de 1991, en el mercado al contado eran las operaciones con «valor el mismo día» las más frecuentes —gracias al eficaz sistema de entrega contra pago de la Central—, hoy es más frecuente la operatoria con «valor semana», la hegemónica en los menos eficaces sistemas de los euromercados.

El saldo vivo neto de deuda pública en poder de los no residentes, que, como es conocido, se concentra en los bonos y las obligaciones, observó un máximo de algo más de 2,5 billones de pesetas justo antes del primer referéndum de ratificación del Tratado de la Unión Europea. Despues, en los meses de agosto a octubre de 1992, tuvo lugar un descenso importante —unos 700.000 millones—, generado fundamentalmente tras las medidas «anti-especulación» de la Circular 17/92 del Banco de España. Aunque aún no habían desaparecido las tensiones contra la peseta, el descenso del saldo «tocó fondo» en los meses de noviembre y diciembre, para más tarde, a lo largo de toda la primera mitad de 1993, recuperar el nivel perdido en el semestre anterior, e incluso sobrepasarlo, para marcar nuevos máximos al cierre del ejercicio.

Esta evolución pone de manifiesto la importancia de un análisis contextualizado del saldo neto de los no residentes que publica la Central de Anotaciones. Este saldo es una cartera neta —como lo son todos los saldos registrados y publicados por la

Central—, es decir, el neto de los activos y pasivos en deuda del Estado español mantenidos por no residentes.

Las operaciones de compra o de venta llamadas «simultáneas» —que no son sino *repos* que, como hemos señalado, permiten la «venta al descubierto» y el «repo de repo»— afectan, pues, al saldo neto de terceros no residentes que publica la Central de Anotaciones, como afectan también los *repos* a cualquiera de los saldos sectoriales que publica la Central (12). Se trata éste de un saldo neto, resultado de sustraer a la cartera contable el saldo de cesiones *repo* —de importancia marginal— y de simultáneas, de importancia desde finales de 1992 muy relevante. Según estimaciones del Banco de España (13), al final de abril de 1994, el saldo de deuda cedido por los no residentes en simultáneas alcanzaba los 2,2 billones de pesetas. Al final de 1993, este saldo se elevaba a 2,8 billones de pesetas. Es decir, al saldo neto publicado por la Central de Anotaciones habría que añadir los saldos de simultáneas que financian las posiciones reales de los no residentes y en los que invierten los residentes.

Aunque no se publican datos directos, es muy probable que este saldo de simultáneas sea un fenómeno muy reciente. El fuerte crecimiento de la negociación de simultáneas en el mercado entre titulares de cuenta en la Central, que ha tenido lugar desde septiembre de 1992 y sobre todo a lo largo de 1993, podría ser el reflejo de un acceso creciente de los no residentes a una forma de financiación de sus posiciones en pesetas menos costosa que el mercado de depósitos en euros, por el lógico diferencial entre los tipos de interés del eurodepósito.

CUADRO NUM. 8
VIDA MEDIA EN AÑOS DE LA DEUDA DEL ESTADO NEGOCIAL
(Según amortizaciones efectuadas)

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	Total
1982	—	0,74	2,18	2,96
1983	—	0,8	2,03	1,62
1984	—	0,45	2,93	1,00
1985	—	0,71	3,81	1,29
1986	—	0,83	3,62	1,79
1987	0,50	0,75	2,85	1,34
1988	0,49	0,7	2,18	1,16
1989	0,42	0,78	2,41	1,19
1990	0,44	0,74	2,17	1,08
1991	0,42	0,51	2,88	1,45
1992	0,41	0,14	3,75	1,86
1993	0,57	—	4,66	2,92
28-Ene-94 ...	0,56	—	4,74	2,91
16-Mar-94 ...	0,49	—	5,21	3,40
16-May-94 ...	0,44	—	5,04	3,29

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y AFI.

to y el de la simultánea. Estos inversores habrían «aprendido el camino» de las simultáneas a raíz de las limitaciones que la circular anti-especulación supuso para la financiación en eurodepósitos, convirtiéndose el proceso de traslado de sus posiciones cortas hacia el mercado doméstico en irreversible, gracias a sus ventajas en coste y a la eficiencia de la Central de Anotaciones.

El importante saldo de simultáneas implícito en las cifras de la Central indica que el peso de la cartera contable de los no residentes en el mercado a vencimiento es muy superior al que las cifras netas reflejan. Ello explica también el fuerte ascenso de las carteras netas de las entidades financieras, principales inversoras en simultáneas durante 1993. Estas instituciones han venido financiando las posiciones de los no residentes con simultáneas, aunque también lo han hecho los fondos de inversión. El Tesoro se ha financiado en 1993, por tanto, gracias a sus fuertes emisiones a medio y largo plazo adquiridas por los no residentes, pero al financiar éstos gran parte de sus adquisiciones mediante cesiones en simultáneas, la financiación pública siguió provocando un alto crecimiento monetario —medido por los Activos Líquidos del Pùblico (ALP)— en 1993.

Como estos inversores no han querido asumir riesgo de cambio —no han confiado en la peseta, pero sí en el descenso de los tipos de interés a largo plazo—, han venido cubriendo sus posiciones activas en deuda española con pasivos en pesetas. En 1993, han hecho un gran descubrimiento: las simultáneas les permiten financiar sus carteras a un coste inferior al eurodepósito, el instrumento dominante durante la crisis de 1992. La importancia de este cambio ha sido decisiva para alterar la tendencia del mercado a liquidar sus operaciones a través de los sistemas externos del euromercado, ya que la actividad en simultáneas hace conveniente la liquidación directa desde una cuenta de terceros del sistema interno.

Una primera conclusión debe realizarse desde un punto de vista institucional. Parece evidente que el hecho de que el porcentaje del saldo de deuda española depositado en Euroclear o Cedel se haya

mantenido en niveles elevados —estable en torno al 75 por 100 del saldo total antes del *boom* de las simultáneas de 1993— pone de manifiesto la necesidad de cambios en la estrategia comercial de muchas entidades gestoras —que deben mejorar sus servicios de custodia— y/o la apertura a los no residentes de la condición de miembro del mercado, si se pretende que éstos depositen, como sería deseable para el desarrollo de nuestro mercado interior, sus saldos en el sistema de liquidación doméstico.

En 1993, el avance de la operatoria, genuinamente doméstica, en simultáneas entre residentes y no residentes, ha permitido una ruptura de la tendencia de los no residentes a liquidar y compensar sus operaciones en deuda española a través de los sistemas internacionales, y ello debe valorarse de forma claramente positiva. Por otra parte, esta situación ha provocado, como consecuencia derivada —al surgir una nueva fuerza en el mercado por el lado de la venta—, un estrechamiento estructural de los diferenciales entre los tipos de los depósitos interbancarios y los de las simultáneas.

Desde un punto de vista macroeconómico, el saldo vivo de deuda del Estado en manos de no residentes que publica la Central de Anotaciones no puede considerarse como el indicador más apropiado de la confianza exterior en la peseta, aunque sí pone de manifiesto la creciente internacionalización del mercado de bonos y obligaciones del Estado y, en este sentido, la confianza de los no residentes en los valores españoles como un área del mercado internacional con la que poder diversificar sus carteras. Lo sucedido desde junio de 1992 muestra un cambio estructural en las vías de cobertura del riesgo de cambio por parte de estos inversores, desde las posiciones cortas en eurodepósitos hacia las simultáneas, que ha permitido el seguimiento por parte de los inversores no residentes de estrategias, sobre todo desde el inicio de 1993, que apostaban por el descenso de los tipos de interés en nuestro país —por plusvalías en los bonos, por tanto— y, al mismo tiempo, por la caída de la peseta (comprar bonos y vender pesetas).

**CUADRO NUM. 9
ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO
DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO
(En miles de millones de pesetas)**

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Banco de España	225,5	320,8	375,4	444,7	505,6
Entidades financieras ..	3.019,7	3.164,6	4.450,2	5.517,2	6.148,6
No residentes	512,8	2.078,9	1.778,9	7.059,3	6.772,7
Pùblico	874,9	1.303,1	1.411,3	1.310,1	2.015,5
TOTAL	4.632,9	6.867,3	8.015,8	14.331,3	15.442,4

Nota: Saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

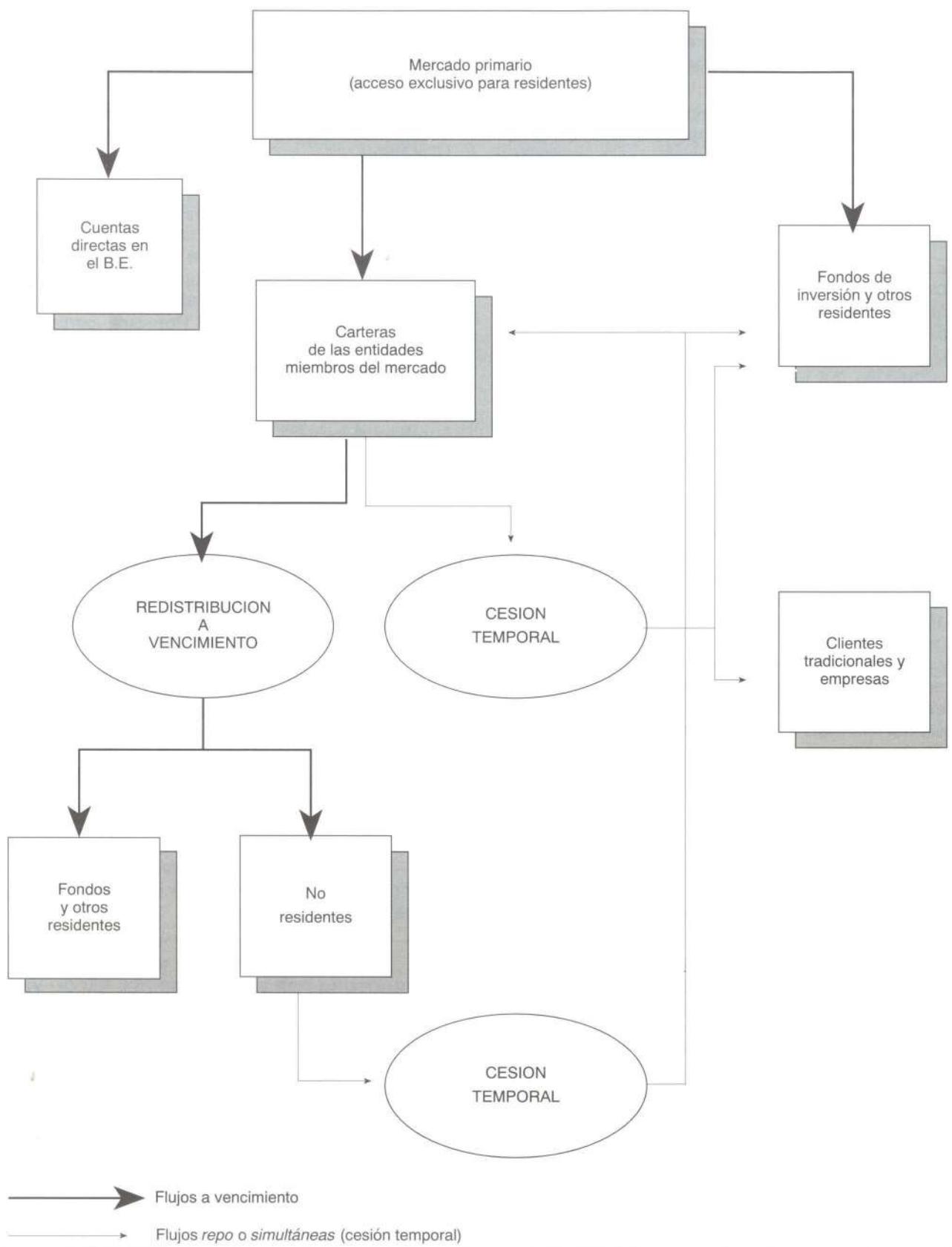
**CUADRO NUM. 10
ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO
DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO
(Estructura porcentual)**

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Banco de España	4,9	4,7	4,7	3,1	3,3
Entidades financieras..	65,2	46,1	55,5	38,5	39,8
No residentes	11,1	30,3	22,2	49,3	43,9
Pùblico	18,9	19,0	17,6	9,1	13,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: Sobre saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

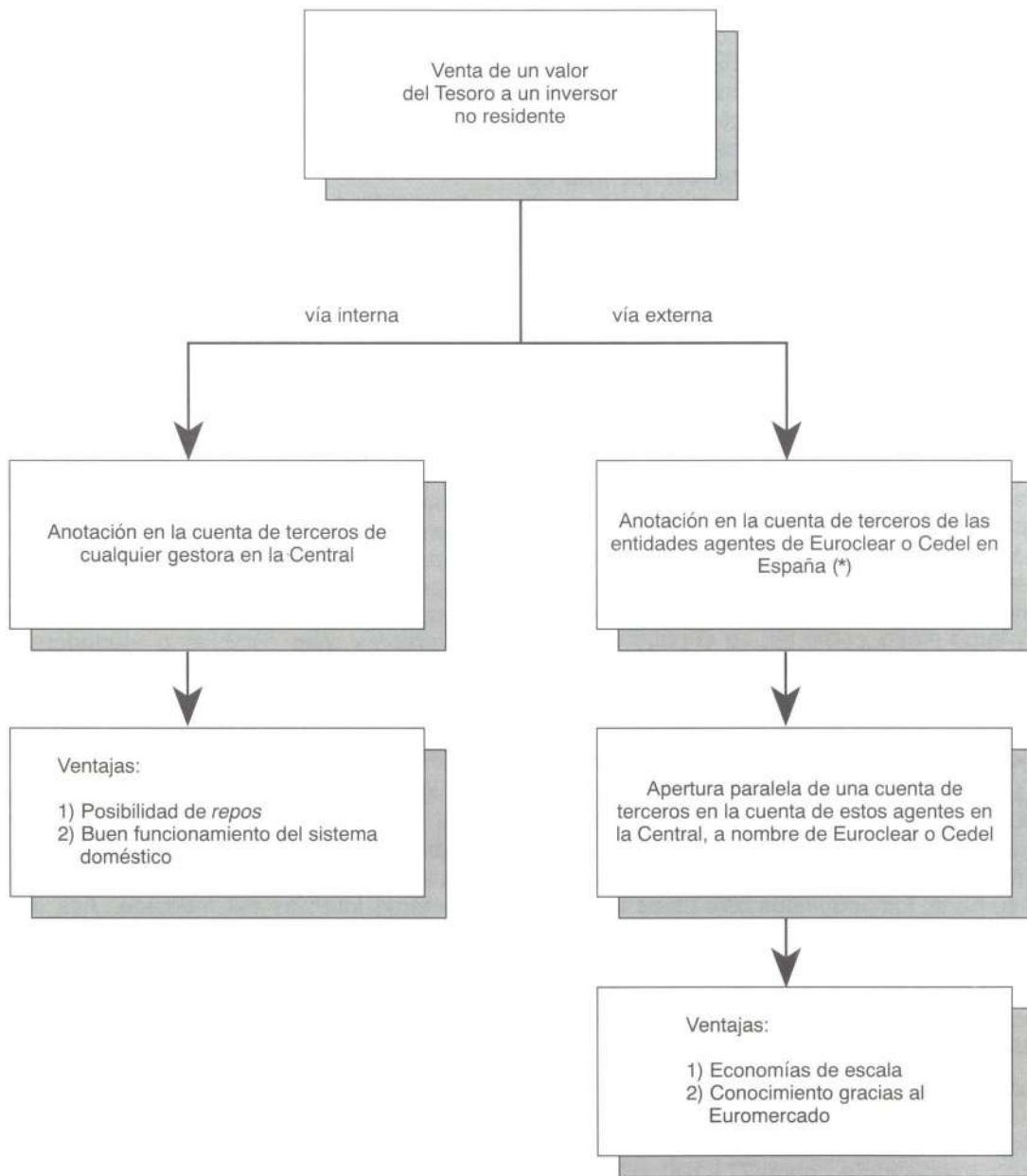
ESQUEMA 2
PRINCIPALES FLUJOS DE DISTRIBUCION DE LA DEUDA PUBLICA EN 1994



Estas estrategias otorgan, en nuestra opinión, más probabilidad a una *hipótesis de estabilidad* en estos saldos: la presumible estabilidad, eso sí, mientras España siga la senda de la convergencia política y económica con el resto de Europa, de los saldos de los inversores extranjeros orientados a objetivos de rentabilidad a largo plazo debe ser matizada. Este componente coexiste con los saldos de inversores orientados al corto plazo o al puro *trading*. Sin embargo, estos saldos no necesariamente hacen menos estable la financiación del déficit.

cit, ya que gozan, en el desarrollado mercado español, de instrumentos de gestión de sus riesgos más que suficiente. Gracias a los mecanismos de financiación vía simultáneas, pueden, dentro del sistema de la Central de Anotaciones, cubrir el riesgo de cambio, y gracias al potente mercado interno de futuros de MEFF, disponen de un ámbito ideal para la cobertura del riesgo de interés. En todo caso, el mercado español ha demostrado, gracias a su funcionamiento eficiente, ser ya uno de los más importantes para la inversión internacional, y ello no es

ESQUEMA 3
**ALTERNATIVAS DE LIQUIDACION Y COMPENSACION DE LA DEUDA PUBLICA ANOTADA
 PARA LOS NO RESIDENTES**



(*) Banco Santander para Euroclear y BBV para Cedel

coyuntural. La estabilidad de las posiciones en la deuda española tomadas por los no residentes dependerá, en nuestra opinión, más allá de la coyuntura de la peseta, de la pervivencia de las expectativas de convergencia genuina de la economía española frente a la comunitaria, dentro o fuera de una eventual unión monetaria. El tipo de cambio no es un factor relevante para poner en cuestión la estabilidad global del saldo de los no residentes, como tampoco lo son, después de la crisis de junio-septiembre de 1992, los avatares del proceso de institucionalización de la Unión Europea.

Finalmente, debe destacarse que la incorporación no residente al mercado debe considerarse positiva para el desarrollo del mercado desde una perspectiva histórica, pero ello no puede dejar de hacer destacable la necesidad de desarrollar una inversión institucional doméstica orientada al largo plazo. En el ámbito interno, conviene recordar que las cosas no han cambiado mucho en estos últimos años. El proceso de comercialización de la deuda del Estado hacia el público ha cambiado gracias a los fondos de inversión, que gestionan hoy más de 10 billones de pesetas, pero sólo en apariencia. Si en 1990 el 73,4 por 100 de la deuda en manos del público era «adquirida» por éste por la vía del *repo* a corto plazo frente al sistema crediticio, en 1994 este porcentaje se ha reducido al 54,8 por 100, pero exclusivamente gracias a lo sucedido en las letras del Tesoro, que sólo llegan vía *repo* a un 46 por 100 del saldo del público, frente al 71 por 100 de cuatro años antes.

Frente al 13 por 100 que representaba la deuda del Estado a medio y largo plazo sobre el patrimonio total de los fondos de inversión al final de 1993, los *repos* con el sistema bancario y los valores a corto plazo alcanzaban el 36,3 y el 28,4 por 100, respectivamente. La comercialización de la deuda a medio y largo plazo, como tal, en el público —o, lo que es lo mismo, el incentivo del ahorro privado a largo plazo— sigue siendo la gran asignatura pendiente del mercado de deuda del Estado.

El análisis de la evolución de las carteras de deuda a medio y largo plazo —reconstruidas a partir de los saldos netos que publica la Central de Anotaciones, añadiendo en cada caso los saldos financiados con *repos* por cada sector y deduciendo, por su parte, los adquiridos bajo estas operaciones—, en lo transcurrido del año 1994 —un período en el que ha tenido lugar una importante revisión al alza de los tipos de interés a largo plazo de todas las divisas, incluida la peseta— revela importantes evidencias.

En primer lugar, destaca el fuerte descenso de las carteras de los inversores no residentes que ha tenido lugar hasta abril. El saldo total de estos inversores se ha reducido en unos 771.100 millones en los cuatro primeros meses del año. Este descenso se ha concentrado en los inversores que financia-

CUADRO NUM. 11
ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO
DE LETRAS DEL TESORO
(En miles de millones de pesetas)

	1990	1991	1992	1993
Banco de España	816,6	1.042,7	25,1	0,0
Entidades financieras	4.672,7	4.106,2	5.741,3	5.626,3
No residentes	107,1	107,7	70,8	55,0
Público	1.785,9	2.455,3	3.952,3	5.042,0
TOTAL	7.382,3	7.711,9	9.789,5	10.723,3

Nota: Saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO NUM. 12
ESTRUCTURA POR TENEDORES DEL SALDO VIVO
DE LETRAS DEL TESORO
(Estructura porcentual)

	1990	1991	1992	1993
Banco de España	11,1	13,5	0,3	0,0
Entidades financieras..	63,3	53,2	58,6	52,5
No residentes	1,5	1,4	0,7	0,5
Público	24,2	31,8	40,4	47,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: Saldos brutos contables.

Fuente: Elaboración propia.

ban sus posiciones con *repos* en pesetas (operaciones simultáneas), lo que permite pensar que, presumiblemente, el impacto de la crisis vivida en el mercado sobre la inversión exterior en la deuda española se ha concentrado en el componente más especulativo (el orientado por rentabilidades a corto plazo) del sector, afectando en menor medida a los inversores más estables o «jugadores» de largo plazo (que apuestan por una depreciación de la peseta menor que la descontada por los diferenciales de rentabilidad o por la reducción de estos diferenciales).

Al aumentar el saldo vivo de bonos y obligaciones del Estado en 1.111.100 millones en esos cuatro meses, la caída de la cartera de los no residentes ha supuesto un importante esfuerzo inversor en los sectores internos del mercado. Así, las entidades financieras internas han aumentado su cartera en algo más de un billón de pesetas y el público ha aumentado su peso en el saldo vivo en 768.200 millones en el mismo período. Estos aumentos de cartera se han concentrado en los meses de febrero y abril en el caso de las entidades y en enero y febrero en el caso del público. Nótese que el descenso de 0,8 billones estimado para los no residentes en esos cuatro meses encubre una evolución de signo diferente en enero respecto del resto de los meses.

Los no residentes elevaron sus carteras hasta un

CUADRO NUM. 13
CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO DEL PÚBLICO
(En miles de millones de pesetas)

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Letras del Tesoro	6.127,4	7.062,0	8.613,9	9.325,0	8.027,0
Repo	4.341,5	4.606,7	4.661,6	4.283,0	3.686,8
A vencimiento	1.785,9	2.455,3	3.952,3	5.042,0	4.340,2
Bonos y obligaciones del Estado	3.085,8	3.786,9	4.363,9	5.685,6	6.037,5
Repo	2.210,9	2.483,8	2.952,6	4.375,5	4.022,0
A vencimiento (e)	874,9	1.303,1	1.411,3	1.310,1	2.015,5
Pagarés del Tesoro	1.668,2	1.374,0	423,2	—	—
Repo	1.429,5	618,8	259,4	—	—
A vencimiento	238,7	755,2	163,8	—	—
TOTAL	10.881,4	12.222,9	13.401,0	15.010,6	14.064,5
Repo	7.981,9	7.709,3	7.873,6	8.658,5	7.708,8
A vencimiento	2.899,5	4.513,6	5.527,4	6.352,1	6.355,7

(e) Estimación.

Fuente: Elaboración propia.

nivel histórico de 8,1 billones al final de enero para después reducirlas drásticamente hasta 6,3 billones. Aquel ascenso tuvo un componente especulativo dominante, por lo que el descenso también lo ha sido. Los no residentes han destruido 1,8 billones desde el punto álgido alcanzado al final de enero, eliminando también las posiciones en simultáneas que los financiaban. Por eso, el saldo neto publicado por el Banco de España sólo se redujo en 774.000 millones en los cuatro meses y 290.000 millones en el período febrero-abril.

La absorción por los residentes de estas carteras tiene consecuencias muy diferentes según nos refiramos al sector de entidades de crédito o al público, que accede a la deuda fundamentalmente a través de los fondos de inversión. La cartera de las entidades financieras aumentó en 1,5 billones desde que comenzara la crisis, una cifra incluso superior a la correspondiente a todo el año 1993. Parece, pues, claro que la presión contable —la que se deriva de la aplicación de la circular 18/92 del Banco de España, que obliga a provisionar una producción de las minusvalías latentes de los bonos de la cartera de inversión— puede estar siendo relevante. En este sentido, interesa destacar el efecto negativo que podría estar provocando la contabilidad actual de las carteras de inversión de las entidades bancarias en un año, como 1994, de intensa reducción en el sector de los márgenes financieros y de alto nivel de morosidad. Esta distorsión juega en dos vías. Por una parte, atenaza las decisiones de inversión de las entidades en el mercado de deuda, aun cuando, paralelamente, éstas pueden estar concediendo créditos hipotecarios a tipo fijo y a largo plazo a niveles de rentabilidad interna coherentes con el contexto de tipos de enero pasado. El objetivo de la exigencia de los provisionamientos por minusvalías latentes era hacer conscientes a las entidades

CUADRO NUM. 14
CARTERA DE DEUDA DEL ESTADO EN EL PÚBLICO
(Estructura)

	1990	1991	1992	1993	1994-mar
Letras del Tesoro	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Repo	70,9	65,2	54,1	45,9	45,9
A vencimiento	29,1	34,8	45,9	54,1	54,1
Bonos y obligaciones del Estado	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Repo	71,6	65,6	67,7	77,0	66,6
A vencimiento (e)	28,4	34,4	32,3	23,0	33,4
Pagarés del Tesoro	100,0	100,0	100,0	—	—
Repo	85,7	45,0	61,3	—	—
A vencimiento	14,3	55,0	38,7	—	—
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Repo	73,4	63,1	58,8	57,7	54,8
A vencimiento	26,6	36,9	41,2	42,3	45,2

(e) Estimación.

Fuente: Elaboración propia.

CUADRO NUM. 15
RESULTADOS DE LA ENCUESTA DEL BANCO DE ESPAÑA SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA INVERSIÓN NO RESIDENTE EN DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO ESPAÑOLA

Características de inversor (¿cómo distribuiría el valor total de su actividad en deuda española según tipo de inversor?)

1. Fondos de inversión a largo plazo	41,6
2. Bancos	16,9
3. Fondos de inversión a corto plazo	14,3
4. Cartera propia	13,2
5. Fondos de pensiones	12,4
6. Empresas no financieras	0,8
7. Individuos	0,3
8. Otros	0,4
TOTAL	100,0

Procedencia última de los recursos

1. Europa	64,9
De donde:	
— Alemania.....	16,1
— Francia	10,7
— Reino Unido	61,9
— Resto de Europa	11,3
2. Estados Unidos y Canadá	25,5
3. Japón	5,3
4. Otros	4,3
	100,0

financieras del grave peligro del riesgo de interés en que incurrián cuando comercializaban la deuda por la vía de los repos masivos. Sin embargo, hoy puede estar generando una excesiva vulnerabilidad en el mercado de deuda.

CUADRO NUM. 16
ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO DE LA INVERSIÓN
COLECTIVA (1)
(En miles de millones de pesetas)

	IV 91	IV 92	IV 93
Frente al S. crediticio	1.706,1	2.921,6	4.412,0
Efectivo y depósitos	173,0	165,0	370,8
<i>Repos</i>	1.300,3	2.511,4	3.718,8
Valores	232,8	245,3	322,4
Frente a Adm. Públicas	1.839,1	2.636,9	4.505,9
Estado	1.710,1	2.430,0	4.237,3
Corto plazo	1.136,2	1.838,5	2.907,8
Largo plazo	573,9	591,5	1.329,6
Resto administraciones	90,3	138,1	182,1
Créditos	38,7	68,8	86,4
Frente a otros sectores residentes..	540,3	697,4	895,4
Renta fija	383,1	562,0	679,2
Corto plazo	176,3	238,9	247,4
Largo plazo	206,8	323,1	431,9
Renta variable	157,2	135,4	216,2
Frente al sector exterior	43,4	120,1	438,4
Total sectores	4.128,9	6.376,0	10.251,7
Total activo	4.341,6	6.635,9	10.603,5
Núm. de instituciones	662,0	732,0	822,0

(1) Incluye FIM, FIAMM, SIM y SIMCAV.

CUADRO NUM. 17
ESTRUCTURA DEL PATRIMONIO DE LA INVERSIÓN
COLECTIVA (1)
(En miles de millones de pesetas)

	IV 91	IV 92	IV 93
Frente al S. crediticio	41,3	45,8	43,0
Efectivo y depósitos	4,2	2,6	3,6
<i>Repos</i>	31,5	39,4	36,3
Valores	5,6	3,8	3,1
Frente a Adm. Públicas	44,5	41,4	44,0
Estado	41,4	38,1	41,3
Corto plazo	27,5	28,8	28,4
Largo plazo	13,9	9,3	13,0
Resto administraciones	2,2	2,2	1,8
Créditos	0,9	1,1	0,8
Frente a otros sectores residentes..	13,1	10,9	8,7
Renta fija	9,3	8,8	6,6
Corto plazo	4,3	3,7	2,4
Largo plazo	5,0	5,1	4,2
Renta variable	3,8	2,1	2,1
Frente al sector exterior	1,1	1,9	4,3
Total sectores	100,0	100,0	100,0

(1) Incluye FIM, FIAMM, SIM y SIMCAV.

III. LA DEUDA PÚBLICA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

A las comunidades autónomas corresponde una parte importante del saldo vivo de deuda pública española. En nuestra opinión, éstas serán en el futuro una parte sustancial del mercado español de deuda pública. La herencia de un largo período de fricciones con el gobierno central hace que su deuda esté todavía muy sesgada hacia el crédito bancario en pesetas —que no precisa de autorización del gobierno central— frente a los valores negociables. No obstante, la inserción de las comunidades en la senda de la consolidación fiscal y el retorno al consenso desde 1992, sobre el que después nos detendremos, sienta las bases para la instrumentación de políticas de deuda de cada comunidad orientadas al mercado y a los inversores; ello hace previsible un paulatino avance de la emisión de deuda pública por estas administraciones. Además, cabe anticipar un progresivo, en general, estrechamiento de los diferenciales entre el coste de su endeudamiento y el del Estado, hoy demasiado amplios —también en general—, si se consideran las ratios del endeudamiento, las calificaciones crediticias de las agencias especializadas y los propios diferenciales de sus emisiones en divisa.

1. Marco legal

Como hemos señalado ya, las restricciones que el artículo 14 de la Ley Orgánica de Financiación de

las Comunidades Autónomas (LOFCA) impone sobre la apelación al endeudamiento por parte de las administraciones autonómicas han determinado en el pasado continuadas fricciones con el gobierno central (1989-1992), ya que han sido utilizadas por éste como arma de presión para conducir a las comunidades a políticas fiscales regionales menos expansivas. Tal utilización ha sido profundamente distorsionadora de todo el proceso de endeudamiento autonómico y ha determinado la estructura que en la actualidad presenta el mismo: sesgada hacia el crédito bancario.

En este sentido, debemos recordar que el citado artículo tan sólo deja libre de la necesidad de autorización previa del gobierno central, en la práctica, a través del Consejo de Ministros —aunque siempre dentro de la obligación genérica, según la cual el endeudamiento regional debe generarse en coordinación con el resto de administraciones públicas en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera—, al endeudamiento a corto plazo (a un plazo inferior a un año) en pesetas cuyo objetivo sea cubrir necesidades de tesorería, y a la apelación al crédito bancario. Tanto la emisión de valores de la Administración regional como el endeudamiento en divisas están sujetos a la obligación general de una previa autorización del gobierno nacional.

Además, la LOFCA impone otras restricciones. En primer lugar, la deuda no tesorera debe estar vinculada a gastos de inversión; la *ratio* del endeudamiento a medio y largo plazo sobre las inversiones reales no debe superar el 100 por 100. En segundo lugar, la comunidad no debe incurrir en un riesgo excesivo en su política de deuda; ésta no debe generar un servicio —carga por intereses y amortización— superior al 25 por 100 de los ingresos corrientes de la comunidad (el «coeficiente LOFCA»).

Estos condicionantes determinan en la práctica la autonomía financiera de las comunidades autonómicas, pues éstas no pueden ejercer de manera indefinida una política de déficit público autónomo —sin el concierto del Estado— apelando sólo al endeudamiento por la vía del crédito bancario (que no precisa de autorización estatal), ya que la saturación del mercado en este caso puede ser muy rápida. Se trata éste del único elemento disciplinario de las relaciones entre el gobierno central y los autonómicos. Sus efectos, sin embargo, lejos de ser efectivos en términos de coordinación, no han hecho sino distorsionar la estructura del endeudamiento de las comunidades autonómicas. La evidencia histórica ha demostrado que la coordinación y asunción de políticas fiscales coherentes es el único camino sensato para evitar la activación del dispositivo lento y distorsionador del endeudamiento que supone la capacidad legal del gobierno nacional de no autorizar el acceso autonómico a los mercados de deuda o a los mercados de divisa. Tal es la enseñanza del Programa de Convergencia (1992) y de los escenarios de Consoli-

dación Presupuestaria consensuados entre las diferentes administraciones a lo largo de 1992 y 1993.

Al final de 1992, según datos del Banco de España, la mitad del endeudamiento de las comunidades estaba instrumentado en créditos bancarios, y sólo el 15,9 por 100 se materializaba en deuda negociable. La proporción de deuda sobre los pasivos financieros totales se ha ido reduciendo a lo largo del período 1983-1991, para repuntar ligeramente en 1992. Parece lógico pensar que la normalización de las relaciones entre las administraciones regionales y el gobierno central que ha tenido lugar desde 1992, en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera, conduzca a un ascenso del peso de la emisión de valores —que precisa autorización del gobierno central— en el endeudamiento de las grandes comunidades. Ello podría generar un mercado financiero eficiente para la negociación de estos valores, que podría servir de pauta para el sector bancario y las pequeñas comunidades. Es, pues, sensato pensar que los próximos años serán totalmente diferentes de los anteriores en el endeudamiento autonómico: sólo la coordinación de políticas presupuestarias impedirá la activación de las burdas medidas disciplinarias que permite la LOFCA, y el margen de maniobra será muy superior para la instrumentación de políticas de endeudamiento por emisión de deuda, al menos en las comunidades grandes.

2. Necesidad de coordinación y armonización Estado/comunidades autónomas

Una cuestión clave en el Tratado de la Unión firmado en Maastricht es la responsabilidad de los gobiernos de los estados miembros sobre el cumplimiento de los compromisos adquiridos respecto al déficit del conjunto de sus administraciones públicas. Tal responsabilidad hace conveniente una reflexión, especialmente relevante en el caso español, donde instancias administrativas como las comunidades autónomas gozan de autonomía de gasto —y, en menor medida, de ingreso— y de cierto grado de discrecionalidad en su endeudamiento.

En el artículo 3 del Protocolo sobre la eventualidad de déficit excesivo, el Tratado señala que «a fin de garantizar la eficacia del procedimiento aplicable en caso de déficit excesivo, los gobiernos de los Estados miembros serán responsables, con arreglo a dicho procedimiento, de los déficit del gobierno general» (administraciones públicas), definidos según este Protocolo. El gobierno central aparece, así, como responsable ante la CE del nivel que pueda alcanzar la suma de los déficit de todas las instancias administrativas: el propio gobierno central, seguridad social y gobiernos autonómicos y locales. Esta cuestión plantea la necesidad de adoptar una línea clara en la distribución de responsabilidades, dentro de cada estado miembro, en el

endeudamiento de las distintas administraciones públicas.

En nuestro país, es la LOFCA la normativa que regula la financiación autonómica. Nos detendremos aquí sólo en la cuestión del endeudamiento. Según la LOFCA, el endeudamiento de las comunidades autónomas debe estar sujeto a una serie de requisitos, en algunos casos, y en general a la coordinación con el Estado y con el resto de las comunidades en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF). Como hemos visto, en el endeudamiento de las Comunidades se debe distinguir entre las siguientes modalidades, según sus requisitos:

1) Endeudamiento en pesetas a menos de un año (de tesorería): es de libre disposición por las comunidades siempre que tenga por objeto cubrir sus necesidades transitorias de tesorería.

2) Endeudamiento en pesetas a plazo superior:

— Apelación al crédito del público (bonos, obligaciones, etc., emitidos en oferta pública): debe ser autorizado por el Estado.

— Resto (crédito bancario y colocaciones privadas): no precisa autorización del Estado.

3) Crédito en divisas: debe ser autorizado por el Estado.

De acuerdo con la LOFCA, además de las del Estado, sólo las emisiones de deuda autonómica autorizadas por el gobierno central pueden considerarse legalmente como «deuda pública», aunque a efectos del cómputo del saldo vivo de deuda pública a que nos hemos referido en este trabajo sí comprende el resto de los pasivos financieros autonómicos, así como todos los pasivos financieros de las corporaciones locales. Todo el endeudamiento autonómico a plazo superior a un año, cualquiera que sea la forma en que se documente, debe cumplir los siguientes requisitos: el importe total de crédito debe ser destinado a la realización de gastos

de inversión, y el importe total de las anualidades por amortización de capital e intereses no debe exceder del 25 por 100 de los ingresos corrientes de la comunidad autónoma (coeficiente LOFCA).

La experiencia reciente de la financiación autonómica en nuestro país podría resultar de interés, al poner de manifiesto una cierta contradicción entre la discrecionalidad autonómica en el endeudamiento —que ha permitido una cierta autonomía de su política de gasto público frente a sus ingresos, incurriendo en fuertes déficit—, que para algunas modalidades permite la LOFCA, y la responsabilidad del gobierno central ante la CE —y quizás también ante los mercados— sobre todo el déficit público y no sólo sobre el estatal. Durante el período 1989-1991, el Estado no autorizó emisiones de deuda pública de las comunidades autónomas en respuesta al fuerte crecimiento de los déficit presupuestarios de éstas. Sin embargo, las comunidades siguieron practicando, con diferencias y matices entre unas y otras, políticas fiscales muy expansivas, que condujeron a sus políticas de endeudamiento a masivas apelaciones al crédito bancario en condiciones, en general, muy negativas para sus costes financieros —créditos sindicados a tipo variable referenciados con un sustancioso diferencial positivo respecto al MIBOR—, que alcanzaron en 1992 una situación crítica en algunas comunidades.

Esta situación ha sido, en nuestra opinión, muy delicada y muy negativa: la falta de coordinación y armonización entre las políticas fiscales de las diferentes comunidades autónomas ha supuesto entre 1989 y 1991 una gran discrepancia entre los objetivos del déficit del Estado y los autonómicos. La no autorización por el Estado de nuevas emisiones públicas autonómicas no impidió que aquéllas acudieran al crédito bancario por volúmenes y en condiciones que han deteriorado, en general, profundamente, su rating crediticio en los mercados. Sólo el tiempo parece haber permitido, tras el consenso alcanzado por el CPFF en enero de 1992 sobre

**CUADRO NUM. 18
ENDEUDAMIENTO DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS
(Saldos a fin de período en miles de millones de pesetas)**

Organismos entes y empresas dependientes	Administración general						
	Préstamos y créditos						
	Total	Valores a corto plazo	Obliga- ciones	Total	En pesetas	En moneda extranjera	Pro- memoria de no residentes
1988	82,4	425,0	—	209,8	215,2	199,0	16,2
1989	95,9	634,4	—	240,5	393,9	305,7	88,2
1990	107,6	950,3	41,4	242,6	666,3	557,7	108,6
1991	157,3	1.472,2	99,6	261,0	1.111,6	992,2	119,4
1992	201,3	2.074,6	116,8	405,2	1.552,6	1.279,4	273,2
1993	257,1	2.529,7	93,3	643,7	1.792,8	1.435,6	357,2

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

disciplina presupuestaria y reducción de los déficit públicos, un nuevo escenario de coordinación entre políticas fiscales. Las comunidades han encontrado, sin duda, un elemento de disciplina fiscal en los mercados —que han encarecido sus costes financieros y racionado su acceso al crédito conforme se concentraba el riesgo crediticio en los balances bancarios—, pero ello ha tenido un elevado «coste» para su endeudamiento, y quizás también para el del propio Estado. Las entidades financieras a las que estaban abocadas a apelar las comunidades deficitarias sólo anticiparon el riesgo en que incurrián claramente cuando comprendieron que el Estado no podía asumir la responsabilidad crediticia del endeudamiento autonómico en el sistema bancario. Ello sólo se puso de manifiesto cuando las autoridades económicas —el Banco de España y el Ministerio de Economía del gobierno central— lo anunciaron en el verano de 1991. Sólo entonces los mercados comenzaron a actuar como un elemento disciplinario para las políticas fiscales autonómicas, y lo hicieron de la peor manera posible: de manera indiscriminada, sin una visión a largo plazo y bajo un análisis crediticio poco riguroso.

3. Análisis comparativo del endeudamiento autonómico

La situación del endeudamiento en las comunidades dista mucho de ser homogénea, por dos razones: en primer lugar, el tamaño de las comunidades autónomas es muy heterogéneo, tanto por los distintos grados de competencias asumidas (que determinan el nivel de las transferencias del Estado) como por el diferente peso de sus poblaciones y de su economía; en segundo lugar, las políticas presupuestarias han sido también muy heterogéneas, por lo que el tamaño relativo de los déficit autonómicos de los últimos años ha sido también muy diferente.

De acuerdo con las cifras de 1993 (diciembre), el mayor saldo vivo de deuda pública —incluyendo todos los conceptos— correspondía en 1992 a la Junta de Andalucía, con 561.400 millones de pesetas, seguida de la Generalidad de Cataluña —con 520.000 millones— y de la Comunidad de Madrid, con 357.900 millones (véase cuadro núm. 1). En un segundo grupo se encuentran la Generalidad Valenciana, la Junta de Galicia y el Gobierno Vasco, con unos 200.000 millones cada uno. El resto de las comunidades situaba el saldo de su deuda entre los 90.000 millones de Canarias y los 20.000 millones de La Rioja. El tamaño absoluto de la deuda es importante no como indicador de calidad crediticia, sino porque determina la virtualidad de la presencia de los gobiernos regionales en los mercados financieros a través de emisiones mínimamente líquidas, así como el propio «estilo de gestión» de la deuda.

Saldos vivos pequeños sitúan al prestatario en el ámbito de los mercados minoristas y determinan que su interlocución con la comunidad bancaria discurra principalmente por los canales de la negociación bilateral con las entidades de crédito. Por su parte, saldos vivos elevados permiten (y exigen) un acceso a los mercados mayoristas a través de la emisión de títulos-valores, es decir, una interlocución directa con los inversores finales —fondos de inversión, fondos de pensiones, entidades de crédito y no residentes— a través de los mercados organizados, estructurados en un segmento primario de emisión y otro secundario de negociación de saldos vivos entre inversores.

En este contexto, surge la cuestión de dónde deben cotizar y cómo deben materializarse los valores negociables emitidos por las comunidades. Como éstas emiten deuda pública, no precisan ni «folleto de emisión», ni registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Como es conocido, ello ha generado una situación paradójica —y muy negativa— en los programas de pagarés de la Comunidad de Madrid y de la Junta de Andalucía, que cotizan en el mercado AIAF. Este mercado tiene la calificación de «organizado», pero no es «oficial», por lo que los pagarés admitidos a cotización deben solicitar la calificación por la CNMV de «elevada liquidez», algo que precisan los FIAMM, verdaderos destinatarios del papel a corto plazo, para invertir libremente en pagarés. El tratar de evitar esta «tierra de nadie» ha impulsado a las comunidades a incluir sus valores en mercados oficiales, como las bolsas regionales o el mercado de deuda pública.

4. Calidad crediticia

Como al inversor, además del tamaño de la deuda, al gestor autonómico debe interesarle también la calidad crediticia de su riesgo, con el fin, en primer lugar, de ofrecer al mercado su propia interpretación de esta calidad, con una necesaria política de transparencia informativa y, en segundo lugar, para vigilar, a través de las primas pagadas frente a las emisiones de los prestatarios sin riesgo —el Tesoro Público—, la percepción de este riesgo por parte del mercado.

El panorama de las cifras absolutas cambia radicalmente si se analizan las cifras relativas, que son las relevantes en una aproximación al análisis de la calidad crediticia de un prestatario. En España, el sistema autonómico goza de algunas características por las que se puede afirmar que los gobiernos regionales deben mostrar mejor calidad crediticia —para el endeudamiento en la misma divisa— que los prestatarios privados para las mismas ratios de endeudamiento. A pesar de que los gobiernos autonómicos no tienen la capacidad de los estados soberanos para emitir moneda —lo que les otorga,

en condiciones normales, la máxima calidad crediticia en cada país—, varios elementos permiten afirmar lo anterior:

— Las limitaciones de la LOFCA, antes señaladas, regulan el acceso a los mercados financieros, abocando a las comunidades a la coordinación con el gobierno central de su endeudamiento (y recuérdese que éste es el responsable dentro de la CE de los compromisos sobre la ortodoxia de la política fiscal), e impiden un deterioro indefinido de la calidad crediticia.

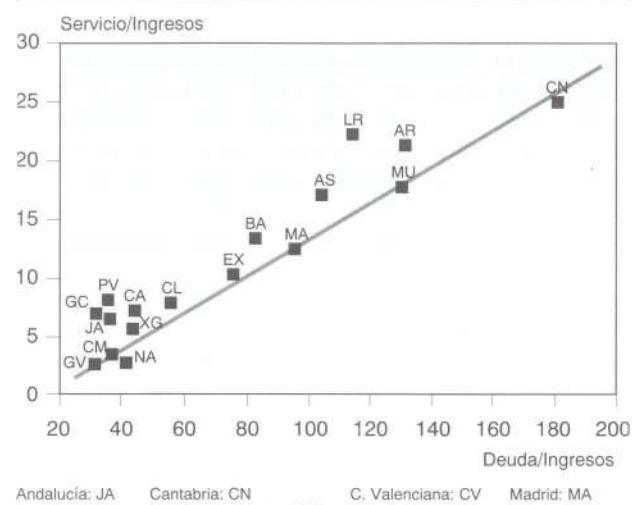
— En las comunidades de régimen foral, la autonomía financiera es alta, ya que controlan las fuentes más importantes de ingresos fiscales, pero éstos están sujetos a la evolución del ciclo económico. En las de régimen común, los ingresos por transferencias del Estado están pactados y son predecibles dentro de cada ejercicio económico; sin embargo, el peso de los impuestos cedidos y propios es creciente, sobre todo después del acuerdo de corresponsabilidad fiscal de 1993, y la posibilidad de imponer recargos está siempre abierta.

El diferente peso económico y en competencias cedidas por la Administración central de cada comunidad hace que las cifras relativas de la deuda sean completamente diferentes de las absolutas. Así, el ranking de la *ratio* de la deuda sobre los ingresos es más elevado en las comunidades de menor tamaño de Presupuesto y sin competencias en educación. La Rioja, Cantabria, Murcia y Madrid, todas ellas uniprovinciales y sin competencias en educación, encabezan este ranking. Navarra —uniprovincial, pero de régimen foral—, Cataluña, Comunidad Valenciana, País Vasco y Andalucía muestran las menores *ratios* de deuda (véase cuadro núm. 19).

La *ratio* carga de la deuda/ingresos corrientes —la controlada por la LOFCA y que incluye en el numerador los capítulos tres y nueve del gasto reconocido— está sesgada por los factores anteriores, pero también por uno adicional. Esta *ratio* no es insensible, a efectos de las comparaciones entre comunidades, a la composición por plazos de la deuda, ya que las amortizaciones de los pagarés eventualmente emitidos por la comunidad no se contabilizan en el epígrafe de variación de pasivos financieros (el capítulo nueve). Si un gobierno regional mantiene un peso elevado de pagarés en su endeudamiento, esta *ratio* no es un buen indicador de la solidez crediticia. En cualquier caso, el ranking de la *ratio* servicio/ingresos muestra un perfil muy similar al anterior (véase cuadro núm. 19).

La proximidad de la Administración autonómica a las necesidades de los ciudadanos determina, probablemente, una presión social en favor del gasto, más relevante y vinculante que en la Administración central, que ha de recaudar el grueso de los ingresos. Independientemente de que los avances en la corresponsabilidad fiscal de las comunidades matcen tal presión, es evidente que la tendencia de

GRAFICO 12
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO CC.AA. 1993
RATIO DE DEUDA Y DEL SERVICIO



Andalucía: JA Cantabria: CN C. Valenciana: CV Madrid: MA
Aragón: AR Castilla-La Mancha: CM Extremadura: EX Murcia: MU
Asturias: AS Castilla y León: CL Galicia: XG Navarra: NA
Baleares: BA Cataluña: GC La Rioja: LR País Vasco: PV

Fuente: Cuadro núm. 19.

estas administraciones a incurrir en déficit puede ser muy importante. Ello es tanto más relevante cuanto menor sea el tamaño de la administración, es decir, menores sean sus competencias o la población a que corresponde. Si los ingresos corrientes son reducidos, la sensibilidad de las *ratios* financieras del endeudamiento a nuevos déficit es muy elevada. Además, por el lado de los ingresos existe un factor adicional de sensibilidad en las regiones pequeñas de régimen común.

El sistema de transferencias del Estado ha implicado dos distorsiones que son relevantes en todos los casos, y que pueden ser dramáticas para una región de tamaño pequeño. Por una parte, la evidente infravaloración presupuestaria de los gastos en sanidad y en otras partidas y, por otra, los retrasos en las transferencias, han generado desviaciones estructurales o transitorias, de tal presión, que muchas comunidades han venido optando por su «traslado» a proveedores, generando una deuda informal que distorsiona la validez de los indicadores convencionales de calidad crediticia y provoca un rechazo social muy negativo para la imagen pública de las administraciones.

En este contexto, la aprobación por el Consejo de Política Fiscal y Financiera, en enero de 1992, de un plan de consolidación presupuestaria para el conjunto de las autonomías y las demás administraciones —en coherencia con el Programa de Convergencia aprobado por el Parlamento español— reviste una importancia decisiva, constituyéndose en el inicio de un proceso de coordinación fiscal a escala nacional. De acuerdo con este plan, el déficit

CUADRO NUM. 19
RANKING DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS CC.AA.
SEGUN TAMAÑO DEL SALDO VIVO EN 1993
(En miles de millones de pesetas)

Calificac. de Moody's		1993		carga/ingresos (2)	
		Deuda (1)	Deuda/ ingresos	1992	1993
1 Andalucía (JA)	Aa3	561,4	41,31	5,45	6,59
2 Cataluña (GC)	A1	520,0	38,40	5,98	6,95
3 Madrid (MA)	A1	357,9	125,18	12,62	12,23
4 Galicia (XG)		244,0	43,48	3,88	5,59
5 C. Valenciana (GV) ..	Aa3	231,9	32,27	2,85	3,08
6 País Vasco (PV)	Aa2	198,3	36,34	6,89	7,91
7 Canarias (CA)		95,0	43,90	4,28	6,97
8 Aragón (AR)		77,9	132,10	11,60	20,60
9 Castilla y León (CL) ..	Aa3	77,4	58,20	5,80	7,85
10 Murcia (MU)	A2	77,2	131,37	16,55	17,95
11 Navarra (NA)		76,6	40,84	0,81	2,55
12 Cantabria (CN)		70,0	181,66	24,04	25,13
13 Asturias (AS)		60,0	104,55	15,13	17,01
14 Extremadura (EX) ...		55,4	76,09	6,84	10,01
15 Castilla-La Mancha (CM)		53,6	36,25	3,55	3,29
16 Baleares (BA)		33,5	82,67	11,43	13,11
17 La Rioja (LR)		20,8	116,01	18,87	22,82
TOTAL		2.811,0	47,98	5,98	6,99

(1) Datos de las propias Comunidades Autónomas (a dic. 93), Administración General (sin consolidar e incluyendo deuda de Tesorería).

(2) Presupuestos iniciales consolidados de las Comunidades Autónomas.

Fuente: AFI.

del conjunto de las autonomías, que en 1991 era de 738.900 millones (el 1,35 por 100 del PIB y el 15,17 por 100 de los ingresos consolidados de éstas), se reduciría hasta 146.900 millones en 1996 (el 0,18 por 100 del PIB y el 1,83 por 100 de los ingresos). A este acuerdo global han seguido otros de carácter bilateral, entre cada gobierno autonómico y el gobierno central, para definir un escenario individualizado de consolidación.

IV. IMPLICACIONES DE LA INTERNACIONALIZACION SOBRE LA FORMACION DE LOS PRECIOS DE LA DEUDA PUBLICA

La curva de rentabilidades de la peseta está sometida, desde 1991 —año de la definitiva apertura al exterior del mercado doméstico de deuda del Estado—, a un complejo proceso de formación de precios que amplifica los efectos sobre la volatilidad de éstos del alto grado de incertidumbre que vienen soportando los mercados europeos. La experiencia del proceso de ratificación del Tratado de la Unión Europea ha puesto de manifiesto que la consecución de la UEM no será un camino sencillo. Por si fuera poco, el debilitamiento de los compromisos cambiarios de estabilidad que suponía el SME, que no es sino un reflejo de la crisis del papel tradicional del marco alemán como «ancla» nominal para las demás divisas y

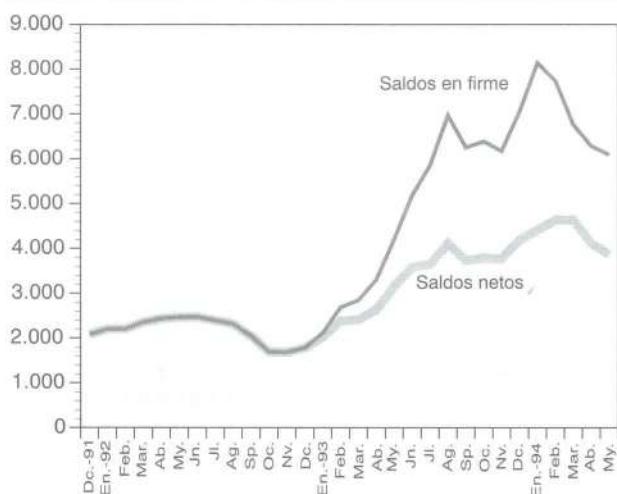
de la propia idea de Unión Monetaria, ha hecho que a la volatilidad de los tipos de interés se haya unido también una gran volatilidad cambiaria. En este apartado, trataremos de ilustrar nuestra interpretación del «modelo» actual de formación de la curva de tipos de interés en nuestro país, que se deriva del proceso de internacionalización del mercado de deuda pública que hemos señalado.

El proceso de internacionalización de la deuda pública española ha hecho que desde 1991 el mercado español participe en el proceso de formación de tipos de interés y de tipos de cambio que, de manera simultánea, tiene lugar en todos los mercados abiertos al exterior. Si calculamos la estructura temporal de tipos de interés o *tipos cupón cero* cotizados por el mercado hasta diez años, a partir de los tipos de los *interest rate swaps (IRS)* —mercado conectado con el de deuda pública— para la peseta y para el marco alemán, debidamente homogeneizados, podemos contrastar el siguiente *test*: si los diferenciales entre los tipos a plazo implícitos en una y otra divisa son próximos a cero desde una cierta fecha del horizonte temporal analizado, ello indicaría la anticipación por el mercado de la participación de la peseta en la UEM (la sustitución de la peseta por el ecu). En todo caso, estos diferenciales nos estarían hablando, en un mercado internacionalizado, del riesgo de cambio percibido para diferentes horizontes de tiempo.

Tomando como fecha el 29 de mayo de 1992, puede observarse que estos diferenciales en ningún momento de los nueve años considerados como horizonte máximo eran próximos a cero. Su cuantía estaba comprendida entre 2,5 y 3,4 puntos porcentuales para los implícitos del primer año al sexto, y descendía bruscamente hasta 1,9-1,3 puntos en los tres años siguientes (del séptimo al noveno), pero *no llegaban a hacerse nulos*, lo que hubiera sido un signo de anticipación de la participación de la peseta en una eventual unión europea. Como es conocido, estos diferenciales aumentaron dramáticamente en todos los plazos durante la «sobrerreacción» del período de crisis posterior al referéndum danés, y sobre todo en el mes de septiembre de 1992. Pasado este crítico período, en el que no nos detendremos aquí, los diferenciales entre implícitos iniciaron una progresiva normalización, acentuada a lo largo de todo 1993.

La curva o estructura temporal de tipos de interés que subyace en los mercados de renta fija en pesetas recuperaba, a lo largo de 1993 —y fundamentalmente en el segundo semestre—, un nivel que, si se relaciona con la curva de tipos equivalentes del marco alemán, puso de manifiesto el retorno, incluso agudizado, de las *expectativas de convergencia* con los países centrales de la CE que los mercados definían antes de junio de 1992, es decir, previamente a la crisis que se inició con el «no» de Dinamarca en su primer referéndum de ratificación del Tratado de la Unión Europea. Los tipos de interés a un año implícitos en la curva cupón cero estimada a

GRAFICO 13
DEUDA A MEDIO Y LARGO PLAZO
EN NO RESIDENTES
Saldos netos y saldos en firme



Estimación AFI de saldos en firme.

partir de las cotizaciones de los *interest rate swaps* (*IRS*) muestran diferenciales frente a los respectivos de la curva del marco, de un perfil decreciente, de forma que, frente a los diferenciales de unos 275 p.b. definidos por el tipo a un año al contado (europeseta), los implícitos para dentro de ocho años se sitúan ya por debajo de los 100 p.b., alcanzando el «diez años contra nueve» un diferencial de unos 40 p.b. Esta es una característica que puede ser interpretada como la definición por el mercado de expectativas de convergencia de tipos de interés —¿de unión monetaria?— en el largo plazo.

Se trataba de unas expectativas muy positivas que no hacían sino reflejar, al menos aparentemente, un

retorno de los mercados a posiciones de mayor confianza en la peseta. Así, mientras la cotización de ésta al contado había experimentado una depreciación frente al marco, a lo largo de 1993, del 13 por 100, su cotización implícita a plazo había pasado del entorno de las 110,5 pesetas por marco para dentro de diez años a las 98,9 actuales en el mismo horizonte; es decir, la peseta para dentro de diez años se había apreciado un 12 por 100 a lo largo de 1993, fundamentalmente, en el segundo semestre (véanse cuadros adjuntos). Este escenario es coherente con la evolución de la inversión no residente en el mercado de deuda pública española en 1993, que ha sido ya objeto de atención de este artículo.

La crisis del mercado de deuda pública de los primeros meses de 1994 terminó por afectar intensamente a los diferenciales frente al marco. La incertidumbre política fue entonces el factor más relevante, de tal forma que el perfil de convergencia descrito se alteró radicalmente con diferenciales entre implícitos a un año superiores a los 250 p.b. a lo largo de todo el horizonte (véase cuadro núm. 20).

Es, pues, evidente que los tipos de interés implícitos del mercado no descontaron prácticamente nunca, en el pasado, una clara participación de nuestra divisa en la UEM antes del año 2002, como mínimo.

Una estructura invertida (perfil negativo) de los diferenciales a un año implícitos en la curva de la peseta indicaría cierta confianza del mercado en una convergencia nominal de nuestra economía. Por otra parte, el hecho de que todos los diferenciales a lo largo de la curva sean muy sensibles al entorno político, como muestran los desplazamientos, *paralelos o no*, de estos diferenciales hacia arriba o hacia abajo, en función del contexto interno y europeo, podría estar indicando una importancia básica de las expectativas cambiarias en la formación de precios. Ello hace necesario un aná-

CUADRO NUM. 20
ANALISIS DE EXPECTATIVAS IMPLICITAS EN LAS CURVAS CUPON CERO DE LOS I.R.SWAP
 Tipos al 16 de mayo de 1994

Plazo	Tipo cupón cero estimado (base 365)			Pro-memoria Tc forward implícito (*)	Horizonte	Tipo implícito a un año (base 360)		
	Peseta	Marco	Difer.			Peseta	Marco	Diferen.
Un año	7,82	4,98	284	84.774	Contado.....	7,72	4,91	280
Dos años	8,36	5,26	310	87.432	Dentro de un año	8,77	5,46	331
Tres años	8,66	5,61	305	89.843	Dentro de dos años	9,15	6,22	293
Cuatro años	8,98	5,93	305	92.358	Dentro de tres años	9,78	6,80	299
Cinco años	9,14	6,22	292	94.408	Dentro de cuatro años	9,65	7,27	238
Seis años	9,34	6,46	289	96.751	Dentro de cinco años	10,23	7,56	267
Siete años	9,56	6,71	285	99.093	Dentro de seis años	10,75	8,13	262
Ocho años	9,66	6,84	283	101.492	Dentro de siete años	10,22	7,62	261
Nueve años	9,77	6,97	280	103.902	Dentro de ocho años	10,49	7,93	256
Diez años	9,88	7,11	278	106.316	Dentro de nueve años	10,75	8,23	251

(*) Nota: Tipo de cambio al contado, 82,57 pesetas/marco alemán.

GRAFICO 14
**FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL TIR NOMINAL
 CON EL DIFERENCIAL DE INFLACION 1,5 POR 100**

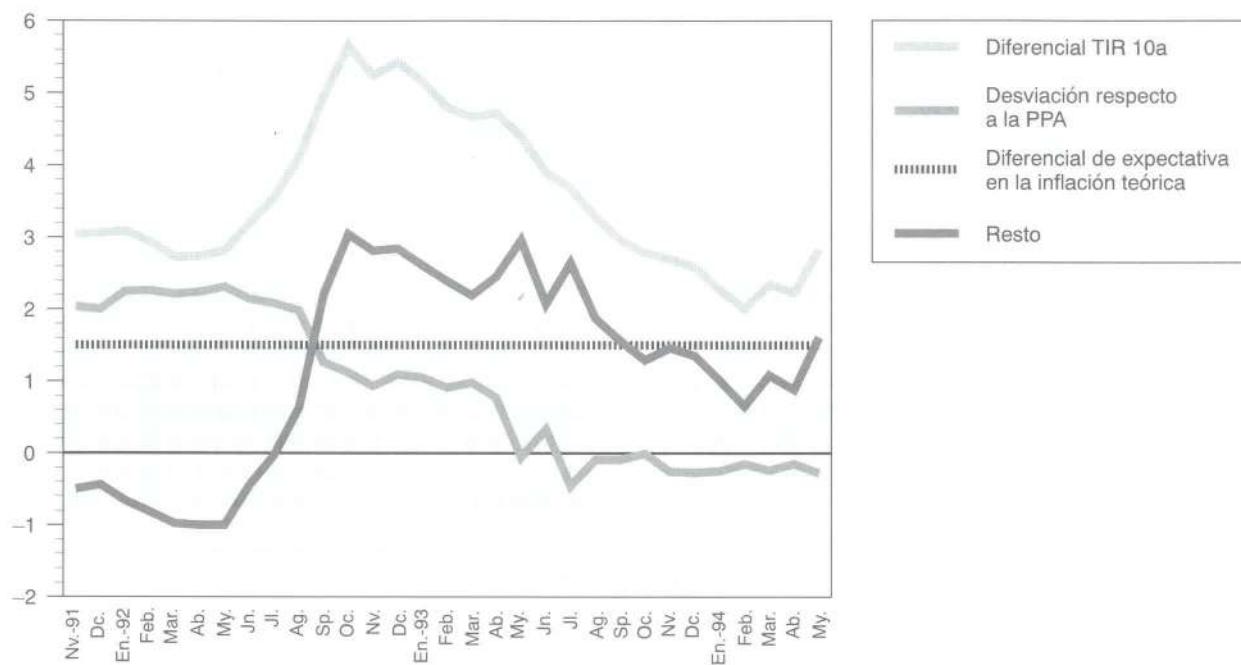
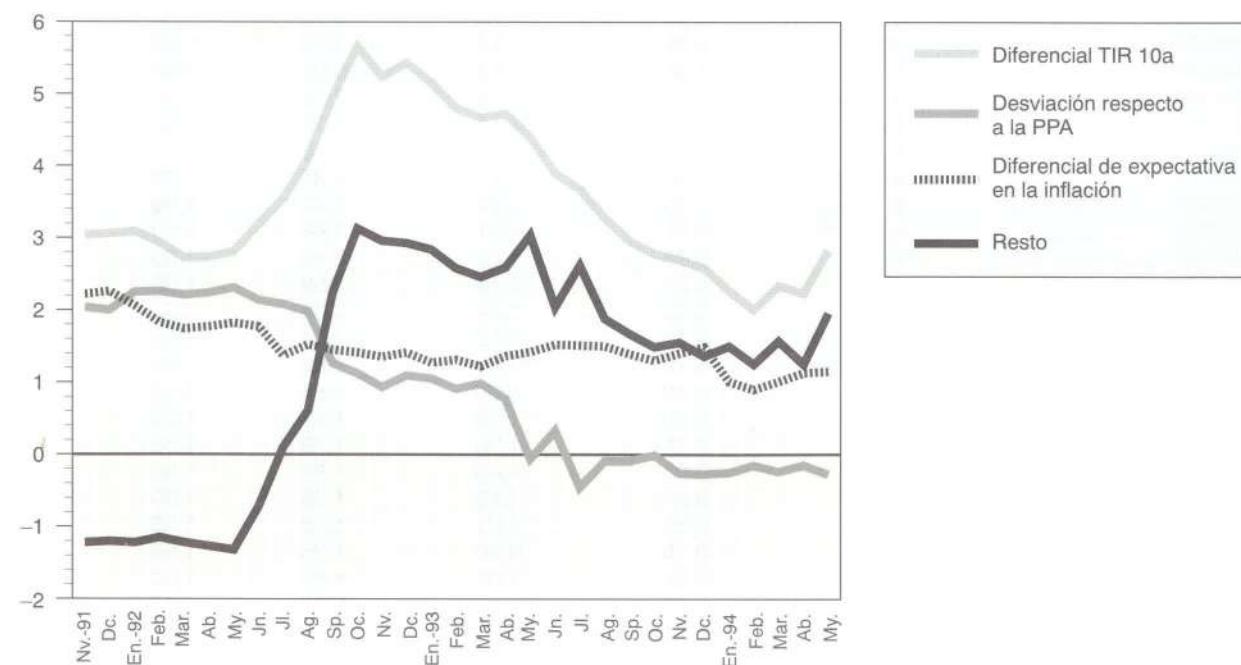


GRAFICO 15
**FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL TIR NOMINAL
 CON EL DIFERENCIAL DE INFLACIONES ESPERADAS**



lisis adicional: tratar de determinar los componentes teóricos de los diferenciales entre rentabilidades.

El nivel del diferencial de rentabilidad a diez años entre la peseta y el marco alemán es el mejor indicador de las perspectivas a largo plazo que el mercado descuenta para España. Podría decirse, gráficamente, que la rentabilidad a largo plazo de la deuda española «no existe»: es simplemente el resultado de agregar a la rentabilidad de largo plazo del marco alemán un diferencial. De acuerdo con la teoría de la paridad de los tipos de interés, cuando estamos ante mercados desarrollados, abiertos y en los que la fiscalidad no es un factor distorsionante, este diferencial está relacionado directamente con las expectativas de depreciación, en el horizonte señalado, de la divisa de tipos de interés más altos. Cuando se habla de largo plazo estas expectativas recogen factores de diversa naturaleza, entremezclados de forma compleja: diferencias de ritmo en los ciclos económicos, características estructurales de las economías, comparaciones

entre las estructuras sociales y políticas, funciones de reacción de los bancos centrales, grado de independencia de éstos, carácter anticíclico de las políticas fiscales, etc. En el caso de un país europeo en pleno proceso de convergencia, como es el caso de España, muchos de estos factores se inscriben genéricamente en las expectativas sobre el ritmo del propio proceso de convergencia del país, y los aspectos institucionales o políticos de la integración monetaria en la UE cobran una relevancia excepcional.

Hemos llevado a cabo un análisis del diferencial de TIR a diez años entre las obligaciones del Estado y el *bund* para el período noviembre de 1991 a mayo de 1994, que permite cierta aproximación a los factores explicativos de la formación del diferencial a largo plazo de la peseta. Nuestro análisis descansa en la idea de que, si la paridad del poder adquisitivo (PPA) es un buen indicador del equilibrio a largo plazo de una divisa, la desviación anualizada del tipo de cambio de mercado respecto a la PPA prevista a largo plazo debería explicar una buena

CUADRO NUM. 21

FACTORES EXPLICATIVOS DEL DIFERENCIAL DE TIPOS NOMINALES A LARGO PLAZO

	(1) Diferencial en puntos porcentuales	(2) Desviación respecto a la PPA anualizada	(3) Diferencial expectat. inflación	Resto con (3)	(4) Diferencial expectat. inflación «teórico»	Resto con (4)
1991/11	3,04	2,04	2,22	-1,22	1,50	-0,90
1991/12	3,06	2,00	2,26	-1,20	1,50	-0,84
1992/01	3,09	2,25	2,06	-1,22	1,50	-0,66
1992/02	2,94	2,26	1,83	-1,15	1,50	-0,82
1992/03	2,73	2,21	1,74	-1,22	1,50	-0,98
1992/04	2,74	2,24	1,77	-1,27	1,50	-1,00
1992/05	2,81	2,31	1,82	-1,32	1,50	-1,00
1992/06	3,19	2,14	1,77	-0,72	1,50	-0,45
1992/07	3,55	2,08	1,37	0,10	1,50	-0,03
1992/08	4,11	1,98	1,52	0,61	1,50	0,63
1992/09	4,96	1,26	1,45	2,25	1,50	2,20
1992/10	5,66	1,12	1,41	3,13	1,50	3,04
1992/11	5,24	0,93	1,35	2,96	1,50	2,81
1992/12	5,43	1,09	1,41	2,93	1,50	2,84
1993/01	5,16	1,05	1,27	2,84	1,50	2,61
1993/02	4,80	0,91	1,31	2,58	1,50	2,39
1993/03	4,67	0,98	1,22	2,46	1,50	2,19
1993/04	4,72	0,77	1,36	2,59	1,50	2,45
1993/05	4,40	-0,06	1,42	3,04	1,50	2,96
1993/06	3,90	0,33	1,52	2,04	1,50	2,07
1993/07	3,68	-0,46	1,51	2,62	1,50	2,64
1993/08	3,28	-0,09	1,50	1,88	1,50	1,87
1993/09	2,96	-0,09	1,39	1,67	1,50	1,56
1993/10	2,78	-0,01	1,30	1,49	1,50	1,29
1993/11	2,70	-0,26	1,40	1,55	1,50	1,46
1993/12	2,58	-0,27	1,49	1,36	1,50	1,35
1994/01	2,27	-0,25	1,01	1,50	1,50	1,01
1994/02	2,00	-0,15	0,90	1,25	1,50	0,65
1994/03	2,34	-0,24	1,01	1,57	1,50	1,08
1994/04	2,23	-0,15	1,13	1,25	1,50	0,88
1994/05	2,83	-0,28	1,15	1,96	1,50	1,61

parte del diferencial, es decir, de las expectativas de depreciación a largo plazo de la peseta: el resto no explicado por esta desviación podría considerarse como resultado de complejos factores ligados a la coyuntura de las economías, a los desequilibrios entre oferta y demanda en el mercado, al riesgo país o a primas de riesgo ligadas a la incertidumbre sobre el proceso de unión monetaria en Europa.

La desviación anualizada del tipo de cambio de mercado respecto a la PPA prevista a largo plazo es resultado, a su vez, de dos componentes: la desviación frente a la PPA contemporánea estimada —herencia de los diferenciales de inflación del pasado— y el diferencial de inflación previsto a largo plazo, bajo la idea de que la PPA del futuro será la del presente capitalizada por el diferencial de inflación previsto. Hemos considerado dos hipótesis alternativas de expectativas de diferencial de inflación frente a Alemania consistentes con una gradual convergencia de España: por una parte, la derivada de nuestras previsiones de inflación en ambos países —suavizadas— y, por otra, una constante de 1,5 p.p., umbral de los requisitos de convergencia del Tratado de Maastricht, bajo la hipótesis de que, a largo plazo, Alemania será uno de los países de menor inflación de la CEE (ver cuadro número 21 y gráficos 14 y 15).

Los resultados de esta sencilla metodología son interesantes para alcanzar conclusiones sobre la historia del diferencial, a pesar de lo esquemático de sus hipótesis de partida. Destaca el hecho de que los factores institucionales parecen tener una importancia decisiva. Así, hasta el «no» de Dinamarca al Tratado (junio de 1992) el diferencial —en torno a 300 p.b.— era demasiado bajo en relación con las expectativas de depreciación de la peseta medidas por la desviación respecto a la PPA prevista: ello sólo podía ser explicado por unas expectativas de convergencia «automática», a la sazón ingenuas, generadas por el contexto de un SME que funcionaba como una quasi-unión monetaria.

El «no» de Dinamarca y la crisis del SME desveló la existencia de fuertes tensiones subyacentes: el diferencial se elevaba hasta niveles de unos 570 p.b., mientras la peseta sufría presiones para corregir su desviación respecto a la PPA que provocaron su devaluación. A la altura de octubre de 1992, y en tanto la peseta se depreciaba retornando a su PPA, el diferencial de rentabilidad justificaba en exceso las expectativas de depreciación a largo plazo, que serían todavía consistentes con la convergencia, alcanzando este exceso nada menos que unos 300 p.b. hasta el inicio de 1993. Con la tercera devaluación de la peseta, ésta se situaba ya en su PPA, de manera que el primer componente de la desviación —la contemporánea— no podía ya explicar prácticamente nada del diferencial, situación que se ha mantenido hasta hoy. El diferencial se redujo, entre mayo de 1993 y enero

de 1994, en 230 p.b., hasta los 200 p.b. Ese nivel implicaba un retorno de las expectativas de convergencia, ya que implicaba diferenciales de inflación previstos a largo plazo por debajo de 1,5 p.p. si concediéramos un, entonces razonable, 50 p.b. al «resto» de factores explicativos que señalábamos.

A partir de entonces, la crisis internacional del mercado de bonos provocó un ascenso del diferencial, sin que la peseta sufriera significativamente: el retorno de las expectativas de convergencia había sido efímero y, con un mercado internacional menos positivo, el diferencial volvía a ser incompatible con la convergencia a largo plazo, hasta el punto de que, al alcanzar los 300 p.b. en mayo, se situaba 150 p.b. por encima del umbral de diferencial mínimo del Tratado, dado que la desviación respecto a la PPA contemporánea seguía y sigue haciendo una contribución insignificante (e incluso negativa) al diferencial.

Una cuestión adicional interesa señalar. Los vaivenes de las expectativas cambiarias tienen un impacto sobre la formación de la estructura temporal de los tipos de interés domésticos que debe ser valorado. En un contexto como el descrito, sin perspectivas de incorporación de nuestro país a la UEM en muchos años, la inestabilidad cambiaria puede generar movimientos extremos de los tipos de interés a largo plazo, situándolos, alternativamente, o bien demasiado bajos, en relación con las expectativas de evolución futura de los tipos de interés a corto plazo, o bien demasiado altos. El sesgo hacia el corto plazo del inversor español, en contraste con la orientación hacia el largo que hemos destacado como característica de los inversores extranjeros que llegan a nuestros mercados, acentúa los efectos sobre la curva de tipos de las expectativas y riesgos cambiarios.

NOTAS

(*) Este artículo parte y da continuidad al análisis realizado en I. Ezquiaga, *El mercado español de deuda del Estado. Estructura y formación de precios*, Ariel, 1990.

(1) Véase J. M. González-Páramo, J. M. Roldán y M. Sebastián, «Indicadores de política fiscal en España», *Documento de Trabajo*, núm. 9.121, Servicio de Estudios del Banco de España, 1992.

(2) En J. M. González-Míguez, «Indicadores de política fiscal en los países de la CE», *Boletín Económico del Banco de España*, noviembre 1993, se efectúa un repaso a dichas metodologías.

(3) Agradecemos en este punto las aportaciones de Sonsoles Gallego, compañera en AFI. Véase G. Bröker, *Government securities and debt management in the 1990's*, OCDE, 1993.

(4) Se crearon por la Orden de 22 de enero de 1990, y su movilización exige el previo traspaso a una entidad gestora.

(5) Se trata de un sistema de liquidación y compensación

gestionado por el Banco de España, al que pueden adherirse las entidades miembros de los mercados cuyas operaciones se liquiden o compensen en este sistema y reúnan, a juicio del Banco de España, las garantías de solvencia y capacidad general requeridas para el desempeño de su actividad.

(6) Ponderando con sensibilidades —medida derivada de la duración que estima la variación absoluta de signo contrario que se produce en el precio de un bono simple cuando varía en un punto porcentual su rentabilidad interna—, la estrategia permite «apostar» por movimientos de magnitud diferente en las rentabilidades de ambos bonos sin asumir otros riesgos. Así, por ejemplo,

Cantidad a vender del $B_a = S_b /S_a$ (cantidad a comprar de B_b)
cuando prevemos un aumento de diferencial de rentabilidad entre el bono *a* y el bono *b*.

(7) Véase I. Ezquiaga, «El cambio estructural del mercado de deuda del Estado», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 49, 1991, o I. Ezquiaga, «La formación de precios de la deuda pública ante la UEM» en *El sistema bancario español ante el mercado único*, Ezquiaga y Fernández de la Buelga, eds., 1993.

(8) Véase I. Ezquiaga, «El cambio estructural del mercado de deuda del Estado», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, número 49.

(9) Para la Central de Anotaciones, las cuentas de terceros correspondientes a los inversores no residentes que liquidan y compensan por Euroclear o Cedel se encuentran en el saldo de

terceros de los bancos Santander o BBV y son una «caja negra», pues no puede conocer directamente su composición por tenedores. Véase G. Quirós, «Características de la inversión y la operativa de no residentes en el mercado español de bonos y obligaciones», *Boletín Económico del Banco de España*, julio-agosto de 1993, donde se discuten los resultados de la encuesta.

(10) Véase I. Ezquiaga, «Composición de la deuda pública y política de deuda», en PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, núm. 44, 1990.

(11) Véase I. Ezquiaga (dir.), *Los mercados de deuda pública ante la UEM*, Ministerio de Economía y Hacienda, 1993.

(12) Sería conveniente que la Central hiciera un esfuerzo por publicar los saldos brutos o contables, además de los saldos netos de cada sector.

(13) Véase J. Santillán, «La inversión exterior en los mercados de deuda pública: el caso español», *Boletín Económico del Banco de España*, mayo de 1993.

(14) Véase I. Ezquiaga, «El año del riesgo de interés», *Economistas*, núm. 55, 1993.

(15) Un ejemplo: suponiendo un equilibrio inicial entre coste histórico contable y precio de mercado, y tras un desplazamiento paralelo de la curva de tipos de interés de un punto al alza, las entidades tendrían que provisionar dos tercios de los aproximadamente 2,5 puntos de minusvalía latente en sus bonos a tres años, y sólo un quinto de los en torno a 5,8 puntos de los de sus obligaciones a diez años.

LA CRISIS DE LA DEUDA Y LA CONTABILIDAD DE LAS CARTERAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Ignacio Ezquiaga
Enrique Martín

El objetivo de este trabajo es relacionar el tratamiento contable que reciben en España las carteras de renta fija en poder de entidades de crédito con algunos aspectos de la crisis del mercado de deuda que se viene desarrollando en la primera mitad de 1994. La tesis que trataremos de apoyar es que el diseño de la regulación contable provoca reacciones en las entidades de crédito —parte sustancial del mercado español de deuda— que en algunos casos pueden deteriorar la posición relativa de los precios de la deuda española, aumentando más de lo necesario el diferencial de rentabilidad frente a la alemana y provocando distorsiones en la estructura temporal de las rentabilidades.

El artículo delimita, en primer lugar, las proporciones y causas de la crisis internacional del mercado de deuda, con especial atención a los problemas de los mercados periféricos en este tipo de crisis, para después adentrarse en la normativa contable española y sus efectos sobre la actitud de las entidades españolas y sobre la formación de precios del mercado de deuda en pesetas en el período febrero-septiembre de 1994. El trabajo termina reclamando una mayor atención de las entidades españolas respecto a los riesgos de mercado, y analiza la reforma de la regulación contable en lo que respecta a su tratamiento de los valores de renta fija, llevada a cabo en septiembre de 1994.

I. INTRODUCCIÓN

La crisis que viven los mercados de deuda como consecuencia del muy intenso ascenso de los tipos de interés a largo plazo que ha tenido lugar en 1994 es de gran complejidad. Lo primero que debe señalarse es que se trata de una crisis del más amplio carácter internacional y en la que confluyen aspectos cuyo origen múltiple descansa en la situación de las economías en Estados Unidos, Japón y Europa, pero también en los efectos de súbitos y profundos desplazamientos de cartera. No se trata en absoluto de una crisis de raíz interna, aunque evidentemente diversos factores de naturaleza puramente doméstica han influido en el comportamiento de la deuda española.

1. Crisis internacional

Tres indicadores fundamentales ponen de manifiesto la radicalidad de la crisis. En primer lugar, las rentabilidades a diez años se han elevado fuertemente en todos los mercados: los T-Bond norteamericanos han pasado del 5,60 por 100 de final de enero —un nivel que ya era superior a los mínimos próximos al 5,15 por 100 de octubre de 1993— al entorno del 7,30 por 100 del inicio de julio, mientras en el mismo período las rentabilidades de los *bunds* alemanes han aumentado desde el 5,70 al 7 por 100. En segundo lugar, el dólar ha caído intensamente en los mercados de cambio, tanto contra el yen japonés —cerca de un 9 por 100 de enero a julio— como contra el marco alemán —en torno a un 8 por 100 en el mismo período—, mostrando unos síntomas de debilidad que suponen una aparente contradicción respecto a la pujanza de la economía norteamericana. Finalmente, después de las intensas subidas del precio de los metales preciosos que tuvo lugar en los últimos meses de 1993, los índices de materias primas se han disparado desde entonces y en lo transcurrido de 1994, en tanto que los mercados de inmuebles y de suelo comienzan a registrar una reactivación en todos los países industrializados. En definitiva, la curva de tipos de interés y plazos ha agudizado su pendiente positiva en Estados Unidos, al tiempo que el dólar se debilitaba en los mercados de cambios, tanto contra el yen japonés como contra el marco alemán.

La elevación de tipos a largo plazo en ese país ha arrastrado así a los europeos, incapaces de definir diferenciales negativos frente a aquéllos con un dólar debilitado frente al marco alemán. El proceso de agudización de la pendiente positiva de las curvas de rentabilidades ha sido generalizado en toda Europa, en el contexto de una compleja crisis internacional —iniciada en febrero con la primera elevación del objetivo de los fondos federales por la Fed—, en cuya explicación intervienen, entremezclándose, tres niveles de análisis.

En primer lugar, hay que destacar el punto de partida de la crisis: una situación inicial, al mes de enero, extraordinariamente invertida a largo plazo y

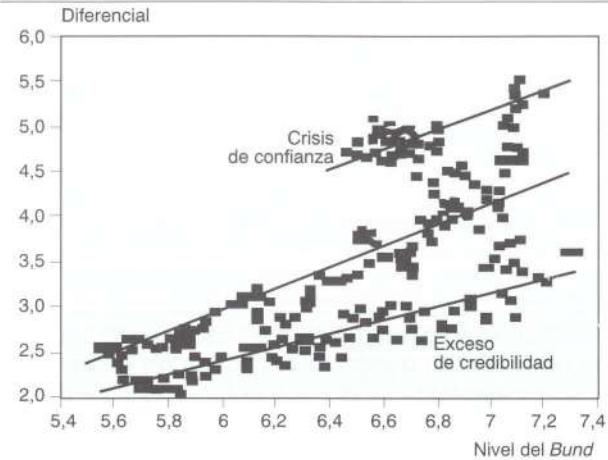
en dólares de las carteras internacionales, que permitió una sobrereacción a la baja de los tipos de interés a largo plazo y una atípica fortaleza del dólar en los mercados de cambios. El papel jugado en este sentido por los *hedge funds* y por los instrumentos derivados, utilizados especulativamente por éstos y por las entidades financieras, parece haber sido muy significativo en la amplificación del cambio de tendencia del mercado. La presión de las pérdidas de valor de los riesgos a largo plazo localizadas en carteras de horizonte temporal a corto plazo —como las de los *hedge funds* y las entidades financieras— ha jugado un papel relevante a lo largo de toda la crisis, y se ha unido a la presión vendedora que, conforme avanzaban los ascensos de rentabilidades y se contemplaba el profundo cambio de expectativas que estaba acompañando a la crisis, han desarrollado también en todos los mercados los inversores de horizonte temporal a largo plazo.

En segundo lugar, la debilidad del dólar —amplificada por el ambiente de «guerra» comercial entre Estados Unidos y Japón— en un contexto de fuerte ascenso de los tipos de interés a más largo plazo en Estados Unidos ha puesto de manifiesto una pérdida de confianza en la divisa norteamericana, sin duda ligada a la percepción de la insuficiencia de los flujos de capital para financiar el creciente, tras el cambio de ciclo de la economía, déficit corriente de la balanza de pagos de ese país.

Esta insuficiencia podría estar explicada por un déficit de credibilidad en la política inflacionista de la Fed: el hecho de que ésta mantuviera hasta febrero pasado un nivel en los tipos a corto plazo —el 3 por 100 de los fondos federales— extraordinariamente bajo cuando el ciclo ya había cambiado y cuando el oro y las materias primas —indicadores adelantados de las expectativas de inflación que deben ponderar en su función de reacción las autoridades— habían empezado ya a dar síntomas de ascenso de precios, cuando como mínimo era necesaria la «neutralidad» ha incidido sin duda en esta crisis.

La caída del dólar ha impedido una desvinculación de los tipos a largo plazo de Europa respecto de los norteamericanos, al generar un efecto contagio: la anticipación de presiones inflacionistas futuras en Estados Unidos parece haber sido trasladada también a Alemania, con la diferencia de que ello ha fortalecido al marco, al mantenerse intacta la credibilidad del Bundesbank. Así no es extraño que durante la crisis los tipos de interés a largo plazo de las divisas europeas hayan aumentado sus diferenciales frente a los del marco alemán: tanto los del franco —de cero a 50 p.b.—, como los de las divisas periféricas, con la lira o la peseta. Esta debilidad del dólar se ha visto amplificada también por un intenso proceso de repatriación de capitales hacia Japón, ante las más favorables perspectivas que la economía nipona y, sobre todo, los mercados inmobiliarios y de valores, ofrecían al inicio del año.

GRAFICO 1
DIFERENCIAL OBLIGACION-BUND 10 AÑOS
FRENTE AL NIVEL DEL BUND
(1992-1994)



Fuente: Analistas Financieros Internacionales (AFI).

En tercer lugar, un nuevo nivel del análisis, ligado en parte al anterior, ha surgido durante la crisis, alimentándola por la vía de las expectativas: la percepción por los mercados del cambio de ciclo de las economías europeas. Aunque éste se ha puesto de manifiesto con moderación, pero con claridad, en unas condiciones aún lejos de toda presión inflacionista, en los últimos meses, los mercados han reavivado sus temores inflacionistas, exigiendo, por un lado, *un mayor nivel de tipos reales a largo plazo*, ante el temor de que el nivel de ahorro bruto sea insuficiente para cubrir la demanda de inversión naciente y, por otro, *una respuesta de los tipos de interés nominales a las renovadas expectativas de inflación* que deben ligarse a todo proceso expansivo. Las presiones en favor de un ascenso de los tipos de interés reales a largo plazo, resultado de las tensiones entre oferta y demanda de fondos prestables, parecen ya algo cíclico en los últimos años.

Ahora, la percepción de que, en unas condiciones marcadas por los elevados déficit públicos, sobre todo en Europa, el ahorro de los países industrializados —con tendencia a disminuir a largo plazo y en términos relativos por el envejecimiento de las poblaciones— puede resultar insuficiente para acometer las inversiones propias del nuevo ciclo expansivo y de las economías emergentes en América Latina y la Europa del Este, puede estar avivando otra vez las presiones sobre los tipos reales a largo plazo. Este análisis parece avalado por la evolución de los bonos británicos a tipo variable iniciado con la tasa de inflación, que demuestran que la mitad del ascenso de los tipos nominales podría estar reflejando presiones en los tipos reales y la otra mitad, mayores expectativas de inflación.

Lamentablemente, la actitud intensamente relaja-

GRAFICO 2
EVOLUCION DEL DIFERENCIAL DE LA DEUDA
A 10 AÑOS EN PESETAS FRENTE
A LA DEL MARCO ALEMÁN



Fuente: AFI.

dora de los tipos oficiales mostrada por los bancos centrales continentales a lo largo de la primavera de 1994 ha resultado, en este contexto, contraproducente. El descenso del Bundesbank, lejos de contribuir a tranquilizar a los mercados, que presumiblemente están sobrereactivando a los peligros inflacionistas de la recuperación y a los efectos de ésta sobre los tipos reales, ha podido tener efectos perturbadores.

2. La crisis desde el punto de vista interno

El mercado español, lógicamente, no escapa de esta situación de crisis internacional. No obstante, nuestro mercado ha sufrido más que el de Alemania. Esta situación es relativamente «normal»: los mercados periféricos, como el italiano o el español, aumentan sus diferenciales de rentabilidad cuando ascienden los tipos alemanes y los reducen cuando éstos evolucionan favorablemente. Esta correlación positiva, que existe en todo caso, aunque con distinto grado, en todos los mercados europeos respecto al alemán, se deriva de varios factores básicos.

En primer lugar, los fundamentos económicos: el hecho de que la inflación y el déficit público se mantengan en niveles muy elevados en los países periféricos imprime un sesgo negativo adicional cuando el mercado se hace bajista a escala internacional. En segundo lugar, la estabilidad política y social es inferior: las sociedades están menos vertebradas, la experiencia democrática es escasa y muy reciente y la valoración social de la estabilidad financiera es menor que en los países de la Europa central. Todo ello introduce incertidumbre sobre el escenario de la política económica y sobre la continuidad de las coordenadas que la han guiado durante los últimos años. En tercer lugar, también afecta negativamente cuando el mercado se deteriora a los países peri-

féricos, la incertidumbre sobre las expectativas de que realmente pueda llegar a constituirse una UEM en la CE o el riesgo de que ésta se lleve a cabo por un grupo reducido de países, es decir, la incertidumbre sobre el propio proceso de integración monetaria en Europa.

A estos factores hay que unir uno más específico y que marca una mayor vulnerabilidad del mercado español (a diferencia del italiano, por ejemplo): la práctica ausencia de un componente de demanda interior con horizonte de inversión a largo plazo, que tenga una presencia constante en la zona media y en el extremo largo de la curva: patrimonios a largo plazo, fondos de pensiones, carteras de compañías de seguros de vida. Esta presencia sería fundamental, dado el elevado grado de penetración de los no residentes, en una crisis de fuerte componente internacional, como es la que caracteriza al mercado desde febrero. La debilidad del patrimonio de los fondos de pensiones, el escaso historial de los fondos de inversión tipo FIM, que impide la contrastación del horizonte temporal de inversión de sus participes y refuerza un sesgo hacia el corto plazo en su inversión, son elementos que caracterizan la señalada debilidad.

Además, en el mercado español de deuda el papel de las entidades financieras como tomadores últimos, es fundamental. El temor a las minusvalías latentes a provisionar por parte de las entidades de crédito —consecuencia de la normativa contable (la circular 18/92 del BE, sobre la que nos detendremos después) y de una escasa tradición en la valoración de riesgos— hace, por otra parte, que éstas sean relativamente insensibles al coste de financiación de sus posiciones, es decir, insensibles a la pendiente de la curva de rentabilidades, cuando ésta, en contextos negativos en el mercado de valores a medio y largo plazo, agudiza su pendiente positiva. Además, como veremos más adelante, la regulación contable podría estar distorsionando la forma-

GRAFICO 3
EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD
DE LA DEUDA ESPAÑOLA



Fuente: AFI.

ción de precios, al castigar relativamente más a los valores a medio que a los de largo plazo en la estructura temporal de las exigencias de dotación de provisión por minusvalías.

Así, si comparamos las curvas de rentabilidad de la peseta y el marco alemán al 4 de julio de 1994, en plena crisis del mercado, según datos de Analistas Financieros Internacionales, observamos que los plazos cortos y medios están distorsionados respecto a los largos: el diferencial de rentabilidad entre el tres años y el año es próximo a los 160 p.b., en contraste con lo que sucede en el marco alemán, que sitúa este diferencial en sólo 92 p.b., o con el franco francés, que lo reduce a 62 p.b.; por su parte, el diferencial entre las rentabilidades de los bonos a cinco y tres años se situaba en 62 p.b. en España, 38 en Alemania y 41 en Francia; en contraste, los diferenciales entre el diez y el cinco años se limitaban a 27 p.b. frente a los 60 de Francia o Alemania. Esta situación se observaba también en los diferenciales frente la deuda en marcos: diferenciales de 320 p.b. a un año y de 375 p.b. a diez años, en contraste con diferenciales de 386 p.b. y 410 p.b. a tres y cinco años, respectivamente.

En nuestra opinión, llama la atención la falta de sensibilidad de los diferenciales frente a Alemania, más allá de su distorsionada estructura temporal, a las importantes reformas estructurales llevadas a cabo recientemente —fundamentalmente, la reforma laboral y la autonomía del Banco de España— y al propio proceso de ajuste de la economía. Si en algún momento podría decirse, en general, que existen condiciones para la convergencia de la economía española es ahora, después de una recesión y de unos cambios estructurales de trascendencia histórica. *Parece sensato pensar que una parte importante de los diferenciales alcanzados frente a Alemania a diez años, en el entorno de unos 75 de los 375 p.b. del inicio de julio, podría haber respondido hasta la reforma de la circular sobre valoración de la cartera de renta fija de las entidades de crédito, a factores puramente contables:* algo parecido a lo que ocurrió durante la crisis del mercado en la segunda mitad de 1992.

II. LA CUESTION DE LAS CARTERAS DE LAS ENTIDADES DE CREDITO

La evolución de los mercados de deuda afectó significativamente a las cuentas de resultados a 30 de junio de un buen número de entidades financieras. La dimensión de las carteras de las entidades y la intensidad de las caídas de los precios de la deuda han determinado que el impacto contable de esta situación sea altamente significativo, especialmente en un ejercicio en el que las entidades se enfrentan a un entorno especialmente difícil para el desarrollo de su actividad.

La experiencia relativamente reciente ya ha mos-

trado cómo, en un sistema financiero como el español, en el que el peso de las carteras de renta fija en las inversiones totales de numerosas entidades es elevado, las cuentas de resultados pueden verse excesivamente vinculadas a la evolución de los mercados en momentos puntuales en que éstos reaccionan en contra de las expectativas más generalizadas. En este sentido, *el segundo trimestre de 1994 podría compararse al tercer trimestre de 1992*, en que se instrumentó, mediante la circular 18/92, una relajación de las exigencias de provisión por las minusvalías latentes de la cartera de inversión de renta fija que se derivaban de la aplicación de la circular 4/91.

1. Las carteras de las entidades de crédito

A la hora de considerar el riesgo asumido por las entidades no puede ignorarse el entorno que caracterizó los mercados financieros en España durante el año 1993. El saldo nominal de las carteras de renta fija de las entidades aumentó durante 1993 de 3,6 a 5,3 billones de pesetas, y se ha incrementado en lo que llevamos de 1994 de 5,3 a 7 billones de pesetas. Las entidades, en un entorno como el que ha caracterizado los últimos meses, han orientado un mayor porcentaje de su actividad a los mercados de deuda, como posicionamiento defensivo frente a previsibles reducciones de tipos de interés a corto plazo. Tampoco ha de ignorarse que el entorno recesivo que afecta negativamente a los niveles de morosidad ha llevado a que se haya favorecido el crecimiento de la cartera frente a inversiones crediticias, sustituyendo (*) parcialmente riesgo de crédito por riesgo de mercado —con la apreciación de que éste era moderado—, sin acompañar en todos los casos este movimiento con una correcta política de gestión de riesgos.

En una comparación con los sistemas bancarios de los principales países de nuestro entorno, se observa que el conjunto agregado de entidades de crédito españolas muestra un peso de su cartera de valores (renta fija y variable) sobre el balance total superior a la de los principales países de nuestro entorno (cuadro núm. 1). Las diferencias son especialmente significativas respecto a países como Francia, Italia o Reino Unido, cuya actividad de cartera tiene un peso relativo inferior al correspondiente a las entidades españolas. Ha de considerarse igualmente que el crecimiento de las carteras de las entidades en el pasado reciente acentúa más aún estas diferencias. Esta exposición al riesgo de mercado cobra especial relevancia si se considera que el sistema bancario español ha atravesado en los dos últimos años un proceso de ajuste y modificación mucho más intenso que el de otros países de nuestro entorno y que ha resultado en un importante deterioro de los niveles de rentabilidad. En el cuadro núm. 2 puede contemplarse un ranking a abril de 1994 del peso de la cartera de deuda del Estado ajustada de CBE en cada entidad financiera. Obsérvese que el peso medio alcanza el 11 por 100 en las

CUADRO NUM. 1
PESO DE LA CARTERA DE VALORES
Sobre el balance total

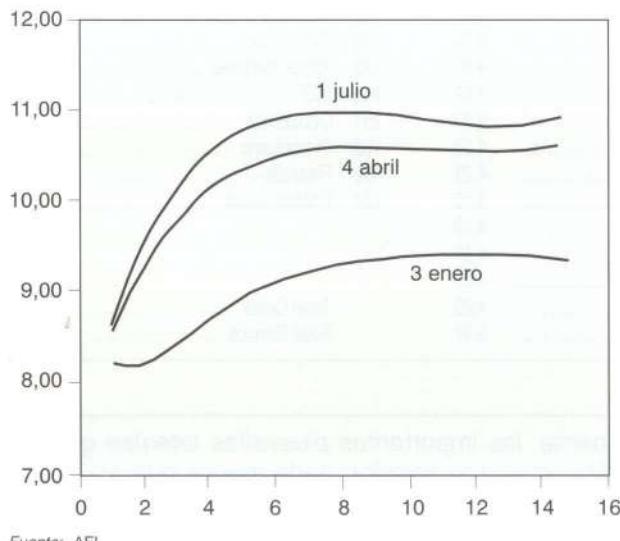
	Porcentaje
1 Grecia	40,58
2 Bélgica	26,98
3 Portugal	24,78
4 Dinamarca	24,30
5 Suecia	22,64
6 España	17,39
7 Finlandia	16,55
8 Alemania	16,49
9 Francia	12,92
10 Italia	12,07
11 Holanda	11,13
12 Noruega	11,05
13 Suiza	10,96
14 Reino Unido	10,70
15 Austria	10,50
16 Luxemburgo	9,47

Fuente: OCDE y elaboración propia. Datos referidos a 1992 para los principales grupos de entidades en cada país.

cajas de ahorros y el 9,6 por 100 en los bancos, pero el grado de dispersión es elevado en ambos grupos de entidades.

Todos estos elementos hacen especialmente necesaria una revisión de las vinculaciones que pueda haber entre la contabilidad, las estrategias que puedan asumir las entidades y la actividad supervisora de los órganos reguladores. Algunos aspectos podrán arrojar luz sobre cómo la normativa contable o las exigencias de recursos propios pueden forzar a las entidades a mostrar comportamientos claramente diferenciados en función de su

GRAFICO 4
CURVA CUPON-CERO DEL MERCADO
DE DEUDA DEL ESTADO EN 1994



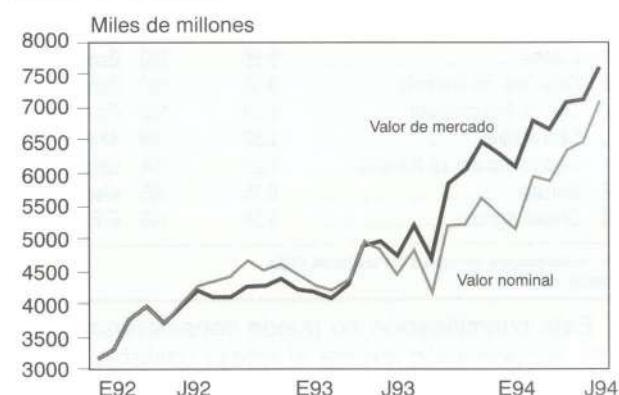
posición de riesgo y de la capacidad de absorción de pérdidas que muestre su cuenta de resultados, lo que puede estar distorsionando el proceso de formación de precios en los mercados de deuda.

2. Una cuantificación de los efectos de la crisis

Aunque cualquier cuantificación exacta del impacto contable de la crisis en el mercado de deuda es prácticamente imposible, se hace necesario, al menos, delimitar la globalidad del problema a que se enfrentan el conjunto de entidades en nuestro país en la primera mitad de 1994. Las carteras mantenidas en firme de las entidades financieras han mostrado un elevado deterioro en su valor de mercado a lo largo de los últimos meses por causa del ascenso de los tipos de interés a medio y largo plazo antes comentado.

Hemos valorado la cartera de las entidades a precios de mercado ex cupón —gracias al Índice AFI Ex-cupón de deuda a medio y largo plazo—, con el fin de calcular la diferencia entre el valor efectivo y el nominal al cierre de cada mes. El intervalo temporal elegido para este análisis abarca desde enero de 1992 hasta junio de 1994, un período en el que la cartera ha aumentado de 3,1 billones a 7,1 en términos nominales (véanse cuadros núms. 3 y 4, así como gráfico 5). De forma agregada, durante el primer semestre de 1994, el total de minusvalías acumuladas en las carteras de entidades financieras asciende a unos 400.000 millones, correspondiendo aproximadamente 224.000 millones a las minusvalías experimentadas por estas carteras en el segundo trimestre del año. Se trata de una cifra muy similar e incluso superior a la alcanzada en el tercer trimestre de 1992, pero que no llega a compensar las plusvalías acumuladas durante 1993.

GRAFICO 5
VALOR DE CARTERA DE DEUDA EN FIRME
ENTIDADES FINANCIERAS



CUADRO NUM. 2
IMPORTANCIA RELATIVA DE LAS CARTERAS DE DEUDA
BANCOS Y CAJAS DE AHORROS. DATOS A 30 DE ABRIL DE 1994
PORCENTAJE DE DEUDAS DEL ESTADO SOBRE BALANCE TOTAL (*)

1 Bank of America	43,40	54 Caixa Galicia	9,12	107 Gral. de Canarias	3,57
2 Industrial de Cataluña	42,17	55 Simeon	9,03	108 Exportación	3,49
3 Inversión	40,97	56 EBN Banco	8,98	109 Crédit Lyonnais España	3,45
4 Comercio	33,66	57 Guiupzcoano	8,95	110 Crédito y Ahorro	3,35
5 Bankinter	33,33	58 Caixa del Penedés	8,21	111 Monte de Huelva y Sevilla	3,33
6 Sabadell Multibanca	30,22	59 General	7,99	112 Pastor	3,25
7 Indosuez	29,74	60 Insular de Canarias	7,92	113 Sabadell	3,16
8 Caja Postal	29,61	61 Caja de Badajoz	7,59	114 Central-Hispano	3,09
9 Santander de Negocios	24,49	62 Extremadura	7,52	115 Caja de La Rioja	3,01
10 Gipuzkoa Donostia Kutxa	24,41	63 Caja de Guadalajara	7,42	116 Deutsche Bank	2,94
11 Banesto	24,04	64 Unicaja	7,42	117 Cajasur	2,92
12 Caixa de Terrassa	22,57	65 Popular	7,36	118 March	2,90
13 Caja de Manresa	22,49	66 Gallego	7,19	119 Universal	2,83
14 Caja España	22,38	67 Caja de Pamplona	7,14	120 Caja de Asturias	2,56
15 Bilbao Bizkaia Kutxa	21,69	68 Alicante	6,83	121 Bancantabria	2,44
16 Caja de Salamanca y Soria	18,56	69 Caja de Segovia	6,79	122 Bankoa	2,43
17 Caja de Navarra	17,32	70 Granada	6,68	123 Caja de Pontevedra	2,42
18 Caixa Orense	16,45	71 Bilbao-Vizcaya	6,63	124 Murcia	2,27
19 Caja Mun. de Burgos	15,78	72 Industrial de Bilbao	6,60	125 Caja de Pollensa	2,16
20 Caixa Vigo	15,72	73 Sindibank	6,31	126 Caja de Carlet	2,14
21 Caixa de Girona	14,91	74 Jerez	6,28	127 Bancoval	2,13
22 Caja de Cantabria	14,35	75 Vasconia	6,22	128 Urquijo	2,01
23 Caixa de Tarragona	14,08	76 Esfinge	6,12	129 Fibanc	1,96
24 Barclays Bank	14,02	77 Banca Catalana	6,06	130 Caja de San Fernando y Jerez	1,96
25 Negocios Argentaria	13,89	78 Caja de La Inmaculada	5,99	131 Caja VITAL	1,86
26 Popular Industrial	13,81	79 CCO Burgos	5,89	132 Catalá de Credit	1,80
27 Herrero	13,74	80 Caixa de Cataluña	5,61	133 Finesor	1,76
28 Bankpyme	13,70	81 Privanza	5,58	134 Caja Prov. de Córdoba	1,70
29 Halifax	13,13	82 Mercantil de Tarragona	5,44	135 Caixabank	1,58
30 Caixa de Pensions	12,72	83 Atlántico	5,29	136 Caja de Murcia	1,52
31 Luso Español	12,33	84 Crédito Balear	5,26	137 Bilbao Merchant Bank	1,50
32 Caja de Manille	12,06	85 Ibiza	5,20	138 Hipotecario	1,30
33 Caja de Avila	11,70	86 Banif	5,15	139 Asturias	1,11
34 Zaragozano	11,26	87 BISF	5,08	140 BNP España	1,00
35 Espíritu Santo	11,16	88 Caja de Ontinyent	5,04	141 Aresbank	0,87
36 Exterior	11,15	89 Etcheverría	4,91	142 Credipas	0,84
37 Bancaja	10,87	90 Depósitos	4,89	143 CBE Argentaria	0,82
38 Natwest España	10,80	91 Banco 21	4,86	144 Bandesco	0,79
39 Santander	10,67	92 Castilla	4,83	145 Internacional de Comercio	0,78
40 Caja Layetana	10,48	93 Galicia	4,75	146 BGIF	0,59
41 Crédito Canario	10,42	94 Eurobanco	4,75	147 Valencia	0,47
42 Mapfre	10,19	95 Vitoria	4,74	148 Barcelona	0,43
43 Caixa de Sabadell	10,15	96 Andalucía	4,67	149 Abbey National	0,35
44 Caja del Mediterráneo	10,00	97 Fomento	4,57	150 BEF	0,20
45 Directo	9,86	98 Caja de Jaén	4,33	151 Occidental	0,10
46 Caja de Baleares	9,65	99 Citibank España	4,33	152 Promobanc	0,02
47 Europa	9,56	100 Banco Pueyo	4,21	153 Finanzia	0,00
48 Caja Gral. de Granada	9,35	101 Banca Jover	4,13	154 Crédito Local	0,00
49 Caja de Extremadura	9,33	102 Cooperativo	4,08	Total Cajas	11,01
50 Caja Madrid	9,32	103 Alcalá	4,06	Total Bancos	9,58
51 Caja de Castilla La Mancha	9,27	104 Consolidado España	4,05		
52 Ibercaja	9,15	105 Meridional	4,05		
53 Crédito Agrícola	9,14	106 C.E.C.A.	3,97		

(*) Estimaciones corregidas los saldos de CBEs.
Fuente: AFI.

Esta cuantificación no puede considerarse como una aproximación directa al reflejo contable de las minusvalías totales acumuladas en las carteras de las entidades. Las minusvalías de los primeros meses de 1994 vienen a compensar sólo parcial-

mente, las importantes *plusvalías latentes* generadas en el año anterior: nada menos que 1.170.000 millones. Por ello, la referencia temporal de los valores en cartera es un elemento básico a la hora de considerar el impacto contable en los resultados a

CUADRO NUM. 3
VALORACION CARTERAS DE DEUDA DE ENTIDADES FINANCIERAS

	<i>Cartera en firme (1)</i>	<i>Indice de precio (2)</i>	<i>Variación mensual precio</i>	<i>Valoración cartera (3)=(1)*(2)</i>	<i>Plusvalía latente (4)=(3)-(1)</i>	<i>Variación Plusvalía</i>
1991						
Diciembre	3.164,6	100,0		3.164,6		
1992						
Enero	3.270,5	101,0	1,0	3.304,5	34,0	
Febrero	3.754,3	101,5	0,4	3.809,7	55,5	21,5
Marzo	3.954,5	100,5	-1,0	3.973,5	18,9	-36,5
Abril	3.705,5	100,4	-0,0	3.721,8	16,2	-2,7
Mayo	3.903,8	100,4	-0,0	3.920,5	16,7	0,5
Junio	4.293,4	98,3	-2,1	4.219,9	-73,5	-90,2
Julio	4.344,5	94,4	-3,9	4.102,4	-242,1	-168,6
Agosto	4.433,1	92,6	-1,8	4.104,8	-328,4	-86,2
Septiembre	4.671,9	91,3	-1,3	4.266,9	-405,1	-76,7
Octubre	4.506,8	95,0	3,7	4.281,8	-225,0	180,1
Noviembre	4.611,2	95,0	0,0	4.381,0	-230,2	-5,2
Diciembre	4.450,2	94,6	-0,4	4.211,3	-238,9	-8,7
1993						
Enero	4.299,1	97,3	2,6	4.181,7	-117,4	121,6
Febrero	4.190,1	97,6	0,4	4.090,6	-99,5	17,9
Marzo	4.328,4	99,1	1,5	4.290,5	-37,9	61,5
Abril	4.948,9	98,5	-0,6	4.874,3	-74,6	-36,7
Mayo	4.795,1	103,1	4,6	4.945,1	150,0	224,6
Junio	4.424,0	106,5	3,4	4.713,0	288,9	138,9
Julio	4.806,8	108,3	1,8	5.205,1	398,3	109,4
Agosto	4.123,5	113,2	4,9	4.667,6	544,1	145,7
Septiembre	5.178,0	112,2	-0,9	5.812,2	634,2	90,1
Octubre	5.193,9	115,7	3,4	6.007,2	813,3	179,2
Noviembre	5.591,8	115,1	-0,5	6.437,8	846,0	32,7
Diciembre	5.343,2	117,4	2,2	6.271,4	928,2	82,2
1994						
Enero	5.101,5	118,7	1,3	6.055,2	953,8	25,6
Febrero	5.917,4	114,3	-4,4	6.765,0	847,7	-106,1
Marzo	5.860,9	112,8	-1,5	6.611,5	750,6	-97,1
Abril	6.301,6	111,5	-1,3	7.029,0	727,4	-23,2
Mayo	6.447,7	109,7	-1,8	7.075,1	627,4	-100,1
Junio	7.053,9	107,5	-2,2	7.582,1	528,2	-99,1

CUADRO NUM. 4

PLUSVALIAS/MINUSVALIAS ACUMULADAS EN LAS CARTERAS DE DEUDA DE ENTIDADES FINANCIERAS

	<i>m.m. pesetas</i>
Tercer trimestre 1992	-331,6
Año 1993	1.167,1
Primer trimestre 1994	-177,6
Segundo trimestre 1994	-222,4

junio de 1994. A nivel de conjunto del sistema bancario, las carteras de las entidades financieras, considerando distintas referencias temporales, acumulan minusvalías netas en las carteras adquiridas

desde agosto-septiembre de 1993 —es decir, las minusvalías generadas en el año 1994 han consumido todas las plusvalías generadas desde esos meses hasta enero de 1994—. Por el contrario, si tomamos un horizonte temporal más amplio, la cartera aún se encontraría en plusvalías. Aplicando estos datos generales a entidades individuales, podríamos afirmar que existen entidades que aún no se encuentran en la necesidad de provisionar fuertes cantidades porque, dada la fecha —más exactamente, los precios— de adquisición de sus carteras, las minusvalías de los últimos meses aún no han consumido la totalidad de plusvalías latentes; aunque ello depende de la política practicada de afloración durante 1993 de plusvalías latentes.

De este modo, en la actualidad, podemos encontrar a entidades que se enfrentan con problemas de

desigual importancia en relación con el saneamiento de su cartera. Por un lado, entidades cuyas carteras están contabilizadas a precios aún inferiores a los actualmente vigentes en los mercados y que han permanecido por un período relativamente largo en sus balances. Por otro, entidades cuyas carteras han sido más recientemente adquiridas a precios superiores a los actualmente vigentes en los mercados. En este segundo grupo de entidades se encuentran aquellas que, por una búsqueda de inversiones a medio plazo, la necesidad de limitar el riesgo de insolvencia o por una fuerte captación de pasivo que aumenta su posición tesorera, han decidido incrementar su cartera de valores en los últimos meses. En el mismo caso se encontrarían las entidades que, sin haber incrementado sustancialmente el peso de sus carteras en el total de sus inversiones, han realizado durante el ejercicio 1993 una venta de sus carteras y una posterior adquisición de las mismas que permitiese mantener las mismas inversiones, aflorando las plusvalías generadas durante dicho ejercicio gracias a la evolución de los tipos de interés.

3. El tratamiento contable de la deuda en las carteras de las entidades de crédito en España

Fue la circular 4/91 del Banco de España, que entró en vigor en 1992, la norma contable que cambió por vez primera el principio, hasta entonces dominante, según la cual, los valores de renta fija proporcionaban una renta, desde el punto de vista contable, realmente «fija». La circular 4/91 no rompía con los principios contables tradicionales de valoración en balance a coste medio de adquisición y de periodificación de intereses por el principio de

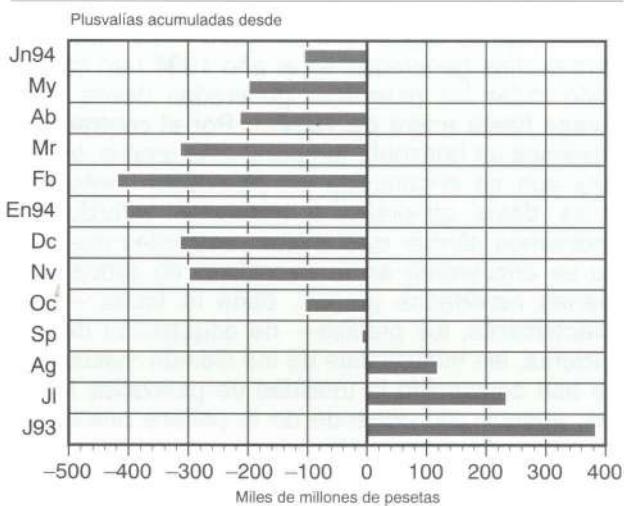
devengo —consagrados, por otra parte en el nuevo Plan General de Contabilidad—, pero sí introducía dos elementos correctores de la máxima importancia: 1) la creación de una cartera de negociación —en la práctica, de uso voluntario por las entidades— valorada a precios de mercados, y 2) la corrección, en aplicación del principio contable conservador, del coste histórico de la denominada cartera de inversión, cuando éste es superior al precio de mercado, es decir, cuando existen minusvalías latentes en un valor de esta cartera. La corrección señalada suponía la dotación —con el consiguiente efecto sobre la cuenta de resultados— de una provisión al cierre del trimestre natural por la magnitud de la minusvalía total.

La crisis del mercado de deuda en el segundo trimestre de 1992 hizo al Banco de España modificar la circular. Las minusvalías latentes en las carteras de las entidades de crédito eran de tal magnitud —unos 400 m.m. a la altura de septiembre, según nuestras estimaciones— que las necesidades de dotación podían poner en cuestión la estabilidad del sistema. La autoridad supervisora introdujo en octubre de dicho año la circular 18/92, que permitía dotar sólo la proporción correspondiente a dos años sobre la vida residual del valor con minusvalías. El resto se registraba en una cuenta de «otras periodificaciones» que debía estar cubierta con recursos propios excedentes. Además el Banco permitió liberar de estas exigencias la parte de la vida residual de un valor cubierta con una cesión temporal. Con la norma se dio una paradoja de la que es preciso extraer lecciones: en el momento en que salió a la luz, las rentabilidades de la deuda registraron un descenso, con cargo al diferencial frente a Alemania, de unos 125 p.b.

Varios elementos hicieron que la «solución» dada entonces no fuera satisfactoria. En primer lugar, no ha de ignorarse que su tratamiento contable de la cartera de inversión era *asimétrico*. Mientras que las minusvalías latentes de unos valores habían de provisionarse, no se permitía la afloración —ni siquiera para eximir de las exigencias de dotación o de recursos propios— de las eventuales plusvalías generadas, en su caso, en otros valores de la misma cartera y de igual naturaleza. Este tratamiento era doblemente sorprendente, por cuanto que la directiva comunitaria 86/635/CEE permite una solución simétrica. Esta cuestión tenía menor importancia en la crisis de 1992, cuando las carteras eran todavía reducidas, pero en la de 1994, después de las fuertes ganancias de capital de 1993, y con el ascenso de las carteras que tuvo lugar entonces, es decisivo. La imposibilidad de aflorar plusvalías si no es vendiendo los valores adquiridos a rentabilidades superiores a las actuales, impulsa a las entidades a presionar negativamente el mercado, con el fin de paliar los efectos de las dotaciones sobre la cuenta de resultados.

En segundo lugar, la circular 18/92 introducía un

GRAFICO 6
PLUSVALIAS ACUMULADAS HASTA JUNIO 1994 EN LAS CARTERAS DE DEUDA ENTIDADES FINANCIERAS



tratamiento que desnaturaliza la percepción de riesgos por parte de las entidades. Esta cuestión descansa en el tratamiento igualitario e independiente de las exigencias de dotación respecto a la estructura por plazos de las carteras. La circular 18/92 estableció que, en los valores de renta fija clasificados como de «inversión», el saneamiento de aquéllos con un vencimiento residual superior a dos años se podría realizar, en la proporción correspondiente a dos años respecto a la vida residual, contra la cuenta de pérdidas y ganancias, y en el resto, contra la cuenta denominada «otras periodificaciones», a deducir de los recursos propios —o, lo que es lo mismo, cubierta al 100 por 100 con recursos propios excedentes—, sin tener en cuenta el castigo que, en la medida en que la exigencia de dotación es el aspecto al que las entidades son más sensibles, ello supone para los valores de vida residual corta o media. Esto seguramente distorsionó la formación de precios, penalizando la zona de dos-cinco años de la curva de rentabilidades y contribuyendo, en el contexto de la crisis, a una extraordinariamente aguda pendiente en la curva entre el corto plazo y el tres años.

Un caso práctico puede clarificar esta cuestión (véase cuadro núm. 5). Imaginemos una cartera de inversión en valores a tres, cinco, 10 y 15 años adquirida el día 17 de junio de 1994. Veamos la contradicción entre el tratamiento contable de los valores a medio y el de los de largo plazo ante una caída de los precios. Si al cierre de junio hubiera tenido lugar un hipotético ascenso de los tipos de interés de un punto en paralelo a lo largo de la curva por el que hubieran subido las rentabilidades de todos los valores también un punto, la circular exigía, por ejemplo, provisionar un 39,2 por 100 de la minusvalía del bono a cinco años, pero sólo el 20,1

CUADRO NUM. 5
EJEMPLO DE CALCULO DE DOTACION EN VARIOS VALORES DEL ESTADO SI TRAS ADQUIRIRLOS SUBEN UN PUNTO SUS TIR

Referencia	Plazo en años	Minusvalía latente (*)	Porcentaje a provisionar	Dotación a realizar en puntos de precio
B-7,30-Jul 97	3,10	2,47	64,50	1,59
B-7,40-Jul 99	5,10	3,56	39,22	2,00
O-8,00-May 04	9,94	5,35	20,10	1,08
O-8,20-Feb 09	14,70	6,33	13,60	0,86

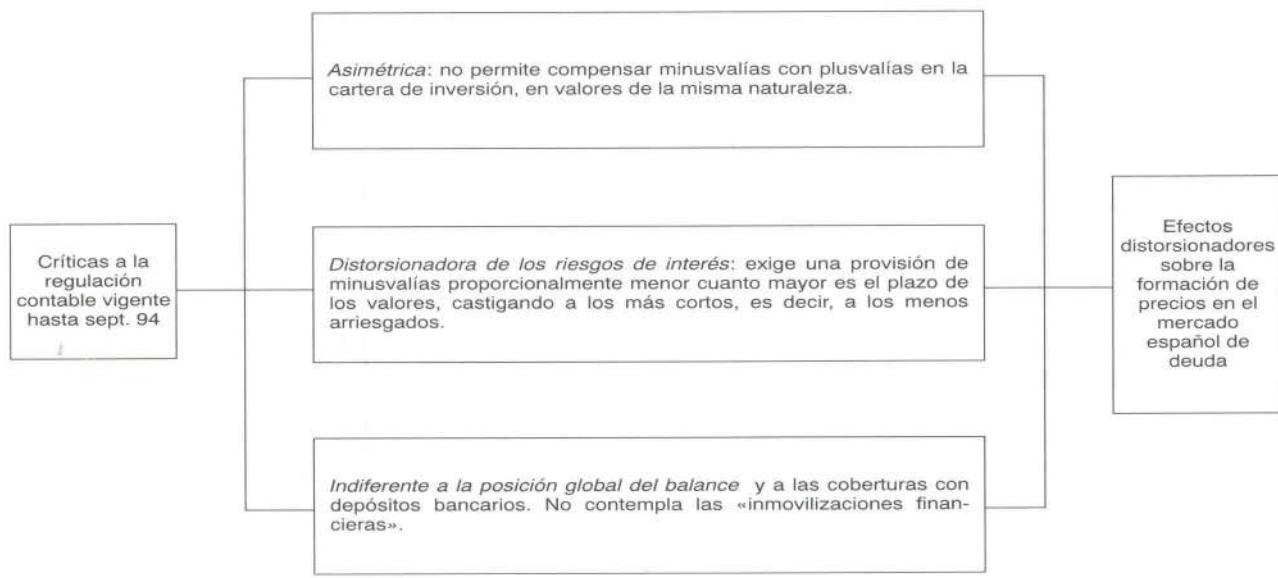
(*) Caída absoluta del precio por el ascenso de un punto en la TIR. Calculada a través de la sensibilidad de cada referencia el día 17 de junio de 1994 y según las normas de la Circular 18/92 del Banco de España, reformada por la Circular 6/94.

por 100 de la obligación a 10 años. Esto implicaría provisionar dos puntos de los 3,56 que habría caído el precio en el bono y sólo 1,08 puntos de los 6,33 en que descendría el de la obligación.

Así, en nuestro ejemplo, la dotación es superior en el bono a cinco años que en la obligación a diez, en tanto que la minusvalía es lógicamente mayor en esta última, por ser su duración muy superior. Se trata de un sistema perverso, que distorsiona la percepción de los riesgos de las entidades de crédito, en la medida en que éstas mantienen una actitud sesgada por las repercusiones contables en la cuenta de resultados de sus actividades en el mercado y valoran más los efectos de éstas sobre aquélla que los que también tienen sobre los recursos propios exigidos por las autoridades supervisoras.

Un tercer elemento destacaba del análisis de la norma contable. Esta era absolutamente —con la excepción de las cesiones temporales— indiferente a la posición de riesgo del conjunto de los activos y

ESQUEMA 1



pasivos de la entidad. El Banco de España no permitía las llamadas *macrocoberturas*, consistentes en asignar pasivos genuinos —no cesiones temporales— a los valores de la cartera de inversión. La norma comunitaria permite la constitución de una cartera denominada de «inmovilizaciones financieras», mantenida hasta vencimiento por la entidad, por estar los valores en ella incluidos destinados a servir de manera duradera a la actividad de la entidad. Sin embargo, sorprendentemente, la norma española sobre la cartera de valores de renta fija de las entidades de crédito ignoró esta posibilidad, al determinar el desglose de ésta en sólo dos subcarteras, la de inversión y la de negociación. Cabe pensar que, en la línea de exigencia de vigilancia del riesgo de interés global introducida por la circular 12/93 sobre recursos propios, la introducción de esta cartera, cubierta con pasivos, bien insensibles a los tipos de mercado y estables, o bien a tipo fijo y de largo plazo, podía ser —como después ocurrió en la reforma de septiembre de 1994— una vía de adecuación de la norma contable a los requisitos de una gestión integral de activos y pasivos por parte de una entidad.

En definitiva, pensamos que esta asimétrica, injustamente igualitaria con los plazos de vida residual e insensible a la posición respecto al riesgo de interés de las entidades, en el conjunto de su balance, aplicación de los requisitos contables de la cartera de inversión en renta fija de las entidades de crédito, provocó distorsiones muy negativas en la formación de precios del mercado de deuda, lo que merecería una reflexión por parte de las autoridades supervisoras. En un contexto en el que la inversión internacional adopta una posición negativa respecto al mercado español, la reacción de las entidades ante la necesidad de dotar una parte de sus minusvalías latentes es clave en el comportamiento del mercado.

Los efectos de esta reacción fueron de dos tipos: en primer lugar, uno generalizado a lo largo de toda la curva, de resistencia a la adquisición de carteras y de presiones vendedoras por temor a las provisiones; en segundo lugar, otro, específico, sobre la zona intermedia de la curva, como consecuencia de que la circular señalada desfavorece claramente a las referencias de menor plazo de vida residual, al exigir la dotación de una provisión por minusvalías de mayor proporción en éstas que en las referencias largas, de carácter también negativo.

4. Algunas estrategias contables

El hecho de que la aplicación de la circular 18/92 exigiera también, en los valores a más de dos años, una cobertura de los valores con minusvalías latentes de una parte de éstas con recursos propios computables en los coeficientes de solvencia excedentes, determinó que, en función de su nivel de exceso

sobre la cobertura de los recursos propios mínimos exigidos, se desarrollaran estrategias «contables» alternativas en cada entidad de crédito. Pudo darse el caso de entidades que asumieron el saneamiento total de las minusvalías latentes en sus carteras contra la cuenta de resultados, por no contar con margen suficiente como para poder deducir parte de las mismas de sus recursos propios.

En el caso de entidades que, bien por no contar con exceso suficiente de recursos propios, o bien que desean mantener un margen suficiente sobre los recursos mínimos exigidos —para garantizarse crecimiento o diversificación futuros—, la única alternativa era la asunción de todas las minusvalías latentes en las carteras contra sus cuentas de resultados. Esto no implicaba, sin embargo, que la dotación de provisiones fuera la única alternativa posible. Ha de considerarse que, en la medida en que los saneamientos se realizan por referencias, pueden mantenerse simultáneamente referencias en pérdidas con otras con plusvalías, incentivándose, por tanto, la venta de ambas para compensar el impacto contable sobre la cuenta de resultados, con el consiguiente impacto negativo sobre el mercado.

Este mismo hecho pudo determinar que se produjera en muchas entidades una *reclasificación de las carteras de negociación hacia las carteras de inversión*. Esto permitía incluir en las carteras de inversión activos con una rentabilidad al mismo tiempo que, contablemente, garantizaría que las plusvalías que, en su caso, se generasen, pudiesen ser afloradas por las entidades en el momento que considerasen más oportuno, y no mensualmente con la valoración a precios de mercado de sus carteras.

Las entidades, por otra parte, que podían absorber un consumo de recursos propios en sus balances, sin embargo, se acogieron al saneamiento proporcional por los dos primeros años de vencimiento residual de los valores, periodificando las minusvalías restantes. Esto reducía significativamente la necesidad de plusvalías, aunque añadía la distorsión ya mencionada en los mercados hacia las referencias con vencimientos más largos, lo que hacía paradójicamente que las minusvalías de los valores más cortos fueran mayores que las que en otras circunstancias se producían. Observando la estructura de vencimientos de los saldos de bonos y obligaciones, vemos cómo menos de un 12 por 100 del total del saldo vivo tiene su vencimiento en 1994 y 1995 (véase cuadro núm. 6), pudiendo acogerse, por tanto, la mayor parte de las carteras a la posibilidad de periodificación de minusvalías incorporada por la circular 18/92.

Tanto en las entidades con problemas de recursos propios como en las demás una respuesta a las elevadas necesidades de saneamiento de carteras ha sido la cesión temporal a plazos suficientemente largos, para inmunizar la posición con pérdidas y neutralizar la exigencia de recursos propios y de

CUADRO NUM. 6
ESTRUCTURA DE VENCIMIENTOS ANUALES.
BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

	<i>Saldo nominal (miles de millones)</i>	<i>Porcentaje acumulado</i>
1994	910	5,77
1995	974	11,95
1996	2.982	30,86
1997	2.230	45,00
1998	3.108	64,71
1999	337	66,84
2000	399	69,37
2001	49	69,68
2002	1.406	78,60
2003	2.027	91,45
2004	845	96,81
2005	0	96,81
2006	0	96,81
2007	0	96,81
2008	0	96,81
2009	503	100,00

dotaciones. Aunque de forma explícita la normativa contable no establecía el tratamiento de los saneamientos en estas cesiones, de hecho se ha venido dando un tratamiento proporcional, realizándose el saneamiento sobre las minusvalías latentes en proporción al período de mantenimiento en firme de las carteras tras el vencimiento de las operaciones de cesión. Con ello, cesiones temporales hasta un día antes del vencimiento del activo podían eximir totalmente de las necesidades de saneamiento, diluyendo, a lo largo de toda la vida residual de los valores, la diferencia entre ingresos y costes devengados. Estas operaciones eliminaban la necesidad de provisiónamiento, con el coste de la iliquidez, en el sentido de que se genera un activo no móvilizable que habrá de mantenerse hasta el vencimiento de la cesión, permitiendo la afloración de la pérdida en la cuenta de resultados al ritmo del devengo de la diferencia entre el tipo del activo y el del pasivo.

III. LA REFORMA CONTABLE

La circular 6/1994 de 26 de septiembre define la clasificación de las carteras de valores, creando una nueva cartera de valores para los títulos de renta fija, la *de inversión a vencimiento*, que se suma a las ya existentes carteras de negociación y cartera de inversión ordinaria. La principal característica de esta cartera de inversión a vencimiento es que en ella se incluyen valores que las entidades prevén, en principio, mantener hasta vencimiento, lo que permite que el criterio básico de su valoración sea el precio de reembolso, no realizándose, por tanto, ningún saneamiento por comparación de los valores contables con el valor de mercado. Para evitar posibles alteraciones de la valoración contable o de los

resultados derivados de la mera clasificación de carteras o la realización de plusvalías en carteras no sujetas a saneamiento en los momentos en que los precios de mercado se incrementen, el Banco de España introduce criterios relativamente rígidos para permitir la clasificación de valores de renta fija en la cartera de inversión a vencimiento y limita claramente las situaciones en que puede permitirse la enajenación de estos títulos.

Por otra parte, a pesar de que se mantiene el tratamiento asimétrico de la *cartera de inversión ordinaria*, en el sentido de que se realizan saneamientos trimestrales por las minusvalías latentes, pero no se afloran las potenciales plusvalías, se introducen modificaciones que relajan la situación previamente existente. En concreto, para el cálculo de las necesidades de saneamiento de la cartera de inversión ordinaria se tienen en cuenta las plusvalías latentes en títulos clasificados en esta cartera que coticen en mercados ágiles y profundos —es decir, con un precio formado en los mercados, al margen de posibles influencias por parte de entidades individuales—, de tal modo que el saneamiento se realice por el neto.

La posibilidad que existía en la cartera de inversión en la normativa anterior de realizar los saneamientos de aquellos títulos con un vencimiento residual superior a dos años, contra recursos propios, por la parte proporcional al exceso sobre dichos dos años ahora se modifica radicalmente, en la cartera ordinaria, de tal modo que las entidades pueden realizar sus saneamientos contra resultados o contra recursos propios en la proporción que decidan en cada momento.

Primando el principio de prudencia valorativa, se establece igualmente un tratamiento asimétrico de plusvalías y minusvalías realizadas. Mientras que las pérdidas irán directamente a la cuenta de resultados, los beneficios realizados irán, en primer lugar, a compensar minusvalías latentes netas, y sólo irán a la cuenta de pérdidas y ganancias en el caso de que se hayan compensado totalmente dichas minusvalías. De este modo, se evita que las entidades puedan, mediante enajenaciones parciales y selectivas de su cartera, realizar beneficios que tienen como contrapartida un posible deterioro de la calidad media de las carteras.

1. Definición de las carteras de valores

Las entidades de crédito podrán tener sus valores clasificados en cuatro tipos de carteras diferenciadas —de las cuales, tres pueden incluir valores de renta fija—, debiendo contar con *criterios internos objetivos y suficientemente documentados* para determinar en qué cartera se clasificará cada uno de los valores que se adquiera. Desde el mismo momento de la adquisición de un valor, éste deberá ser asignado a una cartera determinada, debiendo contabi-

lizarse las distintas carteras en cuentas internas separadas. El importante efecto que sobre la valoración, los saneamientos y la cuenta de resultados puede tener la clasificación de un valor en una cartera determinada lleva a que sea necesario, por tanto, contar con esos criterios objetivos que el Banco de España se encargará de supervisar.

Las cuatro carteras en que podrán clasificarse los valores que mantengan las entidades en su balance serán:

A) Cartera de negociación

Su definición se mantiene inalterada respecto a la que introdujo la circular 11/1993. Concretamente, se incluirán en esta cartera los valores de renta fija o privada que se adquieran con el fin de beneficiarse a corto plazo de modificaciones en el precio. Dado que su valoración se realiza a precio de mercado, se exige que los valores coticen públicamente y tengan una negociación ágil, profunda y no influenciable por agentes privados individuales. Dada esta definición, se determina una lista de excepciones que recoge valores que no podrán ser incluidos en esta cartera:

- valores emitidos por la propia entidad, y las participaciones en el capital de sociedades del grupo o asociadas;
- valores adquiridos con pacto de retrocesión no opcional;
- valores cedidos temporalmente o prestados por plazos superiores a tres meses y los destinados a cubrir las cesiones a cuentas financieras;
- valores dados en garantías.

B) Cartera de inversión ordinaria

El Banco de España la define por exclusión, incluyéndose en ella los valores de renta fija o variable que no hayan sido asignados a ninguna otra cartera.

C) Cartera de inversión a vencimiento

Incluye sólo valores de renta fija que las entidades prevean mantener hasta su vencimiento, siempre que tengan *capacidad financiera* para hacerlo. Esta capacidad se define, en términos generales, de forma expresa en la Circular, presumiéndose en los siguientes casos:

- existencia de financiaciones vinculadas, de plazo equiparable a su vida residual, básicamente en la forma de cesiones temporales a plazos cercanos al vencimiento;
- excedente neto en el resto del balance de pasi-

vos sobre activos de plazo residual e importe iguales o superiores al de esa cartera;

- otras coberturas apropiadas del valor de la cartera frente a variaciones del tipo de interés.

Dado el extraordinario tratamiento contable de esta cartera, se exige que la clasificación de títulos en esta cartera precise de una decisión documentada, para poder verificar si se cumple alguna de las condiciones anteriormente mencionadas. Los títulos deberán mantenerse hasta vencimiento, y habrán de comunicarse al Banco de España y justificarse las enajenaciones que se realicen. En la Circular se enumeran, como motivos para justificar dicha enajenación, los cambios en la legislación que modifiquen de forma profunda el marco en que actúa la entidad, variaciones importantes de las circunstancias que concurren en el emisor, la ejecución de garantías constituidas o la existencia de dificultades financieras de la entidad o su grupo.

D) Cartera de participaciones permanentes:

En esta cartera se podrán clasificar las participaciones vinculadas a la actividad de la entidad o del grupo a que pertenezca y que vayan a mantenerse, por dicha vinculación, de forma duradera.

2. Traspasos entre carteras

Estos cuatro tipos de carteras no son absolutamente estancos y se permiten algunos traspasos de valores entre ellos. Sin embargo, de forma explícita, se limitan otros traspasos, algunos de los cuales no estaban restringidos con la normativa anteriormente en vigor. Concretamente, los traspasos de la cartera de inversión ordinaria a la de inversión a vencimiento se realizarán al menor del precio de mercado y el precio de adquisición corregido —tal como se define en la Circular y calculado como comentamos más adelante—, saneando, en su caso, las pérdidas que se pongan de manifiesto.

Los traspasos de la cartera de participaciones permanentes a la cartera de inversión ordinaria o a la cartera de negociación —cuando dichas participaciones cumpliesen con los requisitos para estar incluidas en esta cartera— se realizarán al valor neto en libros.

No podrán realizarse traspasos de la cartera de inversión a vencimiento a otras carteras, ni de la cartera de inversión ordinaria a la de negociación —posibilidad ésta no prohibida en la anterior normativa.

Cualquier traspaso entre carteras deberá estar debidamente documentado y justificado.

3. Contabilización y saneamientos

Las modificaciones que introduce la nueva Circular en cuanto a la contabilización y el saneamiento de la cartera de valores se concentran en dos tipos de carteras. Por un lado, se modifica el tratamiento de la cartera de inversión ordinaria. Por otro, se establece un tratamiento especialmente favorable para la nueva cartera de inversión a vencimiento. El tratamiento contable de la cartera de negociación permanece invariable y el de la cartera de participaciones permanentes se asimila al ya existente en la normativa anterior para las denominadas «inmovilizaciones financieras».

Los valores incluidos en la *cartera de inversión ordinaria* se contabilizarán inicialmente por su valor de adquisición, deducido el importe de cupón corrido —que se contabilizará en cuentas diversas hasta el cobro efectivo. También se deducirán, como ocurría con anterioridad, las bonificaciones y comisiones obtenidas en el momento de la suscripción, exceptuando las que tengan el carácter de cupones prepagados, que se periodificarán a lo largo del período de carencia de intereses. Sólo en el caso de valores con rendimiento implícito con vencimiento original inferior a 12 meses se modificará este criterio, contabilizándose los valores por su valor de reembolso.

Los valores incluidos en la cartera de inversión adquiridos a precios distintos del valor de reembolso darán lugar a una periodificación mensual por la diferencia entre el precio de adquisición y dicho valor de reembolso. Esta periodificación se realizará durante la vida residual del valor, corrigiendo el precio inicial del título con abono o adeudo a resultados. Este nuevo concepto contable se denominará *precio de adquisición corregido* y será la base para el cálculo de los saneamientos trimestrales, cuando procedan, en los valores cotizados.

Estos valores cotizados exigen comparar su precio de adquisición corregido y la cotización al final de cada trimestre, tomando como referencia la cotización del último día, que se sustituirá por la media de los últimos diez días hábiles en valores con mercados poco profundos o erráticos. Si el precio de adquisición corregido es superior a la cotización —deducido de ésta el cupón corrido—, dará lugar a una *necesidad de saneamiento*, llevándose la suma de todas las diferencias de este signo a una cuenta activa a clasificar entre las de periodificación y a deducir de los recursos propios. Si el precio de adquisición corregido es inferior a la cotización, podrán compensarse, por la diferencia entre ambos, parte de las minusvalías latentes en otros valores, siempre que los valores que generan estas plusvalías latentes tengan liquidez y una cotización ágil y profunda, no pudiendo ser ésta influenciable por agentes individuales. La contrapartida de estos apuntes contables será el fondo de fluctuación de valores.

Este saneamiento, en vez de realizarse contra una cuenta de periodificación activa, podrá alternativamente realizarse contra la cuenta de resultados, disponiendo las entidades de total libertad para distribuir el saneamiento entre resultados y la cuenta deducible de sus recursos propios en las proporciones que, en cada momento, consideren oportunas. Sólo hace mención el Banco de España, de acuerdo con el principio de prudencia valorativa que subyace en todo momento en el espíritu de la Circular, de la *consideración de que las entidades deben tener particularmente en cuenta «los cambios se prevean duraderos en las condiciones de los mercados»* como motivo que puede hacer recomendables los saneamientos contra la cuenta de resultados.

Las enajenaciones de los valores incluidos en la cartera de inversión ordinaria reciben un tratamiento asimétrico. Las minusvalías realizadas irán directamente a la cuenta de resultados. En el caso de que se realizasen beneficios, se dotará una provisión, a integrar en el fondo de fluctuación de valores, por el importe de las plusvalías. Al cierre de cada trimestre, esta provisión se aplicará a la cuenta de periodificación activa que recoge los saneamientos de valores de esta cartera, hasta el saldo que tenga esta cuenta en ese momento, liberándose el exceso. Sin embargo, las provisiones liberales habrán de constituirse de nuevo en trimestres posteriores del mismo ejercicio si en ellos se produjese un aumento de la citada cuenta de periodificación. De este modo, se da un nuevo tratamiento contable a las plusvalías realizadas por enajenaciones de cartera que no serán firmes, en sentido estricto, hasta el cierre de cada ejercicio, y sólo por el importe que no sea necesario para compensar otras minusvalías latentes. Las recuperaciones de estas provisiones que puedan realizarse en un trimestre antes del cierre del ejercicio estarán sujetas a provisionalidad, en el sentido de que, dentro del mismo ejercicio, la generación de minusvalías latentes en otros valores de esta cartera puede obligar a que, de nuevo, se realice una provisión por la cuantía de las plusvalías afloradas en la cuenta de resultados.

En el caso de valores de la cartera de inversión ordinaria que se encuentren vendidos con compromiso de recompra, el cálculo de la diferencia entre el precio de adquisición corregido y la cotización se realizará proporcionalmente al período de vida residual en que el título no se encuentra cedido. En la práctica, este tratamiento es el que se venía dando a las cesiones temporales, y el Banco de España, en esta Circular, sólo recoge lo que, de hecho, se estaba aceptando como práctica común, dada la evidente cobertura de riesgo de tipo de interés durante el período de la cesión.

En el caso de valores incluidos en la *cartera de inversión a vencimiento*, su contabilización será, en origen, idéntica a la de los valores de la cartera de

inversión ordinaria, basándose en el precio de adquisición —con las correcciones y matizaciones arriba mencionadas—, y, posteriormente, en el cálculo mensual del precio de adquisición corregido. La gran diferencia es que no se exige ningún saneamiento de esta cartera, periodificándose hasta vencimiento, por un lado, las diferencias entre precio de adquisición y valor de reembolso —cálculo del precio de adquisición corregido— y, por otro, los cupones correspondientes.

En el caso de enajenaciones de valores incluidos en esta cartera a vencimiento, las pérdidas realizadas se llevarán directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias como resultados extraordinarios. En el caso de beneficios, se dotará una provisión específica por el importe de dichos beneficios, disponiéndose de ella *linealmente* a lo largo de la vida residual del valor vendido. Con ello, independientemente de que pudiesen existir plusvalías latentes en los títulos incluidos en esta cartera, las entidades no encuentran ningún incentivo en su enajenación para la realización de plusvalías, ya que las mismas se periodificarían a lo largo de la vida residual de los mismos y no tendrían, en general, un efecto puntual significativo sobre las cuentas de resultados.

4. Computabilidad de recursos propios

La cuenta de periodificación activa contra la que se realizan las dotaciones al fondo de fluctuación de valores en el cálculo de saneamientos de la cartera de inversión ordinaria sigue siendo deducible de los recursos propios. Sin embargo, tal como recoge la modificación que se realiza a la Circular 5/1993 sobre determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito, la deducción de los recursos propios computables tendrá igualmente en cuenta los fondos especiales que se hayan provisionado en el caso de enajenaciones con beneficio de valores incluidos en la cartera de inversión a vencimiento. El neto entre ambas partidas será el volumen deducible de los recursos propios computables.

5. Otras modificaciones

Se aprovecha en la presente Circular para realizar otras modificaciones, algunas vinculadas a la nueva clasificación de las carteras —especialmente en lo referente a información a rendir por las entidades, aunque también otras de carácter meramente técnico para ajustarse a las nuevas definiciones. También se incluye una modificación que afecta a la clasificación de los *países dudosos* a efectos del riesgo-país que, por quedar fuera del alcance de esta nota, no será objeto de análisis en mayor detalle.

6. Entrada en vigor

La presente Circular entró en vigor el día 27 de septiembre y será aplicable a las cuentas de las entidades de crédito de septiembre de 1994. Los saneamientos que se hubiesen realizado en la cartera de inversión de renta fija a junio de 1994 se considerarán firmes, lo cual no implica corrección del valor de los activos en el balance, ya que *se mantiene la contrapartida en el fondo de fluctuación de valores*. Sin embargo, este fondo sólo podrá ser liberado por una eventual recuperación de las cotizaciones.

Para los traspasos de valores que se realicen en el último trimestre de 1994 entre la cartera de inversión ordinaria y la cartera de inversión a vencimiento, se podrá tomar como valoración la referida a 30 de junio de 1994. De este modo, valores que hubiesen visto caer su cotización podrían ser clasificados en la cartera de inversión a vencimiento sin necesidad de realizar saneamientos adicionales por dicho último trimestre. De igual modo, el traspaso realizado al precio de 30 de junio permitiría recuperar las provisiones que se hubiesen dotado a 30 de septiembre.

IV. CONSIDERACIONES FINALES

La estructura de balance de las entidades financieras españolas muestra, en general, una tendencia a la asunción de un alto riesgo respecto a ascensos de los tipos de interés. Las grandes carteras de deuda existentes, que responden a la herencia de la «época del *repo*», previa al desarrollo de los fondos de inversión, contribuyen a elevadas duraciones en los recursos propios de muchas entidades financieras. Sin embargo, el nuevo contexto contable surgido con la revolucionaria circular 4/91 y después con la discutible 18/92 exigió de las entidades una gestión del riesgo de mercado específica: los valores ya no podían gestionarse de forma pasiva, como los créditos a tipo fijo, si no se quería que la cuenta de resultados sufriera más volatilidad: surgía así la relevancia del *riesgo de precios*.

Esto tiene importantes consecuencias para las autoridades supervisoras y para las entidades de crédito. En nuestra opinión, era imprescindible para el buen funcionamiento de los mercados una redefinición de la circular 18/92, en el sentido de eliminar su carácter asimétrico, evitar la distorsión de la estructura por plazos del riesgo de interés y propiciar que se insertara más específicamente en la política de vigilancia del riesgo de interés y de liquidez de todos los activos y los pasivos de las entidades financieras.

No obstante, también es necesaria por parte de éstas una actitud más estricta en el control y gestión de los riesgos de mercado. Una delimitación *ex ante* de los riesgos máximos a admitir en sus carte-

ras de valores de renta fija —tamaño y duración de las carteras—, así como un control de sus posiciones, estableciendo límites operativos *ex-post*, como pérdidas máximas admitibles, son medidas imprescindibles que exigen un avance en el análisis del «valor de riesgo» de las posiciones y en los sistemas de información en tiempo real. Además es precisa una gestión más activa de las posiciones: aun cuando una posición se oriente al medio o largo plazo, su gestor debe reaccionar a expectativas de caída de los precios —aunque existan plusvalías latentes—

reduciendo la duración de sus carteras, ya patrimonialmente, ya mediante cobertura con instrumentos derivados, como los futuros y las opciones.

NOTA

(*) Se trata de un cierto efecto desplazamiento de consecuencias todavía imprevisibles. Sobre estos efectos en Estados Unidos —el *credit crunch*, véase A. P. Rodrigues, «Government Securities Investments of Commercial Banks», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, verano de 1993.

LA NUEVA ERA DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA: ASPECTOS JURÍDICOS

Fernando de la Hucha Celador

I. INTRODUCCIÓN

La Deuda pública constituye, posiblemente, el instituto jurídico que menor desarrollo doctrinal ha tenido en el proceso de construcción del Derecho financiero en España, puesto que salvo excepciones aisladas y sobradamente conocidas (1), el grueso de la doctrina se ha decantado por el tributo como paradigma y eje central de construcción de la disciplina. Incluso, las excepciones aludidas descansan sobre postulados que, frecuentemente, se han visto superados por la realidad económica y, en concreto, por la evolución de los mercados financieros, por la evolución del déficit público y de sus formas de financiación, por el proceso de desmembración de la personalidad jurídica única del Estado, por la importancia creciente de la política monetaria y la utilización instrumental de la Deuda al servicio de dicha política y, en definitiva, por un conjunto de factores exógenos que, reflejados en la evolución del ordenamiento jurídico han debido, forzosamente, influir en la construcción dogmática del citado instituto jurídico.

En este sentido, la doctrina jurídico-financiera sobre la Deuda pública ha estado más preocupada de discutir sobre la naturaleza contractual de aquélla que sobre las repercusiones jurídicas derivadas de la profunda transformación que, en la realidad financiera, se ha producido desde los albores de los años ochenta. En buena medida, han pasado inadvertidos para el Derecho de la Deuda pública los efectos de la Constitución de 1978 (2), el nuevo Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria (TRLGP) de 1988, la huida de las exigencias del principio de reserva de ley, el trasvase de competencias materiales desde el legislador y desde el gobierno hacia el Tesoro y hacia el Banco de España, dotados cada vez de mayor autonomía, etcétera.

El presente trabajo no pretende paliar estas ausencias —tarea para la que su redactor no se siente capacitado—, sino ofrecer un marco de reflexión que abra un proceso ulterior de reconstrucción actual de los perfiles jurídicos de la Deuda pública,

conscientes de que el proceso de transformación de los mercados financieros en una economía crecientemente internacionalizada ha de ir acompañado de una rápida reacción del ordenamiento jurídico que intente cohesionar aquélla con las exigencias mínimas que éste impone. El Estado y los restantes entes públicos participan, cada vez más, en los mercados financieros como cualesquiera otros sujetos privados y, en consecuencia, carecería de sentido construir la teoría jurídica de la Deuda pública sobre presuntos privilegios y potestades exorbitantes que se diluyen en la realidad económica, donde la utilización de las facultades públicas se orienta más a la regulación básica que a la intervención proteccionista.

Al ordenamiento jurídico le corresponde, en esta materia, normar la realidad, huyendo de la tentación contraria, es decir, haciendo abstracción de que la realidad económica puede ser conformada y funcionar bajo el criterio del legislador; en este sentido, y el mercado de la Deuda pública es ilustrativo, las leyes del mercado no pueden ser conformadas, si se quiere que éste funcione, por el legislador, salvo, evidentemente, en sus aspectos básicos.

La afirmación anterior no debe, sin embargo, ser interpretada de forma radical, por cuanto el ordenamiento jurídico conserva intactas sus competencias dirigidas a regular aspectos básicos de la Deuda pública; en este sentido, las relaciones entre el poder legislativo y el poder ejecutivo, la estructura del Estado y las restricciones al endeudamiento de alguno de los entes en que aquél se organiza, el régimen fiscal, etc., son aspectos que, forzosamente, condicionan el marco de la Deuda pública bajo un prisma jurídico, sin que la realidad económica tenga virtualidad suficiente, en estos casos, para proceder a su conformación.

Nuestro trabajo se orientará, en consecuencia, a examinar el marco jurídico en el que se desenvuelve la Deuda pública en España, intentando explicar cuáles son las pautas externas, mínimas e inderogables dentro de las que han de moverse los entes públicos cuando apelan a este instituto jurídico para allegar ingresos con los que financiar el gasto públi-

co; por razones elementales permanecen extramuros de nuestro trabajo los efectos y aspectos económicos de la Deuda pública, salvo en aquellos supuestos en los cuales puedan tener trascendencia para explicar opciones y alternativas seguidas por el legislador.

II. EL CONCEPTO JURIDICO DE LA DEUDA PUBLICA

La definición de la Deuda pública ha constituido uno de los temas centrales en la construcción dogmática del citado instituto jurídico, tema que se ha visto mediatisado, en muchas ocasiones, por la existencia de definiciones legales a las que tan propenso es nuestro ordenamiento, con una vocación pedagógica loable pero, a veces, innecesaria; en este sentido, cabe constatar una mutua interrelación entre ordenamiento jurídico y doctrina que ha podido determinar un círculo vicioso y prácticas tautológicas de difícil erradicación. Si a ello añadimos unas evidentes dosis de formalismo —más imputables al legislador que a la doctrina— el resultado no puede ser otro sino definiciones parciales y sustancialmente insatisfactorias que descansan no sobre lo esencial, sino sobre el instrumento jurídico a través del cual el ente público obtiene, de forma no coactiva, ingresos públicos sobre los que pesa una obligación de devolución: el préstamo.

A semejanza de lo que ocurre con otros institutos jurídico-financieros, la doctrina ha incurrido, con frecuencia, en el error de definir aquéllos sobre la base del instrumento jurídico a través del cual se actúa, opción que sería válida si el instrumento fuera único, pero que pierde gran parte de su valor en los casos de instrumentos jurídicos fungibles, donde el instrumento no es, *per se*, definitorio del instituto; esto ha ocurrido en el caso del tributo y la definición del mismo sobre la base de la *obligación* y, como veremos, ha sucedido en el caso de la Deuda pública y su definición sobre la base del *contrato de préstamo*.

Las ideas que acabamos de exponer se manifiestan en el art. 28 del TRLGP en cuya virtud la Deuda pública viene constituida por *los capitales tomados a préstamo por el Estado o sus Organismos autónomos*, definición de rancio abolengo en nuestro ordenamiento, pero que suscita serias dudas sobre su idoneidad para identificar el objeto de la descripción. Dudas que podrían paliarse si el término *préstamo* no se interpreta en un sentido técnico-jurídico, en la medida en que este último nos conduciría al contrato construido con los materiales suministrados por el Derecho privado y cuyo proceso de traslación al Derecho financiero presenta graves objeciones (3). Curiosamente, la definición del legislador es menos problemática para la ciencia económica que para la ciencia jurídica, en cuanto ésta se encuentra encorsetada, a la hora de con-

formar la Deuda pública como instituto jurídico-financiero por la inserción en la definición de un instrumento sometido, esencialmente, al régimen del ordenamiento privado.

En efecto, sólo si entendemos el vocablo *préstamo* en un sentido común podremos avanzar en el proceso de definición de la Deuda pública, despojándonos de lastres innecesarios, puesto que los intentos de interpretación del término con arreglo a su sentido jurídico nos conducen a un proceso reduccionista que, a la postre, puede llegar a identificar la Deuda pública con una de sus manifestaciones —los empréstitos dirigidos al mercado anónimo de capitales—, sin duda importante aun en los momentos actuales, pero que se ve acompañada de otros supuestos que nadie englobaría en aquel concepto.

Si consideramos que la expresión *préstamo* —en las definiciones legales y doctrinales— no se refiere al instrumento jurídico a través del cual se actúa la Deuda pública, sino que ha de ser interpretado desde la perspectiva de la devolución de los capitales obtenidos (4), nos habremos aproximado a un concepto más concorde con la realidad económica, a la par que habremos eliminado gran parte de las discusiones doctrinales que, desde la perspectiva jurídica, han adornado el proceso de construcción del concepto Deuda pública. De acuerdo con esta idea, la Deuda pública expresaría el conjunto de ingresos obtenidos por un ente público sobre los que pesa una obligación de devolución, concepto cuya máxima virtualidad consiste en desvincular el instituto jurídico del instrumento a través del cual se actúa (5), ofreciendo una definición sustantiva y no meramente formal.

Frente a las evidentes virtudes, este concepto general ofrece algún inconveniente que no cabe obviar, como puede ser la inclusión de los empréstitos forzados dentro de la Deuda pública y, en consecuencia, su exclusión de la órbita tributaria sostenida por un sector importante de la doctrina (6); en todo caso, ésta y otras son objeciones que no enervan la virtualidad de la definición propuesta, que, de forma consciente, busca huir de muchas de las características del concepto tradicional de Deuda pública que han conducido a su virtual esterilidad desde un punto de vista sustantivo.

La huida de los esquemas jurídicos tradicionales nos permite obviar, entre otros, el problema de la voluntariedad o no de los suscriptores, así como el de la finalidad de la utilización de la Deuda pública, en cuanto no se trata de un instituto jurídico que, ontológicamente, se dirija a la obtención de ingresos públicos, sino que, siendo ésta su finalidad primaria, no es exclusiva, de forma que también se subsumiría en el concepto amplio que manejamos la Deuda emitida con finalidades distintas de la de procurar ingresos con los que subvenir a la financiación del gasto público (7); expresado en otros tér-

minos, la finalidad de la Deuda no debe ser elemento definitorio de aquélla, de igual manera que tampoco lo es el instrumento jurídico a través del que se actúa.

En efecto, nadie puede dudar que la Deuda pública es, en el Estado moderno, no sólo un instituto para la obtención de ingresos —y bajo esta perspectiva conserva su carácter esencialmente teleológico—, sino también un instrumento al servicio directo de finalidades estrictamente económicas, como puede ser el drenaje de liquidez del sistema económico, el cumplimiento de los objetivos de política monetaria, las relaciones entre el Banco emisor y las entidades financieras y ello pese a que el Tratado de Maastricht y la modificación del TRLGP por parte de la Ley de Presupuestos para 1994 hayan determinado una importante restricción de tal posibilidad.

Evidentemente, la finalidad exclusivamente financiera de la Deuda pública puede ser mantenida en el caso de los entes territoriales infraordenados al Estado —donde la ausencia de competencias básicas en materia de política económica circumscribe, estrictamente, la finalidad de la Deuda emitida—, pero si queremos ofrecer una definición omnicomprensiva y válida para la totalidad de los agentes públicos debemos prescindir de la tentación y conveniencia de incorporar la finalidad de obtención de ingresos públicos a la definición actual de la Deuda pública.

Por último, y para evitar interpretaciones no operativas para el jurista, conviene hacer alguna matización adicional, de cara a no confundir la Deuda pública con el endeudamiento público, concepto este último no ajeno al ordenamiento jurídico, pero utilizado preferentemente por la ciencia económica. De acuerdo con este propósito, obtención de ingresos —cuálquiera que sea su finalidad— y obligación de devolución son los rasgos prototípicos de la Deuda pública, que no debe en modo alguno confundirse con las obligaciones económicas de los entes públicos, concepto al que se refiere el art. 42 del TRLGP, aun cuando aquélla genere éstas; en este sentido, la Deuda pública genera obligaciones económicas para el ente emisor, derivadas del pago de intereses y/o de la devolución del capital, pero, sin embargo, no todas las obligaciones del ente público tienen su causa en la Deuda pública. La sinonimia entre endeudamiento público y obligaciones económicas de los entes públicos puede estar justificada bajo el prisma económico, pero no es operativa desde el plano jurídico, donde el rasgo definitivo viene propiciado por la obtención de ingresos pecuniarios como fundamento de la Deuda; expresado en términos negativos, la adquisición de bienes y servicios por parte de un ente público generará el nacimiento de la obligación económica coetánea, pero ello no determinará una operación encuadrable en el concepto de Deuda pública, en cuanto no procura ingresos públicos, sino que atien-

de directamente a la cobertura de necesidades públicas.

Hasta 1994, la Deuda pública del Estado comprendía también los créditos singulares del Banco de España al Estado o a sus Organismos Autónomos (cfr. art. 101.3 del TRLGP en su primitiva redacción), así como por el saldo deudor de la cuenta del Tesoro en el Banco de España a la que se refería el art. 118.1 del TRLGP (en su redacción vigente hasta el día 1 de enero de 1994). Sin embargo, las exigencias impuestas por el proceso de convergencia europea, plasmadas en el Tratado de la Unión Europea, firmado en Maastricht el 7 de febrero de 1992, y las modificaciones que éste introdujo en el Tratado constitutivo de la CEE, han determinado la imposibilidad de que el Estado, las Comunidades Autónomas, las Corporaciones Locales o cualesquiera de los organismos a que se refiere el art. 104 del Tratado Constitutivo de la CEE (8) puedan acudir al crédito del Banco emisor o a la autorización de descubiertos en cuenta corriente.

Esta prohibición se plasma en la nueva redacción dada por el art. 51 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994 a los arts. 101.3 y 4 y 118.1 del TRLGP, por lo que, a partir de 1994, habremos de eliminar de la categoría de la Deuda pública los créditos singulares del Banco de España al Estado, así como los descubiertos en la cuenta corriente del Tesoro en el banco emisor (9).

De acuerdo con las ideas precedentemente expuestas, y con las exclusiones fundamentales habidas a partir de 1994, la Deuda pública está constituida por las operaciones de préstamo concertadas por un ente público —sea en los mercados de capitales sea con prestamistas singulares sin necesidad de acudir a mercados organizados— y que, conforme señala el art. 102.1 del TRLGP podrá estar representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores o cualquier otro documento que formalmente la reconozca.

III. EL MARCO CONSTITUCIONAL DE LA DEUDA PÚBLICA

a) La Deuda del Estado

La CE regula la Deuda pública en su art. 135, sin perjuicio de la mención que se contiene en el artículo 157.1.e) al producto de las operaciones de crédito como uno de los recursos financieros de las Comunidades Autónomas (10).

Pese a la referencia del art. 135 de la CE a la Deuda pública del Estado, dicho precepto contempla un principio general del ordenamiento jurídico y, por tanto, las conclusiones que en torno a él se extraigan serán aplicables a los distintos niveles territoriales de gobierno y, singularmente a las

Comunidades Autónomas en cuanto entidades dotadas de competencias legislativas (11).

La proyección del art. 135 de la CE sobre la Deuda pública de las Comunidades Autónomas no plantea, a nuestro juicio, duda alguna, ni siquiera tras la discutible doctrina sentada por el TC en su Sentencia de 18 de abril de 1994 que, aunque referida a un supuesto distinto (la aplicación del artículo 134.7 de la CE a las leyes de presupuestos autonómicas), puede reabrir la polémica sobre si determinados preceptos que la CE refiere al Estado son o no aplicables, en ausencia de previsión expresa en sus Estatutos, a las Comunidades Autónomas.

En este sentido, el art. 135.1 de la CE establece, como veremos a continuación, una norma sobre la distribución de competencias entre el Legislativo y el Ejecutivo en materia de Deuda pública que, amén de ser recogida o no en los Estatutos de Autonomía, es un principio general del ordenamiento; incluso, admitiendo la errónea dialéctica —absolutamente formal y positivista— de la que parte la Sentencia citada, habrá que convenir que el precepto en cuestión no se está refiriendo explícitamente al Gobierno del Estado ni a las leyes dictadas por las Cortes generales, de forma que la previa ley para emitir Deuda pública autonómica es plenamente exigible, con independencia de que dicha previsión aparezca o no contemplada en los correspondientes Estatutos de Autonomía.

Por su parte, el apartado 2 del art. 135 de la CE, como veremos, sí se proyecta sobre la Deuda del Estado y sobre el Presupuesto del Estado, conteniendo un principio no crediticio sino presupuestario; ello no es óbice para postular, igualmente, su aplicación a las Comunidades Autónomas —aunque, como veremos en el epígrafe correspondiente, no se encuentra recogido en ninguno de los diecisiete Estatutos— como consecuencia de su consideración como principio general, material y no formal del ordenamiento jurídico, que tiene una doble dimensión, garantista de los particulares suscriptores y legitimadora de la plena intervención del legislador en la aprobación del gasto público.

El apartado 1 del art. 135, recogiendo un principio tradicional en la historia de nuestro constitucionalismo, establece la necesidad de que el Gobierno esté autorizado por ley para emitir Deuda pública o contraer crédito; en definitiva, el precepto en cuestión está sentando el principio de reserva de ley en materia de Deuda pública, que, sin embargo, tiene un matiz diferencial respecto del contenido de dicho principio en otros institutos jurídico-financieros y, singularmente, en el caso del tributo. Este matiz diferencial viene dado por el hecho de que el legislador no crea la Deuda pública —frente a lo que acaece en el caso del tributo—, entre otras razones, porque la ley no es el instrumento constitucionalmente habilitado para ello, sino que la competencia

para emitir Deuda pública corresponde, según el artículo 135.1 de la CE, al Gobierno, el cual, sin embargo, para ejercer válidamente esta competencia ha de estar, previamente, habilitado por una ley.

Esta idea aparece perfectamente plasmada en el artículo 101.6 del TRLGP donde, de forma irreprochable, se establece que corresponde al Gobierno la creación de Deuda pública, pero esa creación habrá de estar autorizada por ley (cfr. art. 101.2 del TRLGP). La competencia constitucional del Gobierno implica, *a contrario*, la incompetencia de cualquier otro órgano, bien sea el Parlamento, bien sea, como ocurría —en relación con la Deuda del Tesoro— bajo la vigencia de la LGP de 1977, el Ministro de Economía y Hacienda: expresado en otros términos, con ello queremos significar que la ley no puede autorizar la creación o emisión de Deuda pública a un órgano distinto del señalado en el artículo 135.1 de la CE.

Con independencia del fundamento del principio de reserva de ley en materia crediticia (12), interesa más que nos detengamos en el contenido de la ley prevista en el art. 135.1 de la CE, sentado que no tendría sentido la intervención del Legislativo si ésta determinase una autorización *en blanco* que no estableciese limitación alguna a la actuación del Gobierno, en orden al ejercicio por éste de la competencia constitucional dirigida a la emisión de Deuda pública.

El contenido de la ley de autorización va íntimamente ligado al carácter —absoluto o relativo— que asignemos al principio de reserva de ley en materia de Deuda pública. A su vez, el carácter absoluto o relativo del principio de reserva de ley debe ser deducido del significado que la Constitución asigna a la intervención del legislador en la competencia del Gobierno. Si la Deuda pública procura ingresos que, coetáneamente, generan gasto público (el necesario para el pago de los intereses y la devolución del principal) parece evidente que la misión del legislador, en la ley autorizante, deberá orientarse a fijar ese gasto, y ello debido a una razón fundamental, derivada de un principio que, formalmente contenido en el precepto que la CE dedica a la Deuda pública, es, en esencia, un principio presupuestario: la inclusión presupuestaria automática de los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda pública (art. 135.2 de la CE), que limita absolutamente el derecho de enmienda del Parlamento sobre tales créditos siempre y cuando los mismos se ajusten a las condiciones de la ley de emisión (13).

Esta limitación constitucional es absolutamente lógica, ya que impide que el legislador presupuestario pueda enmendar los créditos al servicio de la Deuda, poniendo con ello en peligro la efectividad de los derechos de los suscriptores; la lógica de la limitación depende, sin embargo, en un razonamiento lógico-jurídico, de que la ley de emisión con-

tenga las condiciones básicas en la autorización al Gobierno para que éste emita la Deuda, puesto que, en caso contrario, el legislador presupuestario se vería absolutamente limitado —y abolido su derecho de enmienda— por unas condiciones fijadas por el Gobierno o, dicho en otros términos, los créditos presupuestarios al servicio de la Deuda pública no vendrían determinados por el Legislativo, sino por el Ejecutivo, lo que rompería con el principio de legalidad que, en materia presupuestaria y de gasto público, impone nuestro texto constitucional.

La otra opción interpretativa posible —que la limitación absoluta impuesta por el art. 135.2 de la CE al legislador presupuestario no se aplicase cuando la ley de emisión no fija las condiciones de la Deuda pública, entendiendo por tales las características que sirven para cuantificar el gasto público producido por la emisión de aquélla— es, a nuestro juicio, descartable, porque supondría dejar en manos del legislador ordinario y, en último extremo, del Gobierno, el cumplimiento de un precepto constitucional, ya que la inclusión presupuestaria automática ordenada por la CE dependería del mayor o menor grado de concreción de las condiciones de la Deuda pública en la ley de emisión.

Puesto que esta interpretación no parece viable, la única alternativa para que funcione correctamente el mecanismo previsto por el constituyente en el art. 135 de la CE consistiría en que la ley que autoriza al Gobierno a emitir Deuda pública regulase aquellos elementos del empréstito que son determinantes para cuantificar el gasto público generado como consecuencia de la utilización de este medio de obtención de ingresos, a saber: la cuantía máxima del endeudamiento autorizado, el tipo de interés y el plazo de amortización. El resto de los elementos de la Deuda pública (forma de documentación, modalidades de colocación, etc.) no afectarían a la esencia de la intervención legislativa, al no condicionar el gasto público futuro y, por tanto, no afectar al principio de inclusión presupuestaria automática y, en consecuencia, cabría su regulación por parte del órgano competente para la emisión de Deuda pública —es decir, el Gobierno—, a través de los instrumentos normativos que le son propios (los reglamentos). Si se acepta esta tesis, podría sustentarse el carácter relativo del principio de reserva de ley en materia de Deuda pública (14), en cuanto no es necesario que el legislador regule la totalidad del régimen jurídico del empréstito, sino que, por el contrario, su intervención ha de limitarse a la determinación de los elementos esenciales necesarios para la cuantificación del gasto público generable como consecuencia de la utilización de este instituto financiero.

Los razonamientos anteriores sobre el contenido de la ley de emisión contrastan, al menos aparentemente, con la práctica legislativa seguida en España tras la aprobación de la CE, donde, salvo excepciones no significativas, la ley autorizante —en la

generalidad de los supuestos, la Ley de Presupuestos— se limita a fijar el volumen máximo del endeudamiento autorizado al Gobierno, sin que se regule ningún otro de los elementos de la Deuda pública determinantes para cuantificar el servicio de ésta, es decir, para fijar los créditos necesarios para satisfacer el pago de los intereses (15); esta práctica ha sido, con fórmula no cerrada, sancionada por el art. 101.2 del TRLGP de 1988 donde se señala el contenido *mínimo e inderogable* de la ley autorizante que deberá señalarse el importe máximo autorizado, *sin perjuicio de fijar cualesquiera otras características de la Deuda a crear*.

Aparentemente, habría una importante contradicción entre las conclusiones extraídas del texto constitucional sobre el contenido de la ley de emisión y la práctica seguida por el legislador ordinario, de forma que podría sentarse la posible inconstitucionalidad de las sucesivas Leyes de Presupuestos que, en materia de endeudamiento público, se han limitado a señalar el volumen máximo autorizado, sin regular otros aspectos esenciales cubiertos por el principio de reserva de ley, como pueden ser el tipo de interés y el plazo de amortización.

Por otra parte, el hecho de que el TRLGP pudiera *convalidar* esta práctica de las sucesivas Leyes de Presupuestos (leyes de emisión) no debe ser un argumento decisivo y ello por un doble orden de consideraciones: en primer lugar, porque una ley ordinaria no puede interpretar o desarrollar el contenido del principio de reserva de ley recogido, para cualquier instituto jurídico, en el texto constitucional y, en consecuencia, en cuanto entrase en contradicción con éste debería ser declarada no conforme a la CE y, en segundo lugar, porque, como hemos visto, el TRLGP no cierra la posibilidad de que la ley de emisión fije, aparte del importe máximo del endeudamiento autorizado, cualesquier otras características. Además, los preceptos del TRLGP —dado el rango de la norma— no vinculan al legislador ordinario ni a la Ley de Presupuestos, que podrá modificarlos o excepcionarlos, como ha sucedido en 1994 y en ejercicios precedentes.

La preocupación que suscita el TRLGP no vendría dada, en consecuencia, por el valor jurídico de sus mandatos —salvo, evidentemente, para el titular de la potestad reglamentaria—, sino porque el artículo 104 en relación con los apartados 2 y 6 del artículo 101 permiten inferir un proceso de emisión en el cual se sienta, implícitamente, la no intervención de la ley de emisión en la fijación del tipo de interés y del plazo de amortización y se circumscribe la competencia del titular constitucional —el Gobierno— a la fijación de los criterios generales a que deba ajustarse la emisión de Deuda pública, siendo, en realidad, el Ministerio de Economía y Hacienda quien ostenta la decisión última sobre determinados aspectos esenciales del empréstito. Esta idea queda reflejada en la práctica de nuestro ordenamiento y, para botón de muestra, basta comprobar

cómo el Decreto 3/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda pública durante 1994, regula los criterios generales de la emisión que, conforme el TRLGP, son competencia del Gobierno (16).

Evidentemente, la intervención del legislador en la emisión de Deuda pública tras la aprobación de la CE y la plasmación de un determinado procedimiento en el TRLGP de 1988 —aun cuando éste, formalmente, no impida, como hemos dicho, otras posibilidades— resultan absolutamente coherentes con el vertiginoso proceso de transformación de los mercados de capitales, con la aparición de nuevos instrumentos financieros y con la modificación esencial que, impulsada por la ortodoxia de una economía crecientemente internacionalizada, han experimentado los entes públicos en cuanto demandantes de fondos.

Los actuales procedimientos de emisión —y la adaptación del ordenamiento jurídico a las exigencias dimanantes de los mismos— son absolutamente coherentes con el entorno económico en el que nos movemos y, al menos en el caso del Estado, demuestran una progresiva capacidad de adaptación a las reglas del mercado; ello, sin embargo, no debe ir en perjuicio de las exigencias mínimas impuestas por el ordenamiento jurídico que no puede transformarse en un valladar infranqueable para la política de Deuda pública, pero que tampoco puede ser arrumbado en aras de consideraciones puramente economicistas que, a la postre, privarían de garantías a los suscriptores y enervarían el sentido de la intervención legislativa en la emisión de Deuda pública.

El reto, en los años noventa, se plantea bajo la premisa de cohonestar las exigencias del ordenamiento jurídico con las demandas y exigencias de los mercados de capitales y, desde este punto de vista, las tendencias extremas en torno a la intervención del legislador (máxima o mínima) serían igualmente peligrosas por insatisfactorias. En efecto, el tipo de interés y el plazo de amortización son elementos variables, sujetos a las fluctuaciones de los mercados y a una pluralidad de factores económicos que hacen inviable su fijación exacta por parte del legislador, especialmente cuando, como viene sucediendo, la autorización se contiene en la Ley de Presupuestos y las emisiones de Deuda pública se distribuyen a lo largo del ejercicio; además, la tendencia de acomodar los tipos de interés a los tipos de mercado, mediante la subasta de la emisión, siendo absolutamente coherente desde el punto de vista económico, pugna con una intervención del legislador dirigida a fijar, apriorística e indebidamente, el tipo de interés.

Parecidas son las consideraciones que hay que hacer en torno al plazo de amortización, donde hay que tener en cuenta componentes esencialmente económicos (tipos atractivos, expectativas de infla-

ción durante la vida de la emisión, situación económica general y proyecciones durante la vida del empréstito, etc.) a fin de asegurar al máximo el éxito en la colocación de la Deuda pública.

En definitiva, de nada serviría que el legislador fijase, imperativamente, que la Deuda pública se emitirá, por ejemplo, al 9 por 100 de interés y a un plazo de cinco años, porque esta opción, perfectamente respetuosa con el principio de reserva de ley, en su vertiente absoluta, dentro de los elementos esenciales de la Deuda, podría volverse contra el ente emisor, por distintas vías: bien porque el mercado no acepta emisiones a medio plazo, como consecuencia de la situación económica del país o del ente emisor, bien porque los tipos de mercado en otros activos financieros se encuentran muy por encima del tipo ofertado por el ente público emisor, supuestos en los cuales la emisión quedaría sin cubrir; en sentido contrario, y dependiendo también de la situación de los mercados, la emisión podría ser colocada sin ninguna dificultad, aunque ello supusiese un sobreprecio para el ente público. Esta última situación se produciría, por ejemplo, cuando se produzca una caída apreciable en los tipos de interés en el lapso temporal que media entre que éstos son fijados imperativamente por la Ley de Presupuestos y el momento concreto en que se procede por el Gobierno a la emisión del empréstito (17); igualmente se produciría la situación descrita cuando, en función de las expectativas bajistas de los tipos de interés, el mercado absorbiese emisiones a medio o largo plazo con mayor facilidad que las emisiones a corto.

No obstante resaltar los inconvenientes de una fijación taxativa por parte de la ley de emisión del tipo de interés y del plazo de amortización, creemos que la situación actual —en buena medida propiciada por la conjunción del TRLGP y de las sucesivas leyes de emisión— no es defendible, porque, compartiendo la filosofía que la preside, puede lograrse el mismo resultado a través de cauces más respetuosos con las competencias del legislador y a través de mecanismos más concordes con las exigencias del texto constitucional.

Avanzando por esta senda, el legislador podría fijar una horquilla de tipos de interés, bien directamente, bien por referencia a índices sobradamente conocidos (Mibor, etc.), dentro de los cuales pudiesen moverse libremente el Gobierno y el Tesoro incluso en el supuesto de colocación de la emisión a través del procedimiento de la subasta; en los momentos actuales, y luego nos referiremos a ello, la aceptación o no de las ofertas competitivas se guía por criterios cuya plasmación jurídica es muy endeble y cuya aplicación y los resultados de la misma se concretan en disposiciones de escaso rango como son las Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Similares serían las consideraciones a efectuar

en relación con el plazo de amortización, donde la ley de emisión podría ofrecer un *indirizzo*, suficientemente flexible para obviar todos los problemas que plantearía su fijación taxativa, y a los que antes nos hemos referido; esta orientación del legislador permitiría cohonestar las exigencias derivadas del principio de reserva de ley con los condicionantes de los mercados financieros a los que se dirige la emisión de la Deuda pública.

A nuestro juicio, esta intervención del legislador —amén de la autorización del volumen máximo de endeudamiento— permitiría detener el proceso de lenta, pero inexorable, deslegalización de la Deuda pública, sería perfectamente compatible con la agilidad demandada por los mercados financieros, daría una cobertura más satisfactoria a la política del Ministerio de Economía y Hacienda y a las actuaciones del Tesoro público, respetaría el principio de reserva de ley en materia de gasto público y, sobre todo, permitiría solventar la contradicción insoluble que antes detectábamos al contrastar los dos apartados del art. 135 de la CE. Esta propuesta se completaría con la necesaria información a las Comisiones de Presupuestos de ambas Cámaras —ya prevista en las últimas Leyes de Presupuestos (18)— sobre la evolución de la Deuda pública y, en concreto, sobre las operaciones realizadas cada trimestre (19).

Evidentemente, de las ventajas descritas en nuestra propuesta de contenido mínimo de la ley de emisión ocupa un lugar destacado el cumplimiento de las exigencias derivadas del art. 135 de la CE, en cuanto disiparía las posibles dudas sobre la limitación del derecho de enmienda del legislador presupuestario, limitación dimanante del principio de inclusión presupuestaria automática contenido en el apartado 2 del citado precepto, al tiempo que evitaria que el jurista tuviese que recurrir a construcciones harto flexibles y dudosas para defender la aplicación del citado principio.

b) La Deuda de las Comunidades Autónomas

Con ser importantes las correcciones que, a nuestro juicio, serían necesarias introducir en la legislación ordinaria en materia de Deuda pública estatal, acomodando las exigencias de la realidad económica a los mínimos inducibles desde el ordenamiento jurídico, mayores son los problemas que plantea la Deuda pública de las Comunidades Autónomas porque, a las objeciones comunes al Estado —las leyes autonómicas de emisión contienen, por lo general, únicamente referencia al volumen máximo autorizado al Consejo de Gobierno— hay que añadir la defectuosa transposición que, en sus Estatutos, han hecho de las exigencias impuestas por el texto constitucional quizás, como advertímos anteriormente, por la errónea creencia de que las exigencias del art. 135 —y, singularmente, de su apar-

tado 2, dados los términos de su redacción— sólo son predicables del Estado y no son extensibles a los restantes entes públicos.

Como afirmábamos anteriormente, el art. 157.1.e) de la CE establece que el producto de las operaciones de crédito constituye uno de los recursos de las Comunidades Autónomas; la Deuda autonómica, en cuanto recurso, está sometida a la delimitación de las competencias financieras de las Comunidades Autónomas a través de una ley orgánica, conforme se deduce del art. 157.3 de la CE. Ciertamente, la LOFCA, dictada al amparo de la habilitación constitucional, solamente estatuye, en lo que ahora nos interesa, que las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas serán reguladas por los órganos competentes de éstas, sin perjuicio de lo establecido en el art. 14 de la propia ley orgánica (art. 17.d). El art. 14 de la LOFCA no tiene ahora relevancia para nuestro discurso en cuanto, lógicamente, no hace referencia alguna a la distribución de competencias entre los poderes autonómicos en orden a la emisión de Deuda pública, distribución que habrá de ser contemplada en los respectivos Estatutos.

De acuerdo con la idea sustentada anteriormente en cuya virtud el art. 135 de la CE sienta un principio general del ordenamiento jurídico, aplicable a los distintos niveles de gobierno y, singularmente, a los entes dotados de potestad legislativa, parece evidente que la totalidad de los Estatutos han de recoger la competencia del poder ejecutivo de la Comunidad para emitir Deuda pública, la previa autorización legislativa para el ejercicio de esa competencia y el principio de inclusión presupuestaria automática, adaptado, lógicamente, a la Deuda pública de la Comunidad Autónoma; se trata, además, de un conjunto de principios que no es necesario explicitar en la LOFCA, porque no derivan de la habilitación estatal para la modulación del ejercicio de las competencias financieras de las Comunidades Autónomas, sino que, repetimos, se imponen directamente desde el texto constitucional.

Dado que las dos primeras exigencias pueden ser subsumidas en un único precepto —tal y como hace el art. 135.1 de la CE—, haremos un somero repaso de los Estatutos autonómicos conjugando ambas. En este sentido, observamos cómo algunos Estatutos (Galicia, Andalucía, Asturias, La Rioja, Aragón, Castilla-La Mancha, País Vasco, Canarias, Castilla y León y Madrid) atribuyen la competencia para emitir Deuda pública a la Comunidad Autónoma y no al Gobierno autonómico, que sería lo correcto desde el punto de vista de la distribución de competencias que se deduce de la CE (20).

En lo que se refiere a la necesidad de que el Gobierno autonómico se encuentre autorizado por una ley para emitir Deuda pública, encontramos la ausencia de referencia alguna en el caso de los Estatutos del País Vasco y de Castilla y León (21),

omisión que, a nuestro juicio, debe ser suplida con la aplicación del principio general contenido en el artículo 135.1 de la CE (22) y, en consecuencia, también en estas Comunidades el Gobierno autónomo habrá de estar autorizado por ley para emitir Deuda pública.

Sobre la aplicación del art. 135.1 de la CE a la Deuda de las Comunidades Autónomas, pese a las dudas suscitables desde la STC de 18 de abril de 1994, ya nos pronunciamos anteriormente y, en consecuencia, juzgamos innecesario reproducir las afirmaciones precedentes; la competencia para emitir Deuda corresponde al Gobierno —sea estatal o autonómico— que ha de estar previamente habilitado por una ley y ello aun cuando el correspondiente Estatuto de Autonomía recoja o no este principio general. De lo contrario se produciría una asimetría entre el ordenamiento estatal y el subordenamiento autonómico que, amén de carecer de justificación constitucional, provocaría graves consecuencias en el principio —unitario en ambos entes territoriales— de reserva de ley en materia tributaria, dada la concatenación existente, en la doctrina financiera, entre este principio y aquél en cuya virtud el endeudamiento del ente público ha de ser autorizado previamente por el titular de la potestad legislativa.

El principio de inclusión presupuestaria automática (art. 135.2 de la CE), que prohibiría a los Parlamentos autonómicos enmendar o modificar los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda emitida no se encuentra recogido en ninguno de los diecisiete Estatutos de Autonomía, quizás como consecuencia de la creencia —a nuestro juicio, errónea— de que, dado el tenor literal del precepto constitucional, éste sólo es aplicable a la Deuda pública del Estado. Pese al silencio estatutario, la solución no puede ser sino la aplicación directa del principio general del ordenamiento contenido en el art. 135.2 de la CE al procedimiento presupuestario de las Comunidades Autónomas, estableciéndose así una perfecta sincronía entre los principios básicos de la Deuda estatal y de la Deuda autonómica; la tesis contraria implicaría la paradoja —difícil de sostener, salvo interpretaciones hiperliterales de la CE— de tener que defender el que los Parlamentos autonómicos gocen de mayor libertad en relación con la Deuda pública que las Cortes generales cuando, además, el fundamento del principio de inclusión presupuestaria automática es común al Estado y a las Comunidades Autónomas.

Aun cuando sobre la base de la doctrina de la STC de 18 de abril de 1994, la aplicación del artículo 135.2 de la CE a las Comunidades Autónomas —supuesto que, como hemos visto, el principio en él contenido no se recoge en ningún Estatuto y teniendo en cuenta que se trata de un precepto claramente proyectado sobre la Deuda y sobre el Presupuesto del Estado— pudiera plantear dudas, creemos que, dado el fundamento asignado al principio de inclusión presupuestaria automática, dado

que no se trata de un principio meramente formal sino sustantivo y dado el juicio negativo que nos merece la citada doctrina del TC, tales dudas han de ser completamente disipadas.

Amén de estas reflexiones primarias, ligadas a las menciones que los Estatutos de Autonomía dedican a la Deuda pública, es evidente que todas las consideraciones que hemos hecho anteriormente en torno a las exigencias del contenido de la ley de emisión en el caso de la Deuda del Estado son trasladables, *mutatis mutandi*, a la Deuda autonómica, sector donde dadas algunas características peculiares del endeudamiento (por ejemplo, la infrecuencia del procedimiento de subasta, la concertación usual de préstamos singulares en detrimento de las emisiones en los mercados anónimos de capitales, la existencia de una relación muy directa entre la Comunidad Autónoma y las entidades financieras —sobre todo, Cajas de Ahorros— radicadas en su territorio, etc.) resultaría incluso más fácil que en el ámbito estatal que la ley de emisión se ajustase a las exigencias que, según nuestra construcción preliminar, dimanan de la CE.

c) La Deuda pública de las Corporaciones locales

Nos resta, por último, hacer una reflexión sobre el marco constitucional de la Deuda de las Corporaciones locales, reflexión que ha de partir de la posición que estos entes territoriales ocupan en la estructura del Estado diseñada por la CE. En lo que ahora nos interesa, esa posición —diferenciada del Estado y de las Comunidades Autónomas— se traduce en la inexistencia de reconocimiento constitucional explícito a la posibilidad de recurrir al endeudamiento como fuente de financiación de sus gastos (cfr. art. 142 de la CE dedicado a las Haciendas locales) y, lo que tiene mayor trascendencia en el caso del recurso que nos ocupa, a la carencia de potestad legislativa.

La omisión de la Deuda pública como recurso constitucionalmente reconocido a las Haciendas locales impediría que éstas puedan invocar la CE como garante máximo de su derecho a contar con el citado instituto jurídico dentro de su sistema de financiación y ello pese a la interpretación que, de forma acertada, hace la jurisprudencia del TC acerca del significado y alcance del art. 142 de la CE (23); sentado lo anterior, el problema se trasladaría sobre la voluntad del Estado —favorable o no al reconocimiento del citado recurso en el marco de las Haciendas locales— en cuanto éste puede invocar un conjunto de títulos competenciales para regular el sistema financiero de las Corporaciones locales (24) que, a nuestro juicio, podrían suponer la no constitucionalidad de una ley reguladora del régimen financiero de las Corporaciones locales que prohibiese a éstas el recurso a la Deuda pública.

Expresado en otros términos, la posibilidad de que los entes locales puedan emitir Deuda pública no deriva, directamente, de la CE, sino de la legislación estatal ordinaria, y, en consecuencia, ésta podría no reconocer que estos entes territoriales cuenten, dentro de su sistema de recursos, con la apelación al crédito público sin que —y éste es el matiz trascendental respecto de las Comunidades Autónomas, cuya Deuda pública goza de reconocimiento en el art. 157.1 de la CE, aun con las limitaciones que el Estado puede introducir invocando el apartado 3 del citado precepto y que, como veremos, de hecho se establecen en la LOFCA— las Haciendas locales pudiesen invocar precepto constitucional alguno que legitimase su eventual pretensión de contar con la Deuda como instrumento de financiación del gasto local.

Bajo esta perspectiva, la existencia del endeudamiento local está, ontológicamente, subordinada a la voluntad del Estado no sólo en lo que se refiere a la posibilidad de que éste establezca límites a la Deuda pública —punto en el que las Corporaciones locales guardan semejanza con las Comunidades Autónomas, aunque el título competencial que maneje el Estado en uno u otro caso sea distinto—, sino que en cuanto aquella voluntad —a través de la Ley de Haciendas Locales— es determinante de la posibilidad de que las Corporaciones locales puedan o no emitir Deuda pública (25).

Dado que, en los momentos actuales, los arts. 49 a 56 de la LHL reconocen la posibilidad de que las Corporaciones locales concierten operaciones de crédito, podemos abordar el segundo factor diferencial que antes señalábamos y que viene determinado por la carencia de potestad legislativa de estos entes territoriales, lo cual hace, evidentemente, que el discurso sobre la aplicación del art. 135.1 de la CE sea distinto al que hemos efectuado anteriormente en relación con el Estado y con las Comunidades Autónomas.

El principio de autorización previa del legislador para concertar operaciones de crédito por parte de las Corporaciones locales ha de coherirse, supuesto que la ley ha de ser dictada por un ente dotado de potestad legislativa, con la autonomía que a éstas reconoce la CE y que, en consecuencia, modula el alcance que haya de darse al contenido de la ley autorizante que no puede anular o dejar irreconocida dicha autonomía; inversamente, la autonomía local no puede, pese a su reconocimiento constitucional, transformarse en un principio que enerve completamente las exigencias derivadas del art. 135.1 de la CE, exigencias que, en punto a la reserva de ley, no sólo dimanan de la vertiente democrática de este principio (26), sino también de la necesidad de ofrecer una garantía de igualdad o de tratamiento uniforme para todos los suscriptores de Deuda pública local; ello unido a las competencias que, sobre el crédito local, tiene el Estado conforme cabe inferir de la CE, permite con-

cluir que la Ley de Haciendas Locales es la norma que, adaptada a la estructura de los entes locales, sirve de cobertura para dar cumplimiento a las exigencias del art. 135.1 de la CE.

Evidentemente —y aquí entra en juego la autonomía local como valor susceptible de reconocimiento y protección constitucional— la LHL no puede sustituir *in totum* la voluntad de los entes locales a la hora de emitir Deuda pública, pero sí puede —y recordemos que esa función es trascendental— habilitar a los entes locales para que, con las limitaciones que se establecen en la propia LHL, apelen a este recurso financiero; desde el momento en que los entes locales actúan bajo el ropaje jurídico de una ley y ésta cumple unas condiciones mínimas de modo que no se limita a regular una autorización en blanco, puede defenderse el respeto a las exigencias del art. 135.1 de la CE en la instrumentación del crédito local por nuestro actual ordenamiento jurídico. En este sentido, la LHL cumple con la perspectiva garantista y uniforme del principio de reserva de ley, a la par que articula un procedimiento para la apelación a la Deuda pública local plenamente respetuoso con la perspectiva democrática de los órganos en que se estructuran las Corporaciones locales (27).

El contenido de la LHL —en cuanto ley habilitante de la emisión— no puede, sin embargo, ser similar al de la ley de emisión del Estado o de la Comunidad Autónoma, ni siquiera bajo el prisma del contenido mínimo que, bajo el leve manto del TRLGP, se ha impuesto en las sucesivas Leyes de Presupuestos (volumen máximo de endeudamiento autorizado); ello, entre otras cosas, porque la función sustantiva o material se defiere por la propia LHL, respetando la autonomía local, al acuerdo del Pleno de la Corporación. Esta circunstancia no es óbice para que, en determinados supuestos, el Estado pueda restringir *cuantitativamente* el acceso al crédito público por parte de las Corporaciones locales, tal y como se recoge en el art. 54.6 de la LHL (28), norma entendible desde las competencias que, en favor del Estado, se deducen del artículo 149.1.13.^º de la CE.

Siendo absolutamente coherente con el discurso que sobre el art. 135 de la CE venimos realizando y al igual que veímos en el caso de las Comunidades Autónomas, entendemos aplicable a los entes locales el principio contenido en el apartado 2 del citado precepto, es decir, la inclusión presupuestaria automática de los créditos para satisfacer el pago de intereses y capitales de la Deuda pública local; dada la carencia de potestad legislativa de estos entes territoriales y dada la existencia de títulos competenciales en favor del Estado para regular el sistema financiero y presupuestario de las Haciendas locales, parece que dicha cuestión debería quedar resuelta, de modo indubitable, en la LHL que, en este punto, debería recoger —con las debidas adaptaciones— un precepto construido sobre la

base de la regulación en el ordenamiento general de la Deuda y el Presupuesto del Estado.

Sin embargo, ni en el título VI de la LHL —dedicado al Presupuesto— ni en el capítulo séptimo del título I —dedicado a las operaciones de crédito— encontramos una norma que, de forma clara y nítida, impida al Pleno de la Corporación ejercer su derecho de enmienda en relación con los créditos destinados al pago de la Deuda pública local. A nuestro juicio, y dado el carácter de principio general del ordenamiento que tiene el contenido en el artículo 135.2 de la CE, la omisión de la LHL no puede ser interpretada como inaplicación de la inclusión presupuestaria automática a la Deuda pública local y, en consecuencia, los entes locales habrán de tener presente, en su procedimiento de aprobación del presupuesto, esta limitación constitucional, extensible a todos los niveles de gobierno en que se estructura el Estado.

IV. EL MARCO LEGISLATIVO ORDINARIO DE LA DEUDA PÚBLICA

a) La Deuda del Estado

Concluido el examen —forzosamente esquemático— de las coordenadas constitucionales en las que ha de moverse la apelación al crédito público por parte de los distintos entes en que se organiza el Estado, procede, a continuación, entrar a estudiar el conglomerado normativo ordinario, al cual nos hemos referido de forma incidental en el epígrafe anterior.

Por razones elementales hemos juzgado imprescindible referirnos, de forma separada, al Estado, a las Comunidades Autónomas y a las Corporaciones locales, en la medida en que las diferencias en el crédito público de estos tres entes territoriales —inferibles desde el propio marco constitucional— cobran mayor relieve desde el plano de la legislación no constitucional, donde se resalta la preeminencia del Estado —preeminencia económica que tiene su coetánea traducción jurídica— en la instrumentación de este recurso financiero y en los límites materiales con que el ordenamiento estatal regula la Deuda pública de los restantes entes territoriales.

En el caso del Estado, el régimen jurídico ordinario de la Deuda pública aparece recogido, básicamente, en el capítulo I del título IV del TRLGP; conviene, no obstante tener presente que, como señalábamos anteriormente, la necesidad de autorización a través de ley y el hecho de que la ley de emisión tenga el mismo rango que el TRLGP hacen que aquélla pueda suspender o derogar las previsiones contenidas en éste. Hecha esta prevención elemental, conviene señalar que el TRLGP se enderezaba, fundamentalmente, a distribuir las competen-

cias en materia de Deuda pública entre el Gobierno y el Ministro de Economía y Hacienda, sin perjuicio de regular aspectos encuadrables en el régimen jurídico general de la Deuda pública.

Comenzando por la primera de las cuestiones, conviene destacar que del TRLGP se desprende la existencia de una diferenciación básica entre los conceptos de autorización, creación y emisión de Deuda pública.

La autorización corresponde —por ministerio constitucional— a la ley de emisión a que se refiere el art. 101.2 del TRLGP, con la salvedad, ya observada, de que en este precepto se establece un contenido mínimo de aquélla que viene representado por el importe máximo autorizado al Gobierno como órgano constitucionalmente competente para emitir Deuda pública o apelar al crédito público.

La creación de la Deuda pública —concepto que ha de interpretarse en el sentido de determinación de la política general de endeudamiento para el correspondiente ejercicio presupuestario y no en un sentido literal, puesto que la Deuda no se crea *ex novo*, ya que a la oferta del Estado ha de anudarse la demanda de los potenciales suscriptores— corresponde al Gobierno, de acuerdo con la previsión del art. 101.6 del TRLGP; la creación de Deuda pública, amén de establecer los criterios generales del endeudamiento, fijará el límite máximo hasta el cual el Ministro de Economía y Hacienda podría autorizar la emisión.

Esta fase intermedia entre la autorización y la emisión puede, desde un punto de vista jurídico, resultar sorprendente por dos razones fundamentales: en primer lugar, porque viene a preludiar la tesis —dudosa desde las exigencias del art. 135.1 de la CE— en cuya virtud no es el titular constitucional de la competencia para emitir Deuda pública, sino un órgano diferente —el Ministro de Economía y Hacienda— quien procede a la emisión de la Deuda pública; en segundo lugar, porque la fijación del límite máximo es, en principio, indisponible para el Gobierno, ya que éste se encuentra vinculado por la autorización contenida en la ley de emisión y, en consecuencia, la intervención del correspondiente Decreto es, en este punto, estéril y redundante (29). El único objetivo que podría cumplir la referencia del artículo 101.6 del TRLGP al límite máximo autorizado al Ministro correspondiente vendría dada por la posibilidad de que el correspondiente Decreto fijase un límite inferior al señalado en la correspondiente ley de emisión —la coincidencia entre ambas magnitudes pertenece a la esfera de decisión del Gobierno—, si bien es cierto que esta posibilidad no se ha verificado en los sucesivos Decretos de creación habidos desde la aprobación del TRLGP (30).

Por último, la emisión o contracción de la Deuda pública —es decir, la oferta de Deuda pública o la concertación de operaciones singulares de crédito— es atribuida, con las limitaciones derivadas de

la ley de emisión y del Decreto de creación, al Ministro de Economía y Hacienda, conforme lo dispuesto en los apartados 6 y 7 del art. 101 del TRLGP.

Esta trilogía de conceptos, que, a su vez, proyecta una trilogía de fases en la emisión de la Deuda del Estado, con su correspondiente traducción jurídica (Ley, Decreto, Orden ministerial) es, a nuestro juicio, perturbadora del esquema deducible del artículo 135.1 de la CE, donde la posible descomposición es únicamente dual —autorización y emisión— y sirve únicamente para cubrir formalmente la competencia del Gobierno en la emisión de Deuda pública cuando, materialmente, quien procede a la emisión es el Ministro de Economía y Hacienda; en este sentido, hemos afirmado anteriormente, al examinar el marco constitucional de la Deuda pública, que el órgano competente para recurrir al endeudamiento es el Gobierno y que, en consecuencia, no cabe la habilitación a un órgano distinto.

El TRLGP distorsiona este mecanismo de distribución de competencias, manteniendo formalmente la competencia del Gobierno en la creación de la Deuda, pero asignando al Ministro de Economía y Hacienda la competencia para la emisión; acudiendo, por otra parte, a los Decretos de creación, observamos cómo la competencia del Gobierno se reduce a servir, a través de la correspondiente norma jurídica, de correa de transmisión puramente formal entre la ley y la orden ministerial que autoriza la contracción de la Deuda pública. En términos materiales, la emisión corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, puesto que la norma reglamentaria de creación de la Deuda pública no limita la capacidad de aquél, ni desde el punto de vista cuantitativo —recordemos que la autorización se mueve dentro del límite máximo de la ley de emisión— ni desde el punto de vista cualitativo, porque, salvo excepciones muy concretas, el Decreto se limita a reproducir las competencias que, para la fijación del régimen jurídico de la Deuda pública, reconoce el TRLGP al Ministro de Economía y Hacienda (31), competencias a las que inmediatamente nos referiremos.

Las competencias del Ministro de Economía y Hacienda —amén de la facultad básica para autorizar la emisión de Deuda pública, contenida en el artículo 101.7 del TRLGP— se contienen en el art. 104 del TRLGP; un examen de este último precepto nos lleva a concluir que el Ministro de Economía y Hacienda se encuentra facultado para determinar, salvo el volumen máximo de endeudamiento, la totalidad de las condiciones materiales de la Deuda pública de las que, a su vez, derivará el correspondiente gasto público representado por el pago de intereses y la devolución del capital. Dejando de lado las facultades ligadas a la determinación de elementos no esenciales del empréstito —y, como tales, regulables a través de normas reglamentarias—, encontramos que el art. 104 del TRLGP

habilita al Ministro de Economía y Hacienda para señalar o concertar el plazo y el tipo de interés (apartado 1), para ceder la emisión a un precio único preestablecido (apartado 2.a), para acordar o concertar operaciones voluntarias de amortización y conversión (apartado 5) o para convenir, en las operaciones de endeudamiento exterior, las cláusulas y condiciones usuales en estas operaciones (apartado 7); asociadas a estas facultades exorbitantes y como lógico corolario de las mismas, se le faculta para habilitar en la sección presupuestaria correspondiente los créditos o ampliaciones de créditos necesarios para hacer frente a los reembolsos anticipados de las operaciones que integran la Deuda del Estado (art. 104.8 del TRLGP).

Estas facultades únicamente se encuentran limitadas por las previsiones contenidas en los apartados 2, 5 y 6 del art. 101 del propio TRLGP, limitaciones que, en algún caso, son completamente evidentes y, en otros, suficientemente ambiguas como para ser operativas. En efecto, las limitaciones que a las facultades del Ministro de Economía y Hacienda se derivan del art. 101.2 son evidentes, puesto que este precepto alude, como hemos visto anteriormente, al contenido mínimo de la ley de emisión que, dado su rango equivalente al TRLGP, puede enervar las competencias que éste asigna al órgano ministerial.

Por su parte, la limitación deducible del art. 101.5 del TRLGP se conecta con las autorizaciones que, para emitir Deuda pública, se incorporan en la Ley de Presupuestos —que es, precisamente, el supuesto usual desde 1988, fecha de aprobación del TRLGP— y nos encontramos ante una cuestión similar a la examinada anteriormente, puesto que la norma anual presupuestaria tiene el mismo rango que la LGP. Por último, la posibilidad de limitar las facultades del Ministro de Economía y Hacienda a través de la previsión del art. 101.6 del TRLGP nos parece extremadamente ambigua, adjetivo que, desde luego, cobra todo su sentido a la vista de la evolución de nuestro ordenamiento jurídico. En efecto, las limitaciones del art. 101.6 del TRLGP deberían articularse en torno al Decreto que dispone la creación de la Deuda pública, norma que, al establecer los criterios generales, podría fijar orientaciones —sobre el tipo de interés, sobre el plazo de amortización, etc.— que condicionasen las facultades que al Ministro de Economía y Hacienda reconoce el art. 104 de la propia LGP. Teóricamente, no habría objeción jurídica que oponer a esta posibilidad —e incluso debería ser saludada de modo positivo—, pero la experiencia habida desde la entrada en vigor del TRLGP demuestra que las facultades asignadas al Ministro de Economía y Hacienda por el art. 104 de aquél no se limitan o constriñen a través del Decreto que, al iniciarse el ejercicio presupuestario, fija los criterios generales de la política de endeudamiento del Estado.

Constatada esta circunstancia, encontraríamos

un mecanismo —consagrado en el TRLGP— en cuya virtud la emisión de Deuda pública atraviesa las siguientes fases:

a) Autorización al Gobierno, mediante la Ley de Presupuestos, que suele limitarse a la fijación del volumen máximo del endeudamiento (32).

b) Aprobación por el Gobierno del correspondiente Decreto en el que se dispone la creación de Deuda del Estado para el ejercicio presupuestario; la norma reglamentaria suele limitarse a reproducir las facultades reconocidas al Ministro de Economía y Hacienda por el TRLGP y a autorizar a aquél la emisión de Deuda con el límite máximo autorizado en la correspondiente Ley de Presupuestos, sin que el mencionado Decreto imponga restricción alguna en el único elemento esencial regulado por la ley de emisión.

c) Emisión de la Deuda pública a través de la pertinente Orden ministerial —válida para el ejercicio presupuestario—, a través de la cual el Ministro de Economía y Hacienda ejerce las facultades que le reconoce el art. 104 del TRLGP en orden a la fijación de los elementos esenciales del empréstito.

Técnicamente, la orden ministerial regula la demanda de ingresos públicos que el Estado solicita de los potenciales prestamistas y, en consecuencia, no constituye, *per se*, el instrumento a través del cual se materializa la obtención de dichos ingresos; el tránsito desde la orden ministerial correspondiente hasta el efectivo flujo de ingresos monetarios se produce en un momento posterior que será objeto de tratamiento al examinar los procedimientos de emisión, en tanto no conforma, estrictamente, el marco jurídico ordinario regulador de la Deuda del Estado, como lo prueba el silencio que, sobre este punto, mantiene el TRLGP.

Fuera de la distribución de competencias entre la Ley de emisión, el Decreto de creación y la Orden ministerial de autorización de Deuda pública, el TRLGP se refiere a otros aspectos atinentes al régimen jurídico general de este instituto jurídico, a los que conviene referirse a fin de ofrecer una visión global y unitaria de la legislación ordinaria.

Dejando de lado aspectos generales que, por razones de espacio, no tienen cabida en un trabajo de estas características y que no representan una novedad sustancial (representación de la Deuda pública —art. 102—, régimen general —art. 105— y prescripción —art. 106—), nos detendremos en aquellas cuestiones que, a nuestro juicio, pueden servir para ofrecer una visión actual del endeudamiento del Estado de acuerdo con la legislación ordinaria. Tales cuestiones serían las siguientes:

En primer lugar, el destino del producto de la Deuda pública, que constituye uno de los rasgos diferenciadores de la Deuda del Estado respecto de la emitida por los restantes entes territoriales y ello pese a la modificación sustantiva operada a partir

de 1994 como consecuencia de la entrada en vigor del Tratado de la Unión Europea y la subsiguiente y necesaria modificación del art. 101.9 del TRLGP, a la que hemos hecho alusión en capítulos anteriores. En efecto, hasta 1993, los ingresos derivados de la emisión de Deuda del Estado podían destinarse a la consecución de un triple objetivo: financiar el gasto público, constituir posiciones activas de tesorería (33) y obedecer a necesidades de política monetaria. Tras la nueva redacción dada al citado precepto por el art. 51 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994, el producto de la Deuda del Estado sólo puede destinarse a financiar gastos públicos y a constituir posiciones activas de tesorería, habiendo desaparecido la mención a la posibilidad de utilizar el citado instituto jurídico al servicio de la política monetaria (34).

La restricción operada en 1994 respecto de los potenciales destinados del producto de la Deuda pública no obsta para que pueda mantenerse la diferenciación entre los empréstitos estatales y los correspondientes a los restantes entes territoriales, puesto que, como veremos posteriormente, tanto las Comunidades Autónomas como las Corporaciones locales han de destinar, por ministerio de la ley, el producto de sus empréstitos a la función de gastos de inversión, lo cual confiere a la Deuda pública de estos entes un cierto carácter de especialidad. Por el contrario, en el caso del Estado, su Deuda es, de acuerdo con el art. 101.9 del TRLGP general (35), lo cual no obsta la posibilidad de emitir Deuda especial, es decir, Deuda cuyo producto se afecta a un gasto público determinado.

Sin embargo, el carácter especial de la Deuda pública del Estado —la afectación a gastos públicos determinados, que no han de ser, necesariamente, gastos de inversión, como ocurre en el caso de los restantes entes territoriales— ha de ser establecido por la ley de emisión, puesto que el silencio de ésta sobre el destino de los ingresos obtenidos determinaría la aplicación del art. 101.9 del TRLGP, que, evidentemente, no podría ser enervado, por razones de estricta legalidad, por el Decreto de creación de la Deuda previsto en el apartado 6 del citado artículo o por decisión unilateral del Ministro de Economía y Hacienda; el carácter especial de una determinada emisión, siempre y cuando así se estableciese a través de una ley, conllevaría la excepción del principio general de no afectación de los ingresos provenientes de la Deuda pública que se sienta en el TRLGP.

En segundo lugar, conviene que nos refiramos a la mención que el art. 103 del TRLGP contiene respecto a la emisión de Deuda denominada en moneda extranjera o a la emisión de Deuda en el exterior; en definitiva, se trata de redefinir la clasificación entre Deuda interior y exterior, existente en nuestro ordenamiento jurídico desde la vetusta —y derogada— Ley de Administración y Contabilidad de 1911. El vigente TRLGP introdujo una modificación tras-

cendental en esta clasificación, ya que, de acuerdo con el texto de la LGP de 1977, únicamente la Deuda denominada en moneda extranjera merecía la calificación de Deuda exterior; en definitiva, el criterio diferenciador entre la Deuda interior y exterior descansaba sobre la moneda —nacional o extranjera— en que el prestatario se comprometía a cumplir el servicio de la Deuda (36). En los momentos actuales, el criterio diferenciador de esta clasificación tradicional aparece completamente difuminado en el art. 103 del TRLGP, circunstancia que no sólo tiene consecuencias doctrinales, sino —y es la razón por la cual es traído aquí a colación— también prácticas; así, de la correcta determinación del criterio clasificador dependerá, por ejemplo, la concreción de las facultades que al Ministro de Economía y Hacienda le asisten, conforme al art. 104.7 del TRLGP (37) o, en el caso de la Deuda de las Comunidades Autónomas, la interpretación que, como veremos, pudiera darse al art. 14.3 de la LOFCA.

Bajo esta perspectiva, suscribimos la tesis en cuya virtud, el art. 103 del TRLGP «no establece un criterio único de distinción entre dos tipos de Deuda» (38), ya que, a nuestro juicio, la distinción entre Deuda interior y exterior obedece a un criterio dual; por un lado, la denominación de la moneda en que se emite y, por otro, el lugar de emisión, de forma que Deuda interior será la emitida en el interior y/o la denominada en pesetas y, a la inversa, Deuda exterior será la emitida en el exterior y/o la denominada en moneda extranjera (39).

Este criterio dual no es óbice para que consideremos que, cuando el art. 104.7 del TRLGP faculta al Ministro de Economía y Hacienda para convenir cláusulas y condiciones habituales en las *operaciones de endeudamiento exterior*, esté pensando, de forma preferente, en las emisiones en el exterior y no, necesariamente, en la moneda en que se satisfará el servicio de la Deuda e igual pensamiento subyace, como veremos, en el art. 14.3 de la LOFCA cuando exige la previa autorización estatal para las operaciones de crédito concertadas en el extranjero.

b) La Deuda de las Comunidades Autónomas

Concluido el examen del marco ordinario en que se mueve la Deuda del Estado, estudiaremos, a continuación, el marco no constitucional de los empréstitos de las Comunidades Autónomas, centrándonos fundamentalmente en la LOFCA (40).

De acuerdo con el art. 157.3 de la CE, el Estado puede regular el ejercicio de las competencias financieras de las Comunidades Autónomas en relación con los recursos contemplados en el apartado 1 de dicho precepto, entre los cuales, como hemos visto, se encuentra la Deuda pública o, para ser más precisos, las operaciones de crédito (41).

En uso de esta habilitación constitucional, el Estado aprobó la LOFCA que, en materia de Deuda pública, defiere a los Estatutos de autonomía la regulación de la apelación al crédito público, sin perjuicio de lo establecido en el art. 14 de dicha ley orgánica (cfr. art. 17.d). Dejando de lado, pues, la distribución de competencias entre los distintos órganos autonómicos, que ya ha sido examinada en el epígrafe anterior, nos centraremos ahora en el examen del mencionado art. 14, que constituye el marco fundamental en que se mueve la Deuda autonómica, en la medida en que condiciona materialmente el recurso al crédito por parte de estos entes territoriales (42). Desde esta perspectiva, conviene señalar que, a diferencia del Estado, cuyo único límite viene representado por los principios formales contenidos en el art. 135 de la CE, las Comunidades Autónomas están sometidas, además, a los límites materiales establecidos en el art. 14 de la LOFCA, lo cual supone un factor diferencial trascendente en la apelación al crédito público de una y otra clase de entes públicos.

En el estudio del art. 14 de la LOFCA, haremos una breve referencia a las operaciones de crédito destinadas a cubrir necesidades transitorias de tesorería (apartado 1), porque la distinción que establece la LOFCA entre aquéllas y las contempladas en el apartado 2 responde a un paralelismo con la legislación estatal vigente en 1980, paralelismo que ha dejado de existir tras la aprobación, en 1988, del TRLGP, y la subsiguiente desaparición de la distinción entre Deuda del Estado y Deuda del Tesoro, destinada esta última, precisamente a idéntica finalidad que la contemplada en el art. 14.1 de la LOFCA. El mantenimiento, para las Comunidades Autónomas, de una distinción fundada en el destino del producto de la Deuda es, a nuestro juicio, contraproducente, no sólo por la desaparición del criterio homónimo en el caso de la Deuda estatal, sino, sobre todo, por la imposibilidad de comprobar y, en consecuencia, controlar (salvo acudiendo al criterio del plazo de amortización, como veremos) cuándo una Comunidad autónoma emite Deuda pública para cubrir necesidades de tesorería o para financiar gastos de inversión.

Por otro lado, ha de tenerse en cuenta que, conforme al art. 14.1 de la LOFCA, estas operaciones de crédito han de concertarse por período inferior al año, lo cual introduce un criterio dudoso a la hora de controlar el endeudamiento autonómico, consistente en interpretar que las emisiones de Deuda pública cuyo plazo de amortización sea inferior al año deberían subsumirse en el art. 14.1 de la LOFCA, circunstancia que no tiene por qué ser determinante del destino de los ingresos obtenidos (43).

Mientras se mantenga la distinción que, de consumo, se deduce de los dos primeros apartados del artículo 14 de la LOFCA, únicamente cabe señalar que las operaciones de crédito concertadas para cubrir necesidades transitorias de tesorería se

encuentran sometidas al límite contemplado en el apartado 4 de aquél y, en consecuencia, dichas operaciones de las Comunidades Autónomas deberán coordinarse entre sí y con la política de endeudamiento estatal en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera, limitación de difícil articulación, pero que, sin embargo, se desprende, con toda nitidez, de la redacción del art. 14.1 de la LOFCA (44).

Igualmente, entendemos aplicable a estas operaciones las previsiones del art. 14.3 de la LOFCA y la necesaria autorización estatal cuando la cobertura de las necesidades transitorias de tesorería se realice a través de operaciones de crédito concertadas en el extranjero, en la medida en que una interpretación conjunta y sistemática del art. 14 de la LOFCA conduce a esta conclusión y ello pese a que la lectura aislada de su apartado 1 pudiera inducir a creer que la única limitación viene representada por la coordinación de las operaciones de endeudamiento para la cobertura de necesidades de tesorería en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera. Si bien cuando estudiemos el significado de la expresión *operación de crédito en el extranjero* utilizada por el art. 14.3 de la LOFCA podremos determinar el alcance y ámbito de la autorización estatal, vaya desde ahora nuestra opinión favorable a la ampliación de dicho precepto a las operaciones de crédito previstas en el apartado 1; amén de las razones derivadas de la interpretación sistemática del artículo 14 de la LOFCA, hay que añadir las que se inducen del hecho de que, dada la posibilidad de que se concierten operaciones de crédito por plazo inferior al año para financiar gastos de inversión, si se eludiese la autorización estatal se estaría incumpliendo, por una vía indirecta, el significado y el fundamento de la norma contenida en el apartado 3 de dicho precepto.

Teniendo en cuenta nuestra opinión contraria al mantenimiento de la distinción entre las dos categorías de operaciones de crédito autonómico deducibles de los dos primeros apartados del art. 14 de la LOFCA y que la clasificación descanse sobre el diferente plazo de amortización —sentada la inviabilidad práctica de fundamentarla en el destino de los ingresos obtenidos—, pero conscientes de que la actual redacción puede originar otro tipo de interpretaciones, encontramos, *de lege data*, una distinción fundamental entre las operaciones de crédito contempladas en el apartado 1 y las previstas en el apartado 2, ya que, para las primeras no regiría el límite contemplado en el art. 14.2.b) de la LOFCA, que posteriormente estudiaremos; dicho en otros términos, habría que excluir el servicio correspondiente a las operaciones de crédito concertadas para la cobertura de las necesidades de tesorería a la hora de comprobar si el pago de intereses y la amortización del capital de la Deuda sobrepasa o no el límite del 25 por 100 de los ingresos corrientes de la Comunidad Autónoma, ya que, en este punto, resulta indubitable la no aplicación a este tipo de ope-

raciones del límite cuantitativo establecido en el artículo 14.2 de la LOFCA.

Dejando de lado las operaciones de crédito para la cobertura de necesidades de tesorería, la LOFCA manifiesta un especial interés por la Deuda pública como instrumento para la financiación del gasto público, estableciendo un conjunto de límites que, como se ha señalado desde una perspectiva suministrada por la ciencia económica (45), buscan un doble objetivo: de un lado, «preservar el equilibrio financiero de las Comunidades Autónomas y respetar la equidad intergeneracional» y, de otro, buscar la «colaboración con la política de estabilización del Sector Público». Las limitaciones básicas que establece la LOFCA son dos fundamentales: por una parte, el producto de la Deuda pública sólo puede destinarse a la realización de gastos de inversión y, por otra, el importe total de las anualidades de amortización, por capital e intereses, no puede exceder del 25 por 100 de los ingresos corrientes de la Comunidad Autónoma (art. 14.2) (46).

Dado que ambas limitaciones responden a objetivos y finalidades diferenciables, conviene examinarlas por separado, comenzando por la relativa a la asignación de los ingresos provenientes de la Deuda pública a la financiación de gastos de inversión. Este límite, usual en otros Estados de estructura descentralizada (47), fue asumido, sin controversias, por las Comunidades Autónomas, como demuestra el hecho de que los Estatutos aprobados con anterioridad a la LOFCA (País Vasco y Cataluña) lo recojan en su articulado; por otro lado, el hecho de que ninguna de las fuerzas parlamentarias —y, singularmente, las de signo nacionalista— enmendase la redacción inicial del Proyecto de LOFCA —donde ya se recogía la limitación que venimos estudiando— es ilustrativa del convencimiento general sobre la necesidad de afectar los ingresos por la emisión de Deuda pública autonómica. El límite contenido en el art. 14.2.a) de la LOFCA introduce un primer sesgo diferenciador de la Deuda pública de las Comunidades Autónomas respecto de la Deuda del Estado, en el sentido de que la primera es una Deuda *parcialmente especial* o, dicho en otros términos, procura ingresos *parcialmente afectados* (48) en cuanto que, a diferencia del Estado, aquéllas no pueden destinar los procedentes de la Deuda pública a la financiación indiferenciada de cualesquiera clase de gastos públicos, sino únicamente a la cobertura de gastos de inversión (49).

Cuestión distinta es que la financiación de gastos de inversión a través de la Deuda pública genere gastos corrientes, representados por los créditos necesarios para el pago de intereses y la devolución del capital; de ahí la conveniencia de diferenciar entre el destino del producto de la Deuda y la cobertura de las obligaciones económicas de su emisión.

Pese a la claridad y rotundidad del límite que

venimos comentando, pueden suscitarse dudas razonables que podemos sintetizar en dos fundamentales: en primer lugar, cuál es el mecanismo diseñado para verificar el grado de cumplimiento de este límite o, dicho en otros términos, cómo comprobar que las Comunidades Autónomas no destinan los ingresos procedentes de la Deuda a la financiación de gastos corrientes y, en segundo lugar, y conectado con el anterior, cuál es la reacción del ordenamiento jurídico en caso de incumplimiento de este límite por parte de las Comunidades Autónomas; mientras que la primera duda es específica del límite contenido en el art. 14.2.a) de la LOFCA, la segunda, como veremos, podría ser extensible al límite cuantitativo señalado en el subapartado b) del citado precepto.

Respecto de la primera duda y teniendo en cuenta el régimen presupuestario de las Comunidades Autónomas, y, en concreto, el principio de unidad de caja, habrá que convenir, con Falcón y Tella, que la limitación del art. 14.2.a) de la LOFCA «ha de interpretarse en sentido cuantitativo y no cualitativo debido a la vigencia del principio de no afectación». Es decir, que este requisito se entiende cumplido por el mero hecho de que las operaciones de crédito no superen la suma de los gastos de inversión autorizados por el Presupuesto durante el ejercicio correspondiente, sin que sea posible el control sobre el efectivo destino de las sumas obtenidas en cada operación concreta, ya que dichas sumas se destinan genéricamente a la cobertura de los gastos totales autorizados» (50). Esta tesis es impecable formalmente y, en consecuencia, las Comunidades Autónomas cumplirían con el límite examinado siempre que el endeudamiento autorizado para cada ejercicio presupuestario fuere inferior a los gastos de inversión contemplados en la correspondiente Ley de Presupuestos; evidentemente, el problema surgiría cuando el endeudamiento fuese superior a los gastos de inversión del Presupuesto autonómico, en cuyo caso entraríamos de lleno en el segundo problema, es decir, determinar los mecanismos de reacción del ordenamiento jurídico —y, en concreto, fijar la posición del Estado— frente a la transgresión de sus normas. Dado que, sin embargo, este problema puede ser común con la violación del límite señalado en el art. 14.2.b) de la LOFCA, procederemos con carácter previo a examinar éste, para, ulteriormente, intentar ofrecer una solución conjunta.

Este precepto limita el endeudamiento autonómico, conectando el servicio de la Deuda con un determinado porcentaje de los ingresos corrientes de la Comunidad Autónoma, señalando, en concreto, que el importe total de las anualidades de amortización, por capital e intereses, no puede exceder del 25 por 100 de los ingresos corrientes. Pese a la claridad del límite y pese a la tradición con que cuenta en nuestro ordenamiento jurídico —en concreto, en el marco de las Haciendas locales—, el

artículo 14.2.b) de la LOFCA presenta algunas deficiencias que pueden incidir en el objetivo que a su través se pretende y que no es otro sino el de asegurar la estabilidad y el equilibrio interno de las Haciendas autonómicas, evitando que un peso excesivo del endeudamiento ponga en peligro la cobertura de los servicios públicos fundamentales, cuya financiación, en teoría, garantiza el sistema general de la LOFCA.

En este límite subyace un propósito no confesado por parte del Estado de *tutelar financieramente* a las Comunidades Autónomas respecto de un sector de sus recursos —la Deuda pública—, tutela que es constitucionalmente posible, siempre y cuando no se conculque la esencia de la autonomía financiera de aquéllas; sólo con esta matización cabe manejar el término *tutela financiera* que debe, evidentemente, ser entendido en un sentido completamente distinto al que tiene en el marco de los entes locales, en la medida en que la posición de ambos entes territoriales —Comunidades Autónomas y Haciendas locales— es distinta en el entramado constitucional. En este sentido, la limitación del art. 14.2.b) de la LOFCA encontraría su fundamento material en el principio de coordinación señalado en el artículo 156.1 de la CE, así como en los principios básicos del orden económico integrantes de la denominada Constitución económica; formalmente, la habilitación estatal dirigida al objetivo que se pretende radicaría en el art. 157.3 de la CE y, en este sentido, la intervención de la LOFCA es irreprochable en cuanto que el establecimiento del límite que venimos comentando salvaguarda, aunque restrinja, las competencias de las Comunidades Autónomas en relación con el recurso garantizado en el apartado 1 del citado precepto.

Las deficiencias del límite que venimos comentando pueden tener un doble origen: interno, derivado del sistema de financiación de la LOFCA, y externo, derivado de los procedimientos de amortización de la Deuda pública. Evidentemente, la conexión entre servicio de la Deuda e ingresos corrientes de la Comunidad Autónoma hace que cualquier desequilibrio en éstos se traslade inmediatamente sobre el ejercicio de la competencia para emitir Deuda pública. Esta interrelación puede generar situaciones en apariencia contrapuestas, pero comunes en su origen. Por un lado, que las posibles deficiencias del sistema de financiación diseñado por la LOFCA —básicamente construido sobre transferencias del Estado— se trasladen sobre las Comunidades Autónomas y determinen, inexorablemente, un creciente recurso a la emisión de Deuda pública para financiar los servicios públicos, algo que será posible siempre que dichos entes territoriales cumplan los límites del art. 14.2 de la LOFCA. Por otro, que la insuficiencia del sistema de financiación autonómico (ligado al sistema estatal) determine un relativo estancamiento en el crecimiento de los ingresos corrientes que, a su vez, res-

trinja el recurso a la emisión de Deuda pública o, dicho en otros términos, que el crecimiento de los ingresos corrientes sea menor que el crecimiento del servicio del endeudamiento por razones no imputables a las Comunidades Autónomas, sino derivadas de un sistema de ingresos que, en sentido material, les es, en buena medida, ajeno.

Bajo esta perspectiva, es evidente que la actividad económica y el sistema financiero del Estado, sobre quien descansa el grueso de la financiación autonómica, puede incidir o condicionar el recurso de las Comunidades a la emisión de Deuda pública a través de la ralentización del ritmo de crecimiento de los ingresos corrientes de éstas. Asistiríamos a una hipótesis perversa en cuya virtud las Comunidades Autónomas habrían de recurrir de forma creciente al endeudamiento por defectos del sistema de financiación, pero, a su vez, estos defectos le impedirían, una vez que se alcanzase el límite del artículo 14.2.b) de la LOFCA, seguir apelando a este recurso financiero.

Además, y ello constituiría igualmente un defecto interno conectado con el sistema de financiación diseñado por la LOFCA, «dado que el límite de la carga financiera está conectado con los ingresos corrientes. existe la posibilidad, para las Comunidades Autónomas muy endeudadas del art. 143 [de la CE], de escapar a este límite ampliando sus competencias, con lo cual aumentarían sus ingresos corrientes y la carga financiera quedaría diluida en el nuevo nivel competencial» (51).

Por su parte, los defectos externos del límite contemplado en el art. 14.2.b) de la LOFCA se relacionan con los mecanismos de amortización de la Deuda pública, ya que éstos pueden condicionar el servicio de la Deuda y, en consecuencia, impedir la verificación del cumplimiento material de dicho límite; evidentemente, la posible existencia de períodos de carencia en el pago de intereses, así como la práctica imposibilidad de controlar el cumplimiento del límite del art. 14.2.b) de la LOFCA por mecanismos diferentes al control del Presupuesto autonómico podrían enmascarar la situación financiera de la Comunidad Autónoma que, formalmente, podría respetar las previsiones cuantitativas de la LOFCA, pero que, materialmente y de acuerdo con una proyección plurianual, podría vulnerarlas (52).

Retomando un problema que apuntábamos en páginas anteriores, y cuyo estudio diferíamos al examen conjunto de los límites establecidos en el artículo 14.2 de la LOFCA, cabe plantearse cuál es el mecanismo de reacción del ordenamiento jurídico en el caso de incumplimiento de los mismos por parte de las Comunidades Autónomas, hipótesis no desdeñable a la vista de los datos que, sobre la evolución del endeudamiento autonómico, conocemos tras catorce años de vigencia de la LOFCA (53). En este sentido, el ordenamiento jurídico —y, más en concreto, la propia LOFCA— no indica de forma

explícita cuáles son las medidas (ni quién ha de adoptarlas) a aplicar en el caso de que alguna Comunidad Autónoma —como de hecho ya ha sucedido— vulnere los límites establecidos en el artículo 14.2.

En teoría, la vulneración podría producirse a través de una doble vía: bien porque la Comunidad destine los ingresos provenientes de la emisión de Deuda pública a la financiación de gastos corrientes, bien porque el servicio de la Deuda autonómica supere el 25 por 100 de los ingresos corrientes de la Comunidad. Teniendo en cuenta el origen y fundamento constitucional de la LOFCA, una eventual medida correctora de estos incumplimientos correspondería al Estado, que, en concreto, actuaría dicha facultad a través del ejercicio de la potestad autorizante que le confiere el art. 14.3 de la LOFCA, de forma que, en la hipótesis que manejamos, el Estado debería negar la autorización prevista en este precepto a aquellas Comunidades Autónomas que hubieran incumplido cualesquiera de los límites contemplados en el art. 14.2; de acuerdo con esta idea, el Estado, habilitado por el art. 157.3 de la CE para regular el ejercicio de las competencias de las Comunidades en relación con los recursos financieros de éstas, se encuentra facultado implícitamente para sancionar cualquier transgresión de la normativa dictada en uso de la citada habilitación constitucional.

Esta tesis, de ser cierta, nos enfrenta con el examen del art. 14.3. de la LOFCA, norma donde se sujeta a la preceptiva autorización estatal la concertación de operaciones de crédito en el extranjero, así como la emisión de deuda o cualquier otra apelación al crédito.

El art. 14.3 de la LOFCA no constituye, precisamente, un modelo de técnica jurídica, como demuestran las dudas doctrinales y, sobre todo, los conflictos suscitados entre el Estado y las Comunidades Autónomas que han dado lugar a pronunciamientos del Tribunal Constitucional. Dudas y conflictos que se han suscitado en relación con el ámbito objetivo de la autorización estatal, tratando de determinar si ésta se exige para todo tipo de operaciones de crédito o sólo para los créditos concertados en el extranjero y que se han extendido, incluso, sobre la constitucionalidad de la medida (54). Afortunadamente, la reiterada doctrina del TC ha permitido disipar las dudas y solventar los conflictos, aun cuando la perspectiva unitaria con que ha tratado el precepto puede generar resultados lesivos para la autonomía financiera de las Comunidades Autónomas. En efecto, de la jurisprudencia del TC se desprende que «la intervención del Estado es constitucionalmente admisible en toda apelación al crédito público por parte de una Comunidad Autónoma» (55), doctrina que, sin embargo, abre el debate sobre el carácter reglado o discrecional de la competencia autorizante que al Estado reconoce el art. 14.3 de la LOFCA.

En este sentido, la tesis en cuya virtud la autorización estatal sólo es precisa cuando las operaciones de crédito de la Comunidad Autónoma vulneran los límites del art. 14.2 de la propia LOFCA —y ello se conecta con la reacción del ordenamiento y la determinación de las facultades estatales en caso de incumplimiento de los límites materiales del endeudamiento autonómico— no sólo puede considerarse rechazada por la jurisprudencia del TC, sino que, además, resultaría, *de lege data*, poco convincente, aun cuando pudiera tener, *de lege ferenda*, un cierto sentido.

En efecto, la LOFCA ha de ser objeto de una interpretación bidireccional y no puede únicamente articularse como una norma dirigida desde el Estado hacia las Comunidades Autónomas, puesto que si bien es cierto que aquél puede ejercitar las competencias que le reconoce la CE y la LOFCA, no es menos cierto que, a la inversa, también estas normas reconocen facultades y competencias a las Comunidades Autónomas que no pueden ser obviadas ni preteridas por la actuación estatal; dicho en otros términos, la autorización estatal no puede concebirse de modo tal que anule completamente la posibilidad de los entes autonómicos de recurrir a la Deuda pública, puesto que, en caso contrario, podrían incluso carecer de sentido los límites establecidos en el art. 14.2 de la LOFCA, ya que su cumplimiento no aseguraría a las Comunidades Autónomas la emisión de Deuda pública en ausencia de autorización estatal.

Sin embargo, como afirmábamos anteriormente, el sentido de la autorización estatal no queda reducido a una mera verificación del cumplimiento de los límites del art. 14.2 de la LOFCA, sino que se conecta con la coordinación entre la Hacienda estatal y la Hacienda autonómica y constituye, igualmente, apéndice necesario de la determinación, por el Estado, de los principios básicos del orden económico nacional. Ello supone, a nuestro juicio, dos consecuencias perfectamente deslindables: por un lado, que el Estado *deberá* negar la autorización prevista en el ordenamiento cuando la Comunidad Autónoma incumpla las limitaciones contenidas en el art. 14.2 de la LOFCA y, por otro, que el Estado *podrá* denegar la autorización cuando, no obstante cumplir dichas limitaciones, existan razones objetivas que, fundadas en el principio de coordinación o en consideraciones conectadas con la política económica general cuya competencia le corresponde, desaconsejen la apelación al crédito público por parte de las Comunidades Autónomas. En este segundo supuesto, la denegación de la autorización habrá de ser motivada, razonada y fundada y, en todo caso, susceptible de recurso por parte de la Comunidad afectada.

Esta interpretación permite, a nuestro juicio, coherenciar la autonomía financiera de estos entes territoriales con las exigencias derivadas de la unicidad del orden económico nacional, principios am-

bos susceptibles de reconocimiento y protección constitucional, pero cuya interacción ha de respetar las características mínimas y esenciales de ambos (56).

Por último, para concluir el estudio del art. 14.3 de la LOFCA sólo nos resta hacer dos matizaciones sobre el ámbito objetivo de aplicación del precepto en cuestión: por una parte, que las operaciones de crédito concertadas por plazo inferior al año para cubrir necesidades transitorias de tesorería no están sujetas a la autorización estatal del art. 14.3 de la LOFCA (salvo, *vid. supra*, las concertadas en el extranjero y, más en concreto, las denominadas en moneda extranjera, puesto que aquí el Estado podría utilizar la autorización prevista en la LOFCA como instrumento para actuar la competencia reconocida por el art. 149.1.11.^º de la CE), conclusión a la que se llega desde la interpretación del apartado 1 de dicha Ley; por otra, que la necesidad de autorización estatal prevista en el art. 14.3 de la LOFCA se extiende a todo tipo de operaciones de crédito público (salvo la excepción referida) y, en consecuencia, no cabe efectuar exclusiones referidas a los avales de las Comunidades Autónomas (57) o a los créditos bancarios que éstas puedan concertar (58).

Para finalizar el examen de la legislación no constitucional aplicable a la Deuda pública de las Comunidades Autónomas, nos resta estudiar el artículo 14.5 de la LOFCA, donde se establece que aquélla estará sujeta a las mismas normas y gozará de los mismos beneficios y condiciones que la Deuda pública estatal. La sujeción a una normativa idéntica no debe interpretarse en el sentido de aplicar, supletoriamente, la legislación estatal (59)—en concreto, el TRLGP—, sobre todo teniendo en cuenta la capacidad de autonormación de las Comunidades Autónomas en relación con sus recursos financieros propios —y la Deuda pública es uno de ellos— y teniendo en cuenta que la mayoría de las Comunidades Autónomas han aprobado, con distinta denominación, leyes de Hacienda pública (cuya estructura y contenido son similares a los del TRLGP), donde se disciplina el régimen jurídico de la Deuda pública de la Comunidad. A nuestro juicio, el precepto en cuestión ha de interpretarse en el sentido de que el régimen jurídico *general* de la Deuda pública ha de ser uniforme y concomitante con el estatal sin perjuicio de la competencia material de las Comunidades Autónomas para disciplinar dicho régimen que, en los aspectos no esenciales, puede ser diferente del establecido en la legislación estatal (así, por ejemplo, la habilitación de facultades en favor del Ministro de Economía y Hacienda, regulada por el art. 104 del TRLGP podría tener una normación diferente en la legislación autonómica) (60).

Mayor interés tiene, a nuestro juicio, la extensión a la Deuda pública autonómica de los mismos beneficios y condiciones de la Deuda estatal, ya que, salvo en las Comunidades de régimen foral, dicho precepto contiene, esencialmente, un mandato dirigido al Estado e, indirectamente, una cláusula de

protección en favor de las Comunidades Autónomas que aquél deberá respetar. El mandato del artículo 14.5 de la LOFCA obliga al Estado a no discriminar la Deuda emitida o concertada por las Comunidades Autónomas, especialmente en el plano tributario, donde suele ser frecuente la utilización de beneficios fiscales (exenciones, bonificaciones, etc.) como aliciente para la suscripción de valores públicos; en este sentido, el precepto en cuestión no prohíbe la utilización de incentivos fiscales al servicio de la política de colocación de la Deuda pública —otra cosa es el juicio que merezcan tales incentivos desde la neutralidad del sistema y desde la necesaria igualdad entre los agentes económicos públicos y privados en los mercados financieros—, pero niega la posibilidad de que el Estado pueda ofrecer beneficios fiscales restringidos a la Deuda pública que él emita, de forma que se pretiera la igualdad entre ésta y la puesta en circulación por las Comunidades Autónomas.

Teniendo en cuenta, además, la competencia del Estado en la regulación sustantiva de los tributos donde pueden establecerse dichos beneficios fiscales (cfr. arts. 10 y 11 de la LOFCA), el precepto tiene un sentido unidireccional —el Estado— salvo, repetimos, en el caso de las Comunidades de régimen foral, que, de modo inverso, no pueden utilizar su potestad tributaria para establecer beneficios fiscales que discriminen la Deuda estatal.

Evidentemente, los beneficios fiscales constituyen la parte más llamativa de la prohibición implícita del art. 14.5 de la LOFCA, pero no la única, ya que el precepto proscribe, igualmente, la posibilidad de establecer regímenes diferenciados entre la Deuda estatal y la autonómica en materia de coeficientes de inversión de las entidades financieras y aseguradoras y ello pese a que la doctrina del TC puede dar lugar a alguna duda (61); en consecuencia, el art. 14.5 de la LOFCA prohíbe cualquier medida que, directa o indirectamente, suponga una desigualdad de trato no justificada entre la Deuda estatal y la autonómica o, dicho en otras palabras, la única discriminación constitucionalmente viable es extrajurídica y vendría representada por la opción de los mercados financieros que deben elegir entre una y otra clase de Deuda en función, exclusivamente, de las condiciones financieras de la emisión.

c) La Deuda de las Corporaciones locales

La Deuda pública de las Corporaciones locales se encuentra sometida a limitaciones, *mutatis mutandi*, similares a las previstas para las Comunidades Autónomas, afirmación que ha de ser entendida sin perjuicio de la distinta posición de ambos entes territoriales en el entramado constitucional, distinta posición que, como hemos visto, les garantiza derechos y facultades perfectamente diferenciables y que determina, igualmente, una posición del Estado sustancialmente distinta.

El régimen sustantivo de la Deuda pública local se encuentra regulado en la LHL de 1988, cuyo artículo 2.1.f) configura aquélla como uno de los recursos financieros de los entes locales, por voluntad expresa y no vinculada del Estado (62). La LHL diferencia entre operaciones de crédito para atender necesidades transitorias de tesorería y operaciones de crédito para la financiación de las inversiones de los entes locales; en el caso de las primeras, se establece un doble límite (cfr. art. 52 de la LHL), en cuya virtud, tales operaciones habrán de ser concertadas por plazo no superior a un año (63) y, además, y ello constituye un límite adicional y diferenciado respecto de las Comunidades Autónomas, tales operaciones no pueden superar el 35 por 100 de los ingresos liquidados por operaciones corrientes en el último ejercicio liquidado (64).

Amén de la cobertura de las necesidades de tesorería, las Corporaciones locales sólo podrán acudir al crédito público para la financiación de sus inversiones, conforme establece el art. 50.1 de la LHL (65), si bien el recurso al endeudamiento se encuentra, como en el caso de las Comunidades Autónomas, sujeto a una serie de limitaciones. Estas limitaciones son, parcialmente, coincidentes con las que hemos examinado en el caso de las Comunidades Autónomas, si bien la LHL delimita, de forma más precisa que la LOFCA, las competencias estatales de cara a la autorización del endeudamiento a medio y largo plazo (66) de las Corporaciones locales.

Así, coincide plenamente con las limitaciones al endeudamiento de las Comunidades Autónomas, la previsión del art. 50.1 de la LHL en cuya virtud las operaciones de crédito a medio y largo plazo de los entes locales sólo pueden destinarse a la financiación de inversiones; sin embargo, existe una diferencia sustancial en lo que atañe al límite cuantitativo representado por la relación entre el servicio de la Deuda y los ingresos corrientes de la correspondiente Corporación local, no porque este límite no exista, sino porque, en algún supuesto concreto, determina o condiciona la pertinente autorización estatal, de forma que la LHL establece, como veremos a continuación, un régimen que algún sector doctrinal ha propugnado —sin éxito a la vista de la jurisprudencia constitucional— aplicable al endeudamiento autonómico. Dado que existe una concatenación entre límites cuantitativos de la LHL y autorización estatal al endeudamiento local, procederemos, con metodología distinta a la empleada en el caso de las Comunidades Autónomas, al estudio de los requisitos que han de concurrir en la procedencia de dicha autorización para, a su vez, extraer las oportunas consecuencias de cara a los límites señalados.

En este sentido, con una dicción que nos recuerda la redacción de la LOFCA, el art. 54.1 de la LHL exige autorización de los órganos competentes del Ministerio de Economía y Hacienda para las opera-

ciones de crédito con el exterior, así como las que se instrumenten mediante emisiones de Deuda pública o cualquier otra apelación al crédito público; en teoría, no existe diferencia alguna con el régimen de autorización estatal aplicable a las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas, puesto que el precepto en cuestión comprendería, en principio, *todas* las operaciones crediticias concertadas por las Haciendas locales.

Sin embargo, una lectura sistemática de la LHL parece mostrar la existencia de excepciones a la regla general de la autorización estatal; y ello porque, como hemos visto —y criticado— el art. 50.1 de la propia LHL diferencia entre crédito público y privado, de donde se inferiría que las operaciones de crédito privado concertadas por los entes locales no precisarían autorización estatal, salvo que se formalizasen con el exterior. Si esta interpretación fuera correcta, habría que determinar qué entiende la LHL por crédito privado y, a la luz de la clasificación de su art. 50.2, cabría colegir que, dentro de esta categoría, se encuadrarían la contratación de préstamos o créditos, es decir, la Deuda singular concertada con uno o varios prestamistas, frente a la Deuda general que se articularía mediante la oportuna emisión pública y que sería la manifestación genuina del crédito público (67). Esta tesis cobra fuerza a la luz del art. 54.3 de la LHL donde se establece un supuesto en el que las Corporaciones locales no precisan autorización para la realización de determinadas operaciones de crédito (*¿privado?*); en concreto, para la concertación de créditos y para la concesión de avales, siempre que concurren determinados requisitos, a los que nos referiremos a continuación (68).

Estos requisitos se pueden subdividir en dos grandes bloques, dado que es dable advertir un requisito de carácter general y dos requisitos específicos. Como requisito general se exige que la carga financiera anual derivada de la suma de operaciones vigentes concertadas (69) por la entidad local y de la proyectada no exceda del 25 por 100 de los recursos liquidados por operaciones corrientes según la última liquidación presupuestaria practicada por la Corporación local; este requisito general —similar al de la LOFCA y que no constituye una novedad en nuestra legislación de régimen local— presenta una mayor corrección técnica que su homónimo en el caso de las Comunidades Autónomas. Junto a ello, cabe resaltar la meticulosidad del artículo 54 de la LHL en la determinación del cálculo de la carga financiera anual, así como la previsión de reglas específicas para operaciones de crédito con amplios plazos de carencia, circunstancias que hacen que, en el caso de las Haciendas locales, puedan obviarse gran parte de las críticas que, como veíamos, se han dirigido desde un sector de la doctrina al mecanismo de cuantificación del servicio de la Deuda autonómica (70).

Los dos requisitos que, específicamente, deben

reunir la concertación de créditos de las Haciendas locales para que la autorización estatal o, en su caso, autonómica no sea requisito necesario de la operación son los siguientes: por un lado, que la operación crediticia no rebase el 5 por 100 de los requisitos liquidados por la entidad local por operaciones corrientes, deducidos de la última liquidación presupuestaria practicada y, por otro, que los ingresos obtenidos se destinen a la financiación de obras y servicios incluidos en planes provinciales y programas de cooperación económica local debidamente aprobados (art. 54.3 LHL).

El mecanismo que acabamos de estudiar, unido al régimen general del crédito local, permite concluir que, en determinados supuestos, el poder financiero de las entidades locales sobre el crédito público es más amplio —o está sometido a menos restricciones— que el poder que sobre dicho recurso ostentaban las Comunidades Autónomas, sobre todo en lo que se refiere a la necesidad de autorización estatal, especialmente en los casos en que la concurrencia de ciertos requisitos suponen la innecesariidad de dicha autorización. Evidentemente, el sistema diseñado por la LHL no está exento de críticas, derivadas, sobre todo, del tratamiento favorable que concede a los créditos singulares con entidades financieras en detrimento de la emisión pública de Deuda local, pero ello no empece para que, corregidos sus defectos, pudiera ensayarse su aplicación, previa modificación de la LOFCA, a las Comunidades Autónomas, de forma que la necesaria autorización estatal desapareciese cuando concurriesen determinadas circunstancias cualitativas o cuantitativas, en línea con las soluciones ofrecidas por la LHL; bajo esta perspectiva, la autorización estatal debería abandonar su actual configuración como un mecanismo indirecto de tutela y transformarse en un sistema de control excepcional y residual, con arreglo a criterios perfectamente tasados a fin de evitar interferencias políticas. Este objetivo sólo puede lograrse si el ordenamiento jurídico contemplase, específicamente, en qué supuestos no es procedente la autorización, en qué supuestos la autorización es innecesaria y, por último, configurara una zona mixta, en la que quedase salvaguardada la potestad última del Estado en base a consideraciones ligadas, fundamentalmente, a la política económica general.

V. LOS PROCEDIMIENTOS DE EMISIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

a) Introducción. Los créditos singulares

Una vez estudiado el marco jurídico —constitucional y ordinario— en que se mueve el crédito público, procede examinar los procedimientos de emisión, que permiten la efectiva obtención de ingresos por parte del ente público prestatario, en cuanto identifican el mecanismo a través del cual se

produce el tránsito desde el crédito público como instituto jurídico al crédito como ingreso público. Desde esta perspectiva y una vez estudiado el proceso de distribución de competencias entre los órganos en que los entes públicos se estructuran —proceso cuyo aspecto más destacado es la necesaria habilitación legal para que el Ejecutivo proceda a la concertación de la operación de crédito— debemos examinar el procedimiento a cuyo través la Hacienda de cada uno de los diferentes entes territoriales obtiene ingresos derivados del endeudamiento público.

Así acotado el objeto del presente epígrafe, haremos una mención muy somera a los créditos singulares y nos concentraremos en la Deuda general, es decir, la emitida en los mercados anónimos de capitales, puesto que la problemática suscitada por aquéllos no es especialmente trascendente, al menos desde un punto de vista jurídico. En este sentido, por créditos singulares entenderemos los concertados entre un prestatario público y un acreedor privado, generalmente una entidad financiera o, dada la creciente apelación de los entes públicos al endeudamiento y dados los peligros derivados de la concentración de riesgos, un pool o consorcio de entidades financieras. Los créditos singulares (o la contratación de préstamos) suelen constituir el mecanismo usual de captación de fondos por parte de las Haciendas locales y, en menor medida, por parte de las Haciendas autonómicas, por razones que, en el primer caso, son inducidas desde el propio marco normativo —recordemos los arts. 50 a 54 de la LHL— y, en el segundo caso, responden a la realidad de los mercados financieros, a la existencia de entidades financieras, con origen e implantación fundamental en la propia Comunidad Autónoma, a las competencias que a éstas reconoce el ordenamiento jurídico en relación con la designación de los órganos rectores de un sector importante de las entidades financieras, como son las cajas de ahorros, a la relativa inexperiencia en los mercados de capitales y, por último, a la evidente competencia del Estado como prestatario básico.

Todas estas razones suponen, de consumo, un argumento básico para que los créditos singulares, concertados con entidades financieras, se concentren en los niveles inferiores de gobierno, frente a la relativa preponderancia de la Deuda general en el caso del Estado. Esta apreciación no es obstáculo para que, de forma tímida y circunscrita especialmente a las Comunidades del País Vasco y de Cataluña, se venga apelando cada vez más a la emisión de Deuda pública como forma de endeudamiento, dependiendo de las circunstancias del mercado y de la mayor o menor urgencia en la captación de fondos; además, uno de los factores que, tradicionalmente, había venido jugando en contra de las emisiones de Deuda pública por parte de los entes subcentrales —la relativa iliquidez de los títulos debida a la inexistencia de mercados secunda-

rios, así como la rigidez en el acceso de los valores autonómicos a dichos mercados— se ha visto superado por la evolución de los mercados financieros y por la posibilidad, explícitamente contemplada en el art. 55 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de que las Comunidades Autónomas emitan Deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta, lo que facilita el acceso a la Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España, tema este sobre el que nos pronunciaremos posteriormente al hablar de los procedimientos de emisión de la Deuda estatal.

Mientras se abren camino, paulatinamente, las emisiones públicas de Deuda, los créditos singulares siguen conservando su peso, especialmente dirigidos a la cobertura de las necesidades de tesorería, bien sea porque, en algún caso, así se explica en el ordenamiento vigente (recuérdese el artículo 52 de la LHL en relación con las Corporaciones locales), bien sea porque la realidad económica aconseje, en los casos en que no hay obligación impuesta por el ordenamiento, esta práctica —las Comunidades Autónomas—. En el caso de éstas (y, en menor medida en el caso de algunos ayuntamientos o diputaciones provinciales) hay que advertir del riesgo que, en términos financieros, representa el ejercicio de la facultad, reconocida por la Ley de Organos Rectores de las Cajas de Ahorros, de designación de consejeros o representantes en las mencionadas entidades crediticias, en la medida en que, en alguna ocasión, ello ha propiciado la concertación de operaciones de crédito cuyas condiciones no se acomodaban a las vigentes en los mercados financieros.

Este riesgo puede y debe ir diluyéndose a medida que se avance en los procedimientos de oferta pública como forma normal de endeudamiento o, dicho en otros términos, siempre que se avance en la sustitución de los créditos singulares por Deuda general (71) emitida con las condiciones normales de mercado. La experiencia demuestra que este procedimiento —que supone la creación de circuitos privilegiados de financiación— tiene unos efectos negativos, bajo una doble óptica: por un lado, desde la solvencia de la propia entidad financiera, que advertirá la influencia directa de esos créditos en su cuenta de resultados; por otro, desde la transparencia y las condiciones de igualdad que han de presidir la actuación de los entes públicos en los mercados de capitales, puesto que los gastos financieros derivados de la financiación de las inversiones serán inferiores a los que corresponderían en una situación de libre concurrencia, lo cual provoca efectos indeseados de ilusión financiera y, dados los límites de los arts. 14 de la LOFCA y 54 de la LHL, puede distorsionar el cumplimiento de los requisitos cuantitativos que, para el endeudamiento de los entes subcentrales, exige nuestro ordenamiento.

En este sentido, una vez que el Estado ha ido

acompañando las condiciones de su endeudamiento a las condiciones de los mercados de capitales, procurándose una financiación crediticia ortodoxa, una vez que, a partir de 1994, ha desaparecido el papel distorsionante que, desde consideraciones económicas, jugaba el Banco de España en la financiación del déficit estatal, sería regresivo que las Comunidades Autónomas creasen a través de diversas técnicas (bancos públicos, coeficientes de inversión, mercados paralelos de colocación de títulos públicos, ejercicio de las competencias sobre cajas de ahorros, etc.) mecanismos distorsionantes del coste de la financiación del déficit público.

b) La emisión de Deuda pública en los mercados de capitales

Los créditos generales —o la emisión de Deuda pública en los mercados anónimos de capitales— presentan, sin embargo, como afirmábamos al comenzar este capítulo, aspectos jurídicamente más relevantes, amén de constituir, especialmente en el caso del Estado, el procedimiento normal de endeudamiento. En este sentido, la emisión de los créditos generales —o de la Deuda pública, denominación mucho más extendida— puede hacerse a través de dos mecanismos fundamentales, cada uno de los cuales puede presentar, a su vez, diversas variantes. Estos mecanismos son, por un lado, la emisión directa y, por otra, la emisión indirecta. A ambos procedimientos se refiere, indirectamente, el artículo 104.2 del TRLGP donde se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda a recurrir, para la colocación de las emisiones de valores negociables de Deuda pública, a cualquier técnica que no entrañe una desigualdad de oportunidades para los potenciales adquirentes de los mismos, señalando a continuación y a título puramente ejemplificativo, un conjunto de técnicas de colocación donde se entremezclan supuestos de emisión directa y supuestos de emisión indirecta.

En la emisión indirecta, el ente público acude, para colocar la Deuda, a una entidad financiera —o, lo que es más usual sobre todo en el caso de emisiones de una cuantía elevada, a un consorcio de entidades financieras— que adquieren, en firme, la emisión, y ulteriormente recolocan la Deuda entre los inversores particulares, es decir, enajenan los títulos o los documentos en que aquélla esté representada entre el público (72). En este procedimiento de emisión, es dable advertir dos relaciones jurídicas perfectamente diferenciadas: por un lado, la existente entre el ente prestatario y la entidad financiera que ha adquirido la totalidad de la emisión y, por otro, la existente entre ésta y los inversores particulares a quienes recoloca la Deuda pública. Frecuentemente, la concatenación entre ambas relaciones jurídicas determina una novación subjetiva del prestamista; sin embargo, puede producirse la recolocación de la Deuda pública entre los particu-

lares inversores sin que, jurídicamente, varíe la persona del prestamista, especialmente en los casos de cesión de la Deuda (73), donde la única relación del prestatario se produce con la entidad financiera que ha asumido la totalidad de la emisión y, en consecuencia, no hay una relación entre aquél y los particulares entre quienes dicha entidad ha recolocado la Deuda pública.

De la emisión indirecta, así descrita, deben deslindarse cuidadosamente aquellas técnicas o procedimientos de colocación en cuya virtud la entidad financiera actúa como mera intermediaria entre el prestatario y los suscriptores, percibiendo por dicha mediación una comisión (74); en este supuesto, la entidad financiera no actúa como agente asegurador de la Deuda pública, sino como agente coloador de la misma y, en consecuencia, las relaciones jurídicas derivadas de la emisión se producirán, exclusivamente, entre el ente público prestatario y los particulares que suscriban la Deuda, sin que esa relación material se vea alterada por la derivada del contrato de mediación. Estos supuestos son incardinables dentro de los procedimientos de emisión directa ocupando la entidad financiera una posición de mero intermediario entre el oferente y los demandantes de Deuda pública.

Por último, para concluir con el examen de los procedimientos de emisión indirecta, hay que hacer referencia a un método mixto en cuya virtud la entidad financiera actúa como intermediario entre el ente público emisor y los potenciales suscriptores, pero asumiendo el compromiso de adquirir la parte del empréstito no suscrita por los particulares; se trata de un método híbrido entre la emisión directa y la indirecta, donde cabe una disección en la posición jurídica de las entidades financieras intervenientes, ya que, por una parte, se advierte su condición de intermediarias (mediando la comisión habitual en este tipo de operaciones) y, por otra, su condición de aseguradoras de la parte no suscrita por los inversores particulares, condición esta última que lleva aparejada su consideración como prestamista del ente público emisor.

Los procedimientos de emisión indirecta generan un coste añadido para el ente emisor, puesto que a los tipos de interés ofertados habrá que añadir la remuneración satisfecha a las entidades financieras aseguradoras (75); frente a ello, la ventaja más evidente viene representada por el hecho de que el ente público emisor puede ajustar el volumen de Deuda pública a sus necesidades de financiación teniendo la certeza de que la emisión será cubierta en su totalidad, dado el papel de aseguradores que, en estos procedimientos, asumen las entidades financieras.

No obstante, los mayores costes financieros soportados mediante la colocación de la Deuda pública a través de procedimientos de emisión indirectos, así como la conveniencia de ajustar el vo-

lumen y condiciones de la Deuda a las demandas de los mercados de capitales hacen aconsejable la utilización de métodos o procedimientos de emisión directa que, bajo diversas modalidades, se van imponiendo, sobre todo en la Deuda pública estatal (76), teniendo en cuenta, además, que ello posibilita la organización de mercados secundarios, donde la mediatisación de las entidades financieras es menor que en el caso de las emisiones indirectas, que dotan a los valores públicos de la liquidez necesaria para aumentar su atractivo de cara a los potenciales inversores.

Dentro de los procedimientos directos de emisión, cabe, a su vez, distinguir entre la suscripción pública y la colocación de los valores negociables de la Deuda pública a través de la Bolsa u otro tipo de mercado organizado. A esta segunda modalidad de procedimiento directo de emisión se refiere el artículo 104.2.c) del TRLGP cuando faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para vender la emisión a lo largo de un plazo abierto, directamente en Bolsa, y, en el caso de los valores materializados en anotaciones en cuenta, en el correspondiente mercado de deuda. Así como en el caso de la colocación a través de la Bolsa cabe encontrar algunos inconvenientes que desaconsejan este mecanismo (se trata de un procedimiento lento, poco acorde cuando el emisor tiene necesidades perentorias de financiación, puede producir fluctuaciones no deseadas en los mercados, el TRLGP lo excluye para la Deuda materializada mediante anotaciones en cuenta, etc.), no sucede lo mismo en el caso de la colocación de la emisión a través del correspondiente mercado de deuda, sobre todo a la vista del progresivo perfeccionamiento de dicho mercado en España y teniendo en cuenta el proceso imparable de representación de la Deuda mediante anotaciones en cuenta, factores ambos que hacen sumamente atractivo este procedimiento de emisión.

Por otra parte, la suscripción pública supone, previa una campaña publicitaria donde se informa a los potenciales inversores de las características fundamentales de la Deuda a emitir, la colocación de los valores a través de la recepción por parte del ente emisor de las demandas de aquéllos, materializándose la suscripción, normalmente, a través de las entidades financieras que actúan como puros intermediarios entre el emisor y los suscriptores; la mediación de las entidades financieras conlleva la percepción de la correspondiente comisión, en cuanto actúan, ex art. 104.3 del TRLGP, como agentes colocadores de la emisión.

Aun cuando la suscripción pública pura debería erigirse en el procedimiento fundamental de emisión de la Deuda —en tanto en cuanto, junto con la colocación de los valores en Bolsa o en el mercado de deuda, es el que mejor asegura el principio fundamental de no entrañar una desigualdad de oportunidades para los potenciales suscriptores— y aun cuando pueda ser admisible la concatenación que

el art. 104.2.d) del TRLGP establece entre la suscripción pública y la subasta como técnica de colocación de la Deuda pública, la observación de la realidad económica española —amparada por el ordenamiento jurídico— demuestra la pervivencia de procedimientos de emisión directa restringida, en cuya virtud se facilita el acceso privilegiado a determinados inversores, normalmente entidades financieras, que son quienes en mayor medida se benefician de las condiciones ofertadas por el ente emisor (77).

c) Las técnicas de colocación de la Deuda pública; especial referencia a la subasta

Una vez descritos, de forma somera, los procedimientos de emisión de la Deuda pública, procedimientos válidos para cualesquiera de los niveles de gobierno que hemos venido considerando en capítulos anteriores, procede examinar, a continuación, las técnicas de colocación, concepto que, frecuentemente, se confunde o se entremezcla con el anterior como se observa, entre otros, en el TRLGP. Conviene, por tanto, diferenciar perfectamente entre los procedimientos de emisión y las modalidades de fijación de las condiciones del empréstito (técnicas de colocación), puesto que, como hemos señalado anteriormente, es perfectamente posible la combinación de ambos criterios, de forma que tanto la emisión directa como la indirecta pueden materializarse a través de cualesquiera de las técnicas que veremos a continuación.

En la perspectiva tradicional —que aún pervive, por ejemplo, en determinadas emisiones de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones locales—, el ente emisor fijaba, mediante la concatenación de la ley autorizante, el Decreto de creación y la subsiguiente Orden ministerial, las condiciones esenciales del empréstito, básicamente el tipo de interés y el plazo de amortización, de forma que los potenciales suscriptores conocían, de antemano, la rentabilidad de la Deuda y, en función de este y otros parámetros que inciden en la decisión de los inversores (seguridad y liquidez, básicamente), decidían suscribir o no la Deuda pública a través de cualesquiera de los procedimientos de emisión elegidos por el ente público. En el caso de éste, el sistema tradicional de fijación de las condiciones de la Deuda presentaba la ventaja de conocer, de antemano, la carga financiera que, en forma de gasto público repartido durante el plazo de amortización, le supondría la emisión ofertada.

Frente a estas ventajas —para el emisor y para los suscriptores— el inconveniente fundamental venía representado por el riesgo asumido por el ente público al fijar unilateralmente el tipo de interés, riesgo que podía tener un doble origen y una doble consecuencia. En caso de que el tipo de interés ofertado fuera superior al vigente en el mercado para productos

financieros similares, se producirían automáticamente peticiones de suscripción masivas que, amén de problemas de índole técnico que no tienen relevancia a nuestros efectos (78), provocarían una financiación ajena con un coste superior al que podría haberse pagado en los mercados financieros; como contrapartida, este *error* en la determinación del interés ofrecería la ventaja de cubrir totalmente la emisión (79).

Por el contrario, podría ocurrir que el tipo de interés ofertado por el emisor fuera inferior al vigente en los mercados financieros en el momento de apertura del plazo de suscripción, en cuyo caso, evidentemente, el efecto sería el contrario, es decir, la emisión no se cubriría, en la medida en que los inversores preferirían desviar sus ahorros hacia otro tipo de activos financieros, lo cual podría poner en peligro la política de financiación mediante endeudamiento del correspondiente ente emisor (80).

La modernización e internacionalización de la economía española, las fluctuaciones de los mercados de capitales y los riesgos que acabamos de describir hacen aconsejable prescindir de la fijación unilateral del tipo de interés por parte del prestatario trasladando dicha fijación a los propios mercados, pero conservando el ente público emisor ciertas facultades que le preserven de los riesgos que esta traslación puede suponer: básicamente, las facultades que el emisor ha de retener son las relativas a la fijación del plazo de amortización (aunque de él dependa la fijación del tipo de interés) y, sobre todo, la posibilidad de rechazar aquellas ofertas que, en aras a garantizar la mejor administración de la Deuda pública, superen la cantidad que el ente emisor está dispuesto a pagar, en forma de intereses, por la financiación ajena de sus gastos.

Las consideraciones precedentes nos abocarían a la técnica de la subasta como forma fundamental de colocación de la Deuda pública, técnica que, sin embargo, no está exenta de riesgos y de cuestiones controvertidas. Dentro de éstas, conviene destacar el juicio negativo que, desde el punto de vista del principio consagrado en el art. 135.1 de la CE, nos merece el actual ordenamiento jurídico ordinario, aun cuando consideramos —ya fue expuesto en el capítulo correspondiente, lo que nos exime de mayores comentarios— factible cohonestar las exigencias derivadas del principio de reserva de ley y el papel de ésta en la determinación de las condiciones de la Deuda pública con la práctica exigida por los mercados financieros y demandada por una utilización racional y económicamente eficiente de la política de endeudamiento público.

Por su parte, el riesgo fundamental de la técnica de la subasta viene representado por la posibilidad de que el ente emisor se vea obligado a descartar las ofertas situadas por encima del coste financiero asumible por el emisor, lo cual se traduciría en la no obtención de la totalidad de los ingresos esperados con la emisión; expresado en otros términos, la

subasta implica que el emisor ajustará la carga financiera del endeudamiento a las condiciones de los mercados, pero el beneficio que ello le procura conlleva, como contrapartida, la asunción del riesgo de no cubrir la totalidad del endeudamiento ofertado, de forma que cuanto mayor sea la necesidad de fondos y menor el margen de maniobra del ente público, menores serán, a su vez, las ventajas de la subasta en la medida en que los inversores participantes en la misma forzarán la obtención de las mejores condiciones de rentabilidad.

La subasta aparece recogida como una de las técnicas de colocación que puede emplear el Ministerio de Economía y Hacienda, conforme al art. 104.2 del TRLGP, precepto donde hay una doble referencia a dicha técnica (81). En esencia, la subasta permite al ente emisor colocar los valores negociables de la Deuda pública a aquellas personas o entidades que ofrezcan una mayor cantidad de dinero por ellos, bien sea en sentido estricto —en el caso de Deuda emitida al descuento—, bien sea en sentido amplio —en el caso de Deuda con interés explícito, donde la adjudicación se llevará en función del menor tipo de interés demandado— determinado a través de las ofertas de los inversores.

Como hemos señalado, la técnica de la subasta puede ir ligada a cualquier procedimiento de emisión de la Deuda pública y permitir una multiplicidad de combinaciones; así, en los supuestos de emisión directa, se pueden combinar peticiones competitivas —a las que pueden acudir cualesquiera clase de inversores o sólo colaboradores autorizados o, también, a las que pueden acudir cualesquiera clase de personas físicas o jurídicas, pero con una petición mínima fijada por el emisor— con peticiones no competitivas, donde los inversores suscriben los valores al tipo medio de interés resultante de la subasta previa, etcétera.

De la misma manera, en los supuestos de emisión indirecta se puede acudir al procedimiento de subasta para determinar el consorcio financiero adjudicatario de la colocación, el precio convenido para el aseguramiento de la emisión, el tipo de interés, etcétera.

La política seguida por el Estado y, en particular, por la Dirección General del Tesoro, en los últimos años, demuestra la predilección por esta técnica de colocación, tanto para las emisiones directas como para las indirectas; en este sentido, sirva como ejemplo la Orden ministerial de 20 de enero de 1993 (a la que se remite la vigente Orden de 24 de enero de 1994), en cuyo apartado 4 se fija el procedimiento de emisión para la Deuda pública creada en 1993 y enero de 1994, donde se contempla la subasta competitiva (82), la oferta pública una vez fijadas todas las condiciones de la emisión (83) y los métodos competitivos entre un número restringido de entidades autorizadas a mediar en la colocación de valores.

Como demuestra la normativa vigente, la técnica de la subasta concede ventajas a los grandes inversores, pero posibilita el acceso a la Deuda pública de los pequeños ahorradores, los cuales pueden obtener una rentabilidad levemente inferior —en el caso de los Bonos y de las Obligaciones del Estado—, sin necesidad de participar formalmente en un mecanismo complejo y de difícil acceso para el pequeño inversor; por otro lado, la existencia de un mercado de deuda pública organizado, la aparición de los fondos de inversión en valores del Tesoro público, así como la posibilidad de que las entidades financieras cedan valores de la Deuda depositados en sus carteras son factores que atenúan la dificultad de los particulares en acceder directamente a la técnica de la subasta, influyendo con sus peticiones en la rentabilidad de los valores ofertados por el Tesoro.

En el caso del endeudamiento autonómico y local —dejando de lado las operaciones de tesorería—, los procedimientos de emisión y las técnicas de colocación difieren todavía de las aplicadas por el Tesoro público, como consecuencia de una pluralidad de factores de entre los cuales podemos entresacar los siguientes: menor experiencia en los mercados anónimos de capitales, mayor apelación a las emisiones indirectas y a los créditos singulares por razones perfectamente contrastables en ambos casos (84), tendencia a la fijación unilateral por el emisor de las condiciones del endeudamiento, menor liquidez de los valores representativos de su Deuda pública, mayor peso de la Deuda a corto plazo (85), etcétera.

Se trata de factores que, progresivamente, deberían ir desapareciendo a fin de equiparar el endeudamiento de los entes subcentrales con el endeudamiento estatal, sobre todo si tenemos en cuenta que la relativa inexperiencia de aquéllos provoca un mayor coste financiero, puesto que los factores de liquidez y seguridad —frente a la Deuda del Estado— juegan todavía en su contra y, en consecuencia, provocan que su salida a los mercados se produzca a tipos de interés superiores a los que ofrecen los valores estatales.

VI. OTROS ASPECTOS DEL ORDENAMIENTO JURÍDICO DE LA DEUDA PÚBLICA

a) La utilización de las condiciones del empréstito al servicio de la política de colocación de la Deuda pública

Examinadas las técnicas de colocación usuales en los momentos actuales conviene que nos refiramos a continuación a otros aspectos de la Deuda pública que sirven para ofrecer una visión global de la instrumentación de este instituto jurídico en los momentos actuales; por razones elementales, el examen de estos aspectos se realizará, preferente-

mente, situando en el frontispicio de nuestros razonamientos la Deuda del Estado, sin perjuicio de las posibilidades de extensión de las conclusiones alcanzadas al endeudamiento de los restantes entes territoriales e institucionales.

El primero de los aspectos que vamos a examinar es la determinación de la rentabilidad producida, a los suscriptores, por la adquisición de valores de la Deuda pública, rentabilidad que viene representada, fundamentalmente pero no exclusivamente, por el tipo de interés, cualquiera que sea el método de fijación de éste. A nuestros efectos, y puesto que posteriormente dedicaremos un capítulo específico a dicha cuestión, prescindiremos de los aspectos fiscales de la Deuda pública, aun cuando, evidentemente, pueden tener un peso fundamental a la hora de determinar la rentabilidad ofrecida por el citado activo financiero y, en consecuencia, cabe advertir que el régimen tributario tiene una influencia no desdenable en el comportamiento y en la elección de los potenciales inversores.

Hecha la aclaración precedente, conviene señalar que el ente público puede, además del tipo de interés, utilizar otras condiciones del empréstito para incentivar a los inversores y, en consecuencia, para variar la rentabilidad puramente financiera de la Deuda.

Básicamente, estas condiciones que, añadidas al tipo de interés, se utilizan por los entes públicos para incentivar la colocación de la Deuda pública son el precio de emisión, el precio de amortización y, en menor medida, el plazo de pago de los intereses, elementos que condicionarán la rentabilidad financiera sobre todo en el caso de la Deuda con interés explícito. En el caso del plazo de pago de los intereses, es evidente que la decisión del emisor de satisfacer los intereses por semestre o anualmente (por citar los supuestos más usuales) determina, a igualdad de tipos de interés nominales, una mayor o menor rentabilidad financiera de la Deuda y, en este sentido, la fijación por el emisor del plazo de pago de los intereses —plazo que no constituye, jurídicamente, un elemento esencial del empréstito y que se suele fijar en la correspondiente orden ministerial— puede, si bien de forma no decisiva, condicionar la decisión del inversor (86).

En lo que atañe al precio de emisión, es decir, la cantidad de dinero que debe entregar el inversor al ente público para adquirir un valor representativo de la Deuda pública, la posibilidad de incrementar la rentabilidad de ésta —supuesta la igualdad de tipos de interés nominales— viene representada por las emisiones por debajo de la par, es decir, por aquellas emisiones en las que se permite que el suscriptor reciba el valor acreditativo mediante la entrega de una cantidad de dinero inferior a la que el emisor se compromete a reembolsar llegado el momento de la amortización; por el contrario, la rentabilidad se reducirá cuando la emisión se produce sobre la

par, es decir, cuando el inversor está obligado a entregar en el momento de la suscripción una cantidad superior a la que el ente público se compromete a reembolsar en el momento de la amortización (87).

En relación con el precio de emisión conviene señalar que el art. 104.2.a) del TRLGP faculta al Ministro de Economía y Hacienda para ceder la emisión a un precio único preestablecido, facultad que aunque, nominalmente, le habilita para proceder a cesiones bajo la par, a la par o sobre la par, generalmente se utiliza en el primero de los sentidos señalados, sobre todo en determinados procedimientos de emisión a través de entidades financieras donde la diferencia entre el precio nominal y el precio de emisión suponen la comisión que aquéllas perciben por actuar como agentes aseguradores y/o colocadores de la Deuda (88).

En el caso de la Deuda emitida al descuento, por ejemplo, las Letras del Tesoro, o con tipo de interés implícito, es evidente que habrá siempre una discordancia entre el precio de suscripción y el precio que el emisor se compromete a reembolsar al vencimiento, de manera que, formalmente, la emisión siempre se producirá por debajo de la par; sin embargo, en estos supuestos no puede hablarse de que el precio de emisión suponga un aliciente que, añadido al tipo de interés, determine la rentabilidad de la Deuda, por la sencilla razón de que, en tales casos, no existe obligación por parte del prestatario de satisfacer intereses —su única obligación es reembolsar al suscriptor el precio pactado en el correspondiente vencimiento— y, en consecuencia, la única rentabilidad para el inversor viene representada por la diferencia entre ambas magnitudes. El hecho de que dicha rentabilidad pueda expresarse en porcentajes, en las oportunas Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y se hable de tipos de interés efectivos en un lenguaje económico, no invalida la anterior afirmación (89).

La utilización del precio de amortización como mecanismo a través del cual se puede modificar la rentabilidad de la Deuda pública se instrumenta, básicamente, a través de las primas de amortización, representadas por la diferencia entre el nominal que el ente emisor consigna en el valor representativo de la Deuda y el importe realmente pagado al vencimiento de la emisión; si bien desde una perspectiva económica, podría encontrarse una cierta similitud entre las emisiones por debajo de la par y las emisiones con prima de amortización (90), desde el punto de vista jurídico es dable encontrar diferencias entre una y otra técnica, diferencias que, fundamentalmente, descansan sobre el diferente contenido de las obligaciones que el ente emisor asume en el momento de la amortización de la Deuda. No obstante, en los momentos actuales, no suele ser frecuente la utilización de primas de amortización —al menos en el caso de la Deuda del

Estado— como elemento incentivador de la suscripción y mecanismo de elevación de la rentabilidad por encima de la representada por los tipos de interés nominales y, en consecuencia, basta con la referencia somera al citado incentivo, sin necesidad de profundizar en su examen.

b) La representación de la Deuda pública; especial referencia a las anotaciones en cuenta

Otro aspecto en el que conviene detenerse es el relativo a la representación de la Deuda pública, especialmente porque en este punto se ha producido una transformación evidente —iniciada con el artículo 38 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1987 (91), seguida por la Ley del Mercado de Valores y por el TRLGP, ambos en 1988, y confirmada por los sucesivos Decretos de creación de Deuda pública y las correspondientes órdenes ministeriales por las que se dispone la emisión efectiva— dirigida a agilizar el funcionamiento de los mercados financieros y a facilitar la suscripción y la transmisión de la Deuda pública (92).

En este sentido el art. 102 del TRLGP señala que la Deuda pública podrá estar representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores o cualquier otro documento que formalmente la reconozca, trilogía que, sin embargo, no es neutral si se tiene en cuenta que el apartado 2 del citado precepto manifiesta una evidente predilección por la representación mediante el sistema de anotaciones en cuenta cuando exige la intervención de fedatario público únicamente para suscripción y transmisión de la Deuda representada por títulos-valores, siempre que así lo exija la legislación aplicable a éstos (93).

Esta predilección viene, además, corroborada por los Decretos de creación de Deuda pública, dictados al amparo del art. 101.6 del TRLGP, y por las correspondientes órdenes ministeriales de emisión, habiendo de tenerse en cuenta que, conforme al artículo 104.1 del TRLGP, se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para que establezca la representación *voluntaria o exclusiva* a través de alguna de las modalidades contempladas en el art. 102.1. En este sentido, conviene tener presente que, iniciado el sistema de anotaciones en cuenta en los Pagarés del Tesoro, se ha ido extendiendo progresivamente a todas las modalidades de Deuda del Estado negociable, como puede observarse contemplando la evolución de nuestro ordenamiento jurídico (94), donde se establece la exclusividad del sistema de representación mediante anotaciones en cuenta.

Sin ánimo de penetrar en el examen del régimen jurídico de esta forma de representación, conviene señalar que la gestión de las emisiones de Deuda

pública materializada en anotaciones en cuenta corresponde a la Central de Anotaciones en Cuenta de la Deuda pública, gestionada por el Banco de España por cuenta del Tesoro público y que los suscriptores de las emisiones de Deuda representada mediante anotaciones en cuenta son los intermediarios y entidades financieras señalados en el artículo 4 del Real Decreto 505/1987 en tanto que las restantes personas físicas y jurídicas podrán suscribir la Deuda a través de las citadas entidades gestoras.

Las ventajas que la representación de la Deuda pública mediante anotaciones en cuenta proporciona a los suscriptores no se limitan, evidentemente, a la Deuda del Estado, sino que pueden ser extensibles a cualquier ente público emisor conforme veímos anteriormente y se desprende del art. 55 de la Ley del Mercado de Valores, que, aunque referido expresamente a las Comunidades Autónomas (95), es, a nuestro juicio, igualmente referible a las Corporaciones locales, teniendo, además, en cuenta la remisión que al capítulo III de dicha Ley hace el artículo 54.1 de la LHL (96).

c) La conversión de la Deuda pública

Por último, para concluir con esta miscelánea de cuestiones referidas a la Deuda pública conviene detenernos en el examen de la conversión de la Deuda pública, entendiendo, bajo tal expresión y pese al carácter polisémico del término, cualquier modificación en alguna de las obligaciones esenciales de la Deuda pública asumidas por el ente público en el momento de la emisión. Aparentemente puede sorprender que este tema se trate dentro de los aspectos no sustantivos de la Deuda pública, sobre todo teniendo en cuenta la tradición de la doctrina jurídico-financiera (97), así como las exigencias que podrían deducirse de nuestro ordenamiento positivo. Efectivamente, en una concepción tradicional del principio de reserva de ley en materia crediticia, correspondería, de forma exclusiva, a este instrumento normativo la modificación de cualesquiera de las condiciones esenciales de la Deuda pública (98), y, por su parte, desde el lado de los suscriptores, esa necesidad podría encontrar amparo en el principio garantista —y vinculante para el legislador presupuestario— que establece el artículo 135.2 de la CE.

Ocurre, sin embargo, que esta concepción se halla ligada, de forma inexorable, con la tesis en cuya virtud la ley autorizante de la emisión ha de regular, *ex necessitate*, las condiciones esenciales de la Deuda pública —cuantía máxima del endeudamiento, tipo de interés y plazo de amortización—, ligazón que permitiría tratar completamente la intervención del Legislativo no sólo en la autorización, sino en cualquiera modificación durante la vida del

empréstito que afectase a condiciones inicialmente determinadas por aquél. En la medida en que, como hemos visto en el capítulo correspondiente, la ley de emisión se limita a determinar la cuantía máxima del endeudamiento autorizado, defiriendo la legislación ordinaria la fijación de dichas condiciones al Ministerio de Economía y Hacienda —aspecto sobre el que ya nos hemos pronunciado en el sentido de su dudosa adecuación, tal y como se plantea en nuestra legislación ordinaria, al art. 135 de la CE— juzgamos innecesario entrar a examinar los argumentos en cuya virtud debería ser una norma con rango y forma de ley quien habilitase el órgano constitucionalmente competente para emitir la Deuda pública —el Gobierno— la modificación de alguna de las condiciones esenciales de ésta. Dado el proceso imparable de flexibilización de las exigencias derivadas del principio de reserva de ley en materia crediticia, no deben extrañar las soluciones que se desprenden de nuestra legislación ordinaria, plasmadas en el TRLGP y que responden, aunque con variaciones significativas, al esquema examinado al contemplar las sucesivas fases de la emisión de Deuda pública.

En efecto, el esquema Ley de emisión-Decreto de creación de la Deuda-Orden ministerial de emisión presenta alguna quiebra en el caso de las operaciones de conversión, puesto que, según el TRLGP, no es necesaria la existencia de previa ley habilitante para operar la modificación de las condiciones que rigen las operaciones de la Deuda del Estado; en este sentido, dado el rango del TRLGP y puesto que éste contiene una habilitación explícita al Ministerio de Economía y Hacienda para concertar operaciones de conversión, podría sostenerse que dicha norma sirve para cubrir la necesidad de previa habilitación legal deducible del art. 135 de la CE, aun cuando conviene señalar que dicha habilitación, en blanco, salvo, como veremos, la referencia a la necesidad de que la conversión sea voluntaria, no cumple con las exigencias mínimas e imprescindibles deducibles del texto constitucional.

Las facultades del Ministro de Economía y Hacienda en orden a la concertación de operaciones que, con una u otra denominación, pueden asimilarse a la conversión de acuerdo con la definición que hemos ofrecido, se contemplan en los apartados 4 y 5 del art. 104 del TRLGP, preceptos que regulan competencias en principio directamente relacionadas con la Deuda pública, pero de las que se deriva, como consecuencia inexorable, una facultad presupuestaria conectada con el gasto público necesario para hacer frente a las obligaciones derivadas del ejercicio de aquéllas y que aparece contemplada en el apartado 8 del propio art. 104 del TRLGP (99).

No obstante estas facultades, en cuyo estudio entraremos a continuación, pueden ser limitadas por el Decreto de creación de la Deuda pública del

correspondiente ejercicio presupuestario, tal y como se desprende de la conexión que se establece entre los arts. 104 y 101.6 del TRLGP (100); e, incluso, podría defenderse que la ley de emisión de Deuda pública puede limitar las facultades que al Ministro de Economía y Hacienda reconocen los apartados citados del art. 104 del TRLGP y ello en base a un doble orden de consideraciones: por un lado, el rango de la norma donde se contienen —similar al de la ley de emisión— las citadas facultades y, por otro, la conexión limitativa que el mismo TRLGP establece entre sus arts. 104 y 101.2 (101).

El art. 104 del TRLGP faculta, por una parte, al Ministro de Economía y Hacienda para proceder, conforme lo dispuesto en las respectivas normas de emisión o contratación o por mutuo acuerdo con los acreedores, al reembolso anticipado y/o parcial de la Deuda pública o a la revisión de alguna de sus condiciones cuando la situación del mercado u otras circunstancias así lo aconsejen (apart. 4) y, por otra, a acordar o concertar operaciones voluntarias de amortización, conversión, prórroga, intercambio financiero y otras análogas que supongan modificación en cualesquiera de las condiciones de las operaciones que integran la Deuda del Estado (apart. 5) (102).

A la vista de los preceptos del TRLGP dedicados a la conversión, cabe hacer una valoración que relativice algunas de las afirmaciones realizadas por un sector de nuestra doctrina (103), puesto que las facultades reconocidas al Ministro de Economía y Hacienda pueden ser interpretadas en clave constitucional. En efecto, el reproche fundamental que cabría hacer a los apartados 4 y 5 del art. 104 del TRLGP vendría dado por su posible solapamiento, antes que por su presunta inconstitucionalidad; por un lado, no hay diferencia sustantiva entre la conversión (recordemos que el TRLGP parece diferenciar ésta del canje o conversión administrativa) y la revisión de alguna de las condiciones (esenciales) de la Deuda pública; por otro lado, ambos apartados se refieren a operaciones voluntarias de conversión o a la revisión, de mutuo acuerdo con los acreedores, de las condiciones de la Deuda pública, con lo que tampoco parece que exista, bajo esta perspectiva, una sustancial diferencia entre ambos, sino todo lo contrario, en el sentido de que, en los dos supuestos, se exige la aquiescencia de los suscriptores.

La única diferencia entre ambos preceptos vendría dada por la referencia del apartado 4 del artículo 104 del TRLGP al ejercicio de las facultades revisoras de las condiciones de la Deuda pública al amparo de las normas reguladoras de la emisión, pero, si bien se observa, la diferencia es puramente formal o semántica, no sustantiva, puesto que también en este supuesto es dable advertir la voluntariedad del suscriptor, referida lógicamente no al momento de la conversión, sino al momento de la suscripción de la Deuda pública, puesto que, al manifestar aquél su voluntad, asumía las cláusulas

contractuales, entre las cuales se había de encontrar, necesariamente, el reconocimiento del *ius variandi* por parte del prestatario (104); en definitiva, el nexo común de la voluntariedad permite afirmar la inexistencia de diferencias sustantivas entre las facultades que, de forma separada, se reconocen al Ministro de Economía y Hacienda en los apartados 4 y 5 del art. 104 del TRLGP.

Aun cuando no se afirme expresamente, el ejercicio de las facultades conversoras que el TRLGP reconoce a la autoridad ministerial ha de orientarse, bien a una reducción de la carga financiera de la Deuda pública (105), bien a una reestructuración en su composición, aun cuando esta última no lleve aparejada, de forma directa, una disminución de la citada carga (106), ideas ambas que laten en la redacción del art. 104.4 del TRLGP.

Con estas acotaciones —voluntariedad de la conversión y mejor administración de la Deuda pública— puede reputarse perfectamente concorde con las exigencias del texto constitucional la habilitación contenida en el art. 104 del TRLGP, teniendo en cuenta que su ejercicio no perjudica los derechos económicos de los tenedores ni lesiona los intereses del ente emisor; a estos argumentos básicos ha de unirse el hecho de que la determinación de las condiciones de la Deuda pública, como vimos en su momento, no se establecen en la ley de emisión, de ahí que afirmáramos la existencia de una evidente coherencia interna, en el esquema del TRLGP, entre los mecanismos de emisión y de conversión, si bien ésta queda limitada, como hemos visto, a la conversión voluntaria y a la modificación de las condiciones previstas en las normas de emisión por decisión unilateral del prestatario, con lo que, a contrario, la facultad del Ministro de Economía y Hacienda no se extendería a otro tipo de conversiones, sobradamente conocidas a nivel doctrinal pero dudosamente operativas en los Estados modernos (107), no sólo por condicionamientos económicos, sino también por objeciones jurídicas fundamentales (108).

Puesto que las facultades de conversión que el art. 104 del TRLGP reconoce al Ministro de Economía y Hacienda se refieren, exclusivamente, a la conversión voluntaria, no creemos que exista objeción de índole sustantiva que se oponga al ejercicio de dichas facultades, aun cuando sería de desear que en las leyes de emisión se contuviesen autorizaciones explícitas y concretas a la posibilidad de realizar operaciones de conversión en relación con la Deuda en circulación, en vez de ser el TRLGP quien contenga una habilitación genérica e indeterminada en favor del Ministro de Economía y Hacienda; en definitiva, se trataría de aplicar a la conversión las consideraciones que, de *lege ferenda*, hacíamos sobre la distribución de competencias entre el poder legislativo y el poder ejecutivo al examinar la emisión de Deuda pública.

Por su parte, la posibilidad de que las Comunidades Autónomas y las Corporaciones locales realicen conversiones voluntarias de su Deuda en circulación —respondiendo a idéntica finalidad que en el caso de la Deuda estatal— debe ser aceptada en la medida en que la facultad conversora no puede ser disociada de la facultad de emisión que, como vimos, les reconoce nuestro ordenamiento jurídico; incluso, como veíamos, algunos Estatutos de Autonomía recogen, de forma absolutamente correcta, a nuestro juicio, la necesidad de que la conversión haya de estar previamente autorizada por una ley.

En este sentido, no habría inconveniente, aun cuando *de lege ferenda* no sería deseable por idénticas razones que en el caso del Estado, que las Comunidades Autónomas, siguiendo el mismo esquema aplicable deducible del TRLGP, facultasen al Ejecutivo a través de sus leyes de Hacienda pública, es decir, a través de habilitaciones permanentes, para concertar modificaciones voluntarias en las condiciones de la Deuda, siempre que tales operaciones respondiesen a una reducción de la carga financiera y/o a una reestructuración de la Deuda en circulación (109).

Quizá la única cuestión discutible que planteen las operaciones de conversión realizadas por las Comunidades Autónomas —y las consideraciones serían extensibles a las Corporaciones locales— vendría representada por la necesidad o no de previa autorización estatal para su realización. A nuestro juicio, las operaciones de conversión realizadas por las Comunidades Autónomas no exigen la autorización estatal prevista en el art. 14.3 de la LOFCA, salvo, quizás, en aquellos supuestos en los cuales sea precisa una emisión especial de Deuda pública para plantear a los suscriptores la conversión y en aquellos otros en los cuales la Comunidad instrumente la modificación de las condiciones del empréstito a través de la sustitución de Deuda interior por operaciones de crédito concertadas en el extranjero.

En estos casos, formalmente la autorización estatal sería precisa de acuerdo con la redacción del artículo 14.3 de la LOFCA, pero, sin embargo, la decisión estatal estaría absolutamente vinculada por la inicial autorización concedida a la primitiva emisión cuyas condiciones se pretenden modificar a través de la conversión; dicho en otros términos, no sería concebible que el Estado pudiera denegar la autorización a operaciones de refinanciación de la Deuda autonómica cuando tales operaciones van destinadas a la reducción de la carga financiera o al alargamiento del plazo de amortización de la Deuda viva, en la medida en que se trataría de una intervención denegatoria no justificada —salvo en algún supuesto muy concreto— y que chocaría frontalmente con la autonomía financiera que los entes subcentrales tienen constitucionalmente reconocida (110).

VII. LA IMPOSICIÓN DIRECTA Y LA DEUDA PÚBLICA

a) Introducción

El régimen fiscal de la Deuda pública constituye uno de los instrumentos con que cuenta el ente emisor dotado de poder tributario para inducir o condicionar la decisión de suscripción de los inversores y es, además, un instrumento cuyo monopolio pertenece a los entes públicos (111), lo cual, *a priori*, les concede una posición de ventaja respecto de los restantes agentes económicos que intervienen como demandantes de fondos ajenos en los mercados financieros. La decisión de los inversores particulares se halla condicionada no sólo por la rentabilidad dimanante de los tipos de interés reales de los distintos activos financieros existentes en los mercados, sino también por el régimen fiscal de los diferentes valores, de forma que es la rentabilidad financiero-fiscal y no los tipos de interés nominales o reales el elemento que prima en este subelemento (junto con la seguridad y la liquidez) de la decisión de los inversores.

En pura teoría, la igualdad de condiciones entre suscriptores de valores públicos y privados exigiría que el régimen tributario fuera neutral para una y otra clase de activos financieros, de forma que los demandantes de estos activos se decantasen por una u otra inversión en base a consideraciones no tributarias, sobre todo porque, como hemos señalado, éstas sólo pueden ser modificadas por los emisores públicos, lo cual puede distorsionar los mercados de capitales, provocando consecuencias sobradamente estudiadas en la ciencia económica (112).

Por otra parte, desde la transparencia presupuestaria y desde la ortodoxia en la financiación de los gastos públicos, la utilización instrumental del sistema tributario al servicio de la política de endeudamiento tiene también consecuencias negativas, puesto que dificulta el conocimiento del coste del endeudamiento en la medida en que a los créditos para satisfacer el pago de intereses de la Deuda, créditos fijados en atención a los tipos de interés nominales, habrá que añadir los menores ingresos provenientes de la concesión de beneficios fiscales (exenciones, bonificaciones, etc.) y esta objeción no queda enervada por el hecho de que el art. 134.2 de la CE establezca la necesaria consignación, en los Presupuestos Generales del Estado, del importe de los beneficios fiscales que afecten a los tributos estatales; en definitiva, se crea un mecanismo de ilusión financiera en cuya virtud el coste *nominal* del endeudamiento es siempre inferior a su coste *real*.

Además, la determinación del coste real del endeudamiento —supuesta la utilización instrumental del sistema tributario al servicio de la política de Deuda pública— se complica extraordinariamente

en el caso de los entes subcentrales si se tiene en cuenta que los beneficios fiscales fundamentales se proyectan sobre tributos cuyo establecimiento y recaudación corresponde al Estado —IRPF e IS—. Expresado en términos que pueden ser tachados de simplistas, pero que suponen una primera aproximación a la realidad, el sistema tributario del Estado soportaría el menor coste del endeudamiento autonómico y local representado por la diferencia entre los tipos de interés nominales de la Deuda de los entes subcentrales y su coste financiero-fiscal en la parte en que esta diferencia corresponda a los beneficios fiscales determinantes de una menor recaudación del Estado (113).

Las razones anteriores constituyen argumentos sobrados para postular la necesaria neutralidad del sistema tributario en las decisiones de inversión de los particulares en valores de la Deuda pública; sin embargo, estos razonamientos no encuentran amparo en nuestro actual ordenamiento jurídico, el cual, pese a haber evolucionado en un sentido positivo (114), sigue conservando beneficios fiscales dirigidos a favorecer la suscripción de Deuda pública, especialmente por parte de los sujetos pasivos no residentes en territorio español.

Antes de entrar en el examen en concreto del régimen tributario aplicable a la Deuda pública conviene hacer dos matizaciones previas: por un lado, que el régimen fiscal del endeudamiento público queda sustraído del sistema constitucional de distribución de competencias en la materia o, expresado en otros términos, que la fijación del citado régimen no se subsume ni se confunde con la emisión del empréstito, lo que implica que el órgano habilitado constitucionalmente para proceder a la emisión —el Gobierno— no puede disponer de los beneficios fiscales ni de cualesquiera otros aspectos del régimen tributario de la Deuda pública en cuanto se trata de una materia reservada constitucionalmente a la ley, de acuerdo con los arts. 31.3 y 133.3 de la CE; por tanto, ni el Gobierno ni el Ministro de Economía y Hacienda pueden, en base a las facultades reconocidas en el título IV del TRLGP, regular ningún aspecto que atañe al régimen impositivo de los suscriptores, tenedores o transmitentes de valores de la Deuda pública, aspectos cuya regulación sólo puede hacerse mediante ley (115).

Por otro lado —y ésta constituye la segunda matización anunciada—, el régimen tributario de los valores de la Deuda pública ha de ser uniforme para los emitidos por los diferentes entes territoriales y, en particular, dada la mención contenida en el artículo 14.5 de la LOFCA, la Deuda pública de las Comunidades Autónomas ha de gozar de los mismos beneficios y condiciones que la Deuda pública del Estado, norma que aunque no tiene reproducción expresa en la LHL, contiene un mandato aplicable igualmente a la Deuda emitida por las Corporaciones locales, dadas las razones sustantivas que justifican este tratamiento fiscal igualitario.

Si bien es cierto que la uniformidad en el régimen tributario de la Deuda pública sentada por el artículo 14.5 de la LOFCA (116) tiene, en principio, una dimensión bidireccional, en cuanto afecta tanto al régimen tributario estatal —que no puede discriminar la Deuda autonómica— como al régimen tributario autonómico —que no puede preterir la Deuda estatal—, no es menos cierto que, dada la preeminencia estatal en los tributos donde se establecen los beneficios fiscales ligados a la Deuda pública, el mandato afecta, de forma casi exclusiva, al Estado, puesto que a él compete la normación de los impuestos básicos —IRPF, IS, IVA e ITPAJD— en cuya regulación pueden introducirse discriminaciones entre la Deuda estatal y la Deuda de los restantes entes subcentrales.

De acuerdo con esta idea, el Estado no puede utilizar instrumentalmente el sistema tributario general al servicio de la colocación preferente de los valores de la Deuda pública por él emitidos en detrimento de las operaciones de crédito concertadas por otros entes públicos, de modo que el principio incorporado al art. 14.5 de la LOFCA prohíbe el establecimiento de regímenes tributarios de la Deuda diferenciados en función de la naturaleza del ente emisor; a la vista de esta *ratio legis*, no debe extrañar que hayamos propugnado su traslación a los valores emitidos por las Corporaciones locales que, en caso contrario, quedarían en una situación de evidente inferioridad respecto de la Deuda pública estatal y autonómica.

El carácter bidireccional del precepto que venimos comentando es indudable, pero no tiene, por razón del monopolio estatal de las competencias normativas en los tributos básicos, excesivo interés en los momentos actuales desde un planteamiento inverso, salvo en el caso de los territorios históricos a los que el ordenamiento les faculta para establecer su propio sistema tributario; en este supuesto —que afecta a la Comunidad Foral de Navarra y a los territorios históricos integrantes de la Comunidad Autónoma del País Vasco—, resulta evidente que, amén de los límites derivados del régimen de convenio o de concierto, existiría una limitación adicional en cuya virtud no podrían regular un sistema tributario donde se estableciesen diferencias entre los beneficios fiscales aplicables a su propia Deuda pública y al endeudamiento estatal, límite que se cumple por la normativa tributaria de los territorios a los que hemos hecho alusión (117).

En definitiva, nuestro ordenamiento jurídico sienta, como principio general, la neutralidad del régimen fiscal respecto del endeudamiento de los distintos entes públicos, pero mantiene la posibilidad de la existencia de un régimen tributario diferenciado entre dicho endeudamiento y el de los agentes económicos privados, posibilidad que, como veremos a continuación, tiene efectiva plasmación en nuestro sistema tributario, con todas las distorsiones que esta divergencia lleva asociada.

El estudio del régimen tributario de la Deuda pública será abordado desde las distintas fases fundamentales por las que pueden atravesar, desde la perspectiva del suscriptor, los valores representativos de aquélla, a saber, suscripción, tenencia, negociación o enajenación y amortización y se proyectará sobre los impuestos directos que inciden sobre cada una de dichas fases.

Omitiremos dedicar un epígrafe específico a la suscripción puesto que ésta no lleva aparejada, en los momentos actuales, ningún beneficio tributario específico, ya que, como señalamos anteriormente, las vigentes Leyes del IRPF y del IS han abandonado el reconocimiento de deducciones en la cuota ligadas a la suscripción de Deuda pública, reconocimiento tradicional en nuestro sistema tributario hasta la primera mitad de la década de los ochenta y que, siendo una medida incentivadora del ahorro y de la inversión, presentaba serias objeciones sobre todo desde la diferenciación de tratamiento fiscal entre el ahorro canalizado hacia los activos públicos y los activos privados.

b) Los rendimientos de la Deuda pública

El régimen tributario del tenedor de valores de la Deuda pública exige, *a priori*, un tratamiento diferenciado, en función de que aquél sea un sujeto pasivo del IRPF o del IS en régimen de obligación personal o de obligación real o, de forma más correcta, que se trate de un sujeto pasivo no residente que opere en nuestro país sin mediación de establecimiento permanente. En principio, las rentas de los tenedores de valores representativos de la Deuda pública constituyen rendimientos de capital mobiliario (art. 37.uno.2 de la LIRPF) o rendimientos derivados de elementos patrimoniales no afectos a la actividad empresarial (art. 3.2.b de la LIS) y, en consecuencia, se subsumirán en el ámbito objetivo del hecho imponible del IRPF o del IS, bien se trate de rendimientos explícitos, implícitos o mixtos (118); en consecuencia, tales rendimientos tributarían en el IRPF o en el IS en función de que el perceptor fuese una persona física o una entidad sometida a gravamen por este último impuesto.

No obstante el principio general sentado sólo opera respecto de las personas físicas o entidades residentes en territorio español y para las que, no siendo residentes, operen en nuestro país a través de un establecimiento permanente, ya que, para las personas físicas o entidades no residentes que no operen en España a través de dichos establecimientos nuestro ordenamiento jurídico establece la exención de los intereses e incrementos de patrimonio derivados de la Deuda pública (119), de acuerdo con lo previsto en el art. 17.2 de la LIRPF y en el art. 23.tres.2 de la LIS (120); no obstante, la exención no opera cuando los intereses e incrementos de patrimonio derivados de la Deuda públ

ica se obtengan a través de territorios o países que tengan la consideración de paraísos fiscales, de acuerdo con lo previsto en el apartado 3 del art. 17 de la Ley 18/1991, del IRPF y con lo establecido en el apartado 3 del art. 23.tres de la LIS (121).

El régimen tributario de la Deuda pública suscrita por personas no residentes en España no constituye una novedad de la vigente Ley del IRPF, puesto que ésta no hace sino incorporar a su articulado las medidas previamente contempladas en el Decreto-Ley 5/1990, de 21 de diciembre, en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1991 y en la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes.

La exención que comentamos trata de fomentar —de forma similar a la empleada por otros países de nuestro entorno— la suscripción de Deuda pública por parte de los no residentes, política que, sin embargo, puede implicar una serie de riesgos, jurídicos en un caso y económicos en otro. Dejando de lado estos últimos (122) y centrándonos en los primeros, el riesgo fundamental deriva de la diferencia de tratamiento tributario que establece entre residentes y no residentes que, si bien no supone un atentado contra el principio de igualdad tributaria, puede, sin embargo, fomentar determinados comportamientos, sobradamente conocidos por la Administración tributaria, tendentes a deslocalizar la inversión en valores de la Deuda pública por parte de residentes (123); el otro riesgo —con menor repercusión para la recaudación tributaria, dado que los residentes tributan por la renta mundial obtenida, aunque con consecuencias para la colocación de la Deuda entre los suscriptores por obligación personal— viene dado por la similitud del beneficio fiscal que comentamos en otros sistemas tributarios, lo que puede propiciar que una parte del ahorro nacional se desplace a inversiones en títulos de renta fija emitidos por Estados extranjeros, sobre todo aquellos cuyo ordenamiento concede a la inversión de los no residentes en valores de la Deuda pública beneficios similares a los establecidos por el sistema tributario español.

Este riesgo se ha visto, además, acrecentado como consecuencia de la progresiva y necesaria liberalización de los movimientos de capitales, impuesta por nuestra pertenencia a la CEE, y plasmada en el Real Decreto 1.816/1991, de 20 de diciembre (124).

La claridad de la exención se ve, sin embargo, complicada innecesariamente por el mecanismo de retenciones establecido para los rendimientos de la Deuda pública suscrita por no residentes; en principio, si los rendimientos del citado activo financiero están exentos no deberán, *de lege ferenda*, ser objeto de retención, puesto que esta obligación tributaria no principal constituye un mecanismo de garantía y anticipación del tributo y si no hay gravamen es difícil encontrar justificación material para la

retención (125), aun cuando formalmente no plantea objeciones, ya que ontológicamente las rentas exentas han de ser, para que el efecto de enervar el nacimiento de la obligación tributaria pueda ser cumplido por la norma de exención, rentas sujetas (126).

La solución que se desprende de nuestro ordenamiento no es, sin embargo, la lógica y material, sino la formal, puesto que los rendimientos —exentos, conforme el art. 17.2 de la LIRPF y el art. 23.tres de la LIS— de la Deuda con rendimiento explícito suscrita por personas o entidades no residentes están sometidos a retención-devolución, de acuerdo con lo establecido en el Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto, donde se establece ese peculiar mecanismo, cuya única función parece ser la de controlar la efectividad de la exención, obtener información con trascendencia tributaria que puede ser demandada por otros países de la CEE (127) y prevenir uno de los riesgos que, como veíamos anteriormente, generaba la redacción de la LIRPF y de la LIS.

El Real Decreto citado parte de la idea —ínsita desde la Ley de Activos Financieros y corroborada por la legislación del IRPF— de que todos los rendimientos de la Deuda del Estado (128), cualquiera que sea su perceptor, están sometidos a retención y, en consecuencia, teniendo en cuenta la exención que establecen la LIRPF y las LIS, señala que la Dirección General del Tesoro, por mediación del Banco de España, devolverá de oficio las retenciones que se les hubiesen practicado sobre rendimientos procedentes de la Deuda del Estado anotada (en concreto, los bonos y obligaciones del Estado) a las personas físicas y jurídicas no residentes que no operen en España a través de un establecimiento permanente.

Aun cuando, materialmente, seguimos sosteniendo la incongruencia de la norma reglamentaria —si bien formalmente el art. 98.1 de la LIRPF establece la obligación de retención sobre las *rentas sujetas* y, por tanto, permite la solución reglamentaria—, no queremos incidir en el examen del Decreto de 2 de agosto, cuya filosofía general ha quedado descrita, sino pasar al examen del RIRPF, en cuyo artículo 43.dos.c) se establece que no existe obligación de practicar retención sobre los rendimientos de los Pagarés del Tesoro (mención que carece en los momentos actuales de relevancia práctica) y de los valores emitidos por el Tesoro, norma que tiene su origen próximo en el art. 11.2 del Decreto 505/1987, de 3 de abril (129) y su causa última en el art. 8.1.a) de la Ley de Activos Financieros.

Conjugando los Decretos de agosto y diciembre de 1991 (RIRPF) parece desprenderse que el mecanismo de retención-devolución opera *exclusivamente* sobre la Deuda del Estado, pero que los rendimientos de los valores emitidos por el Tesoro no están sujetos a retención, cualquiera que sea su perceptor y, en lo que ahora nos interesa, cuando

se trate de una persona o entidad no residente. Esta conclusión descansa sobre una base incorrecta y revela, una vez más, la defectuosa técnica jurídica utilizada por nuestro legislador y ello por un doble orden de razones: por un lado, porque, como hemos visto en el capítulo correspondiente, *no existe Deuda emitida por el Tesoro*, de tal manera que, difícilmente, el Reglamento del IRPF puede revivir una distinción, inicialmente contemplada en la LGP de 1977, pero que ha desaparecido desde el vigente TRLGP de 1988; una interpretación del artículo 43.dos.c) del RIRPF que sea congruente con el ordenamiento financiero nos lleva a afirmar que el precepto carece de aplicación, puesto que no existen Pagarés del Tesoro ni valores emitidos por el Tesoro, ya que las Letras del Tesoro (activos con rendimiento implícito) que es la modalidad a la que quiere referirse el Reglamento no son emitidas por el Tesoro y, desde luego, se integran dentro de la Deuda del Estado (130).

Por otro lado, porque la excepción a la obligación de practicar retención descansa en nuestro ordenamiento —desde la Ley de Activos Financieros— sobre la base de que se trate de valores que, además de generar rendimientos implícitos, se emitan como instrumento regulador de intervención en los mercados monetarios y, a partir del 1 de enero de 1994, dicha posibilidad no se contempla explícitamente, para la Deuda del Estado (única posible de emitir, puesto que no existe la Deuda del Tesoro), como consecuencia de la modificación operada por el art. 51 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado, en el art. 101.9 del TRLGP (131).

Una última consideración —igualmente crítica con el Decreto de 2 de agosto de 1991— viene dada por el hecho de que la citada norma reglamentaria proyecta el régimen jurídico de la retención-devolución sobre la Deuda del Estado, pareciendo olvidar las exigencias derivadas del art. 14.5 de la LOFCA y la extensión del principio de uniformidad en el tratamiento tributario de la Deuda pública a la emitida por los diferentes entes territoriales e institucionales (132); en este sentido, entendemos que la filosofía del Decreto de 2 de agosto de 1991 es extensible a la Deuda emitida por cualesquier entes públicos, siempre que los rendimientos se encuentren sujetos a retención (133).

En resumen, prescindiendo de críticas acerbas a la lamentable técnica utilizada por el legislador español, consideramos que una interpretación sistemática —aunque haya que forzar, en ocasiones, la dogmática jurídica— de la normativa vigente conduce a señalar que sólo están sujetos a retención los intereses de la Deuda con rendimiento explícito obtenidos por personas no residentes que operan en España sin mediación de establecimiento permanente, mientras que las rentas derivadas de la Deuda con rendimiento implícito (Letras del Tesoro) percibidas por los citados no residentes no están sujetas a retención, y en consecuencia, no

es aplicable a dichas rentas el régimen de devolución de las retenciones previsto en el Real Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto, todo ello sin perjuicio de las dudas que cabe plantear respecto de la pervivencia de la exención de la obligación de retener sobre los rendimientos de los activos financieros con rendimiento implícito emitidos por el Estado, tras la modificación, a partir del 1 de enero de 1994, del TRLGP.

Las dudas suscitadas son más formales que materiales y derivan de la defectuosa técnica legislativa utilizada por nuestro legislador tributario. En este sentido, conviene precisar que la modificación del TRLGP, vigente a partir de 1994, no supone que la Deuda pública no pueda ser utilizada al servicio de la política monetaria, sino que dicha finalidad no aparece explícitamente contemplada en nuestro ordenamiento; como, por otra parte, desde la Ley de Activos Financieros, el legislador tributario se ha referido siempre a esa finalidad de la Deuda pública de cara a establecer la exención de la obligación de retención —lo que suponía integrar la norma tributaria con la norma crediticia o, para ser más precisos, que la interpretación del precepto tributario había de partir de su relación con el TRLGP—, el problema surge cuando la integración entre ambas normas no es posible porque la modificación del TRLGP deja sin referencia válida al legislador tributario, planteando un conjunto de problemas interpretativos que podrían haber sido fácilmente enervados a través de una técnica jurídica más depurada. A nuestro juicio, una posible solución pasaría por la modificación de la legislación tributaria, que debería adaptarse a las modificaciones introducidas por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994 en el TRLGP de 1988, de forma que se disipasen las dudas que, desde una interpretación sistemática del ordenamiento jurídico, pueden suscitarse.

Dejando de lado el régimen tributario de los rendimientos derivados de la Deuda pública obtenidos por las personas o entidades no residentes (complicado innecesariamente por nuestro legislador a través del uso de una técnica jurídica deplorable) y centrándonos en el examen del régimen aplicable a las personas físicas o entidades jurídicas residentes (o no residentes que, sin embargo, operen en nuestro país a través de un establecimiento permanente), cabe recordar que, en el caso de las personas físicas y conforme señala el art. 37 de la Ley 18/1991, tales rendimientos tienen la consideración de renta estando, en consecuencia, sujetos a gravamen; en el caso de las personas y entidades jurídicas, la sujeción se desprende del art. 12 de la LIS.

La renta sometida a gravamen —y, en el caso del IRPF, su régimen jurídico básico— aparece íntimamente conectada con la forma de determinación de los rendimientos, siendo necesario diferenciar entre la Deuda con rendimiento explícito y la Deuda con

rendimiento implícito. En el primer caso, el rendimiento sujeto a gravamen está constituido por el importe de los intereses que el emisor se compromete a abonar a los tenedores de los valores representativos de la Deuda pública, de acuerdo con las normas reguladoras de la emisión; además, dichos rendimientos están sujetos a retención, de conformidad con lo previsto en el art. 32 de la LIS y en el artículo 43.uno.b) del RIRPF (134).

En la Deuda pública con rendimiento implícito, las Letras del Tesoro, el importe sometido a gravamen viene constituido por la diferencia entre el importe satisfecho por el suscriptor en la emisión o primera colocación de la Deuda y el importe comprometido a reembolsar al vencimiento por parte del ente público emisor, tributando, en el caso del IRPF, como rendimiento del capital mobiliario, conforme lo dispuesto en el art. 37.uno.2.a) de la LIRPF. La forma en que estos rendimientos de capital mobiliario se integran en la base imponible viene determinada por la Ley 14/1985, de 19 de mayo, de Activos Financieros, a la que se remite expresamente el artículo 37 de la LIRPF, habiendo de tener en cuenta que, en virtud del art. 1.3 de la Ley de 1985 no se computarán los rendimientos negativos (135).

La conceptualización de estos rendimientos de las Letras del Tesoro como derivados del capital mobiliario no supone, sin embargo, su sometimiento a retención, tal y como se desprende del art. 43.2.c) del RIRPF y de la Ley de Activos Financieros.

Aparte de los supuestos de tenencia de la Deuda pública por parte de personas físicas residentes, suele ser frecuente la inversión en los activos representativos de aquélla a través de productos y operaciones financieras sobradamente conocidas (cuentas financieras, cesiones de Deuda con pacto de recompra, etc.), que pueden plantear cuestiones tributarias de cierto interés. En este sentido, hay que señalar que los contratos de cuentas financieras (136) —si están basados en los rendimientos de Letras del Tesoro— están sujetos a la retención establecida en nuestro ordenamiento (es decir, el 25 por 100), y, en consecuencia, no es de aplicación a las mismas la previsión de la Ley de Activos Financieros y del RIRPF en relación con los rendimientos de las Letras del Tesoro (137).

Del mismo modo, quedan sujetos a retención los rendimientos derivados de la transmisión, cesión o transferencia, total o parcial, de activos financieros con rendimiento implícito —Letras del Tesoro— cuando aquéllos se abonen por una entidad financiera que sea la titular de dichos activos financieros (138).

Por el contrario, en el caso de que las operaciones financieras descritas descansen, de forma exclusiva, sobre activos con rendimiento explícito —Bonos y Obligaciones del Estado—, la doctrina administrativa de la Dirección General de Tributos establece su consideración como incrementos o

disminuciones de patrimonio (139), y, en consecuencia, las rentas obtenidas por el titular de las cuentas financieras no están sujetas a retención (140).

En el caso de las sociedades y demás entidades residentes en España sujetas al IS, la aplicación de la Ley de Activos Financieros hace que el régimen fiscal aplicable sea, *mutatis mutandi*, similar al descrito en el caso del IRPF, si bien la renta obtenida como consecuencia de la tenencia de valores de la Deuda pública habrá de calificarse como un rendimiento derivado de elementos patrimoniales no afectos a la actividad empresarial, rendimientos de capital o ingresos financieros, puesto que, de forma específica, la LIS no contempla la categoría de rendimientos de capital mobiliario (141).

c) La transmisión de los valores de la Deuda pública

La última fase que vamos a contemplar en el examen del régimen fiscal de la Deuda pública en el ámbito de la imposición directa viene constituida por la transmisión de los valores representativos de la misma antes de su vencimiento o amortización; en este caso, conviene diferenciar, al igual que en el caso de los rendimientos, según que el transmitente sea una persona o entidad residente o no residente (siempre que no actúe en España a través de establecimiento permanente).

Conviene tener presente, antes de entrar en el examen diferenciado de ambos supuestos, que, conforme a la filosofía de la LIRPF —que hunde sus raíces en la Ley 14/1985, de Activos Financieros—, las transmisiones de activos con rendimiento implícito producen rendimientos de capital mobiliario, mientras que los incrementos o disminuciones de patrimonio sólo pueden generarse como consecuencia de la transmisión de valores de la Deuda pública con rendimiento explícito (142), criterio general que, como veremos, cuenta con una excepción, contemplada en la Disposición Adicional 15.^a de la LIRPF, y cuya finalidad es evitar determinados comportamientos elusivos de los contribuyentes sujetos al régimen de obligación personal.

En el caso de que la enajenación o transmisión se efectúe por una persona o entidad no residente que no opere en España a través de establecimiento permanente, el incremento de patrimonio (si se trata de Deuda con rendimiento explícito) o el rendimiento de capital obtenido (si se trata de Deuda con rendimiento implícito) estará exento conforme al artículo 17.2 de la LIRPF y el art. 23.tres.2 de la LIS; esta tesis puede chocar, al menos formalmente, con la defectuosa redacción de los preceptos citados —sobre todo en lo que atañe al IRPF— en el caso de la transmisión de Letras del Tesoro, puesto que aquí no hay un *interés* en sentido técnico-jurídico, sino un rendimiento del capital mobiliario, de acuer-

do con lo dispuesto en el art. 37 de la propia LIRPF (143).

Aun cuando, evidentemente, cabe desdeñar la consecuencia deducible de tal interpretación —que llevaría a la sujeción de dichos rendimientos, o para ser más correcto, a la no aplicación de la exención, lo cual chocaría con la *ratio legis* del precepto que comentamos—, ha sido traída a colación para ilustrar los resultados a que puede conducir la alarmante y creciente falta de técnica jurídica de la que, en muchas ocasiones, hace gala el legislador tributario y que se manifiesta no sólo en la elección de conceptos inadecuados, sino también en la errónea creencia de que las instituciones jurídicas son susceptibles de modificaciones —dogmáticamente trascendentales— operadas por la sola voluntad del titular de la potestad legislativa (144).

Mayores complejidades tiene el régimen tributario de las plusvalías (o minusvalías, ya que, al menos en sede teórica, dicha posibilidad existe en las transmisiones de valores representativos de la Deuda pública, salvo en el caso de los activos con rendimiento implícito, con la única excepción de las entidades financieras), realizadas antes de la amortización de valores representativos de la Deuda pública cuyos titulares sean personas o entidades residentes, o no residentes que, sin embargo, operen en España a través de establecimiento permanente.

En este caso, conviene diferenciar según que los citados valores generen un rendimiento explícito o implícito, porque, como veíamos anteriormente, esta diferenciación es clave para tipificar la plusvalía o minusvalía como un rendimiento del capital mobiliario o como un incremento o disminución de patrimonio.

En el caso de transmisiones de valores de la Deuda pública con rendimiento explícito (Bonos y Obligaciones del Estado y figuras donde la determinación del interés sea análoga, en el caso de los valores emitidos por otros entes públicos distintos del Estado), el resultado positivo o negativo obtenido por la persona física transmitente generará un incremento o una disminución de patrimonio sometido a gravamen de acuerdo con el régimen establecido en los arts. 44 a 51 de la LIRPF; esta conceptualización tiene una importancia trascendental, entre otras razones porque permite al contribuyente la exención del gravamen de los incrementos de patrimonio puestos de manifiesto como consecuencia de transmisiones onerosas siempre que el importe global de éstas durante el año no supere las 500.000 pesetas (art. 44.1 de la Ley 18/1991) (145), así como acogerse a los porcentajes de reducción de los incrementos patrimoniales establecidos en el art. 45.2 de la LIRPF.

Además, la sujeción al régimen tributario de los incrementos y disminuciones de patrimonio implica la consideración de tales rentas (si la transmisión se

produce habiendo transcurrido más de un año de la adquisición del valor representativo de la Deuda) como renta irregular —art. 59.1.a) de la LIRPF— y su integración en la base liquidable irregular, lo que conlleva que el gravamen del incremento de patrimonio se realizará conforme las reglas del art. 75 de la LIRPF, obviando la aplicación de la escala general contenida en el artículo anterior de la citada norma.

El incremento o disminución de patrimonio en la Deuda con rendimiento explícito —en el caso de transmisiones onerosas— vendrá representado por la diferencia entre el valor de adquisición (incrementado, en su caso, por los gastos que acompañaron a ésta) y el valor de transmisión (minorado, en su caso, por los gastos satisfechos por el transmitente); dado que, normalmente, la transmisión se verificará a través de los mercados secundarios de valores, la cuantificación de ambas magnitudes no ofrecerá dificultad alguna.

En los supuestos de transmisiones lucrativas, el valor de adquisición se determinará de igual manera que en el supuesto anterior, en tanto que el valor de enajenación estará constituido por el valor atribuido a los valores de la Deuda pública a efectos del Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.

El régimen tributario descrito para las operaciones de transmisión de Deuda pública con rendimiento explícito efectuadas por personas residentes es aplicable a los supuestos de conversión de valores representativos de esta clase de Deuda: en estos casos, y de acuerdo con el art. 48.1.f) de la LIRPF, el incremento o disminución de patrimonio vendrá representado por la diferencia entre el valor de adquisición y el valor de conversión determinado por el nominal de los nuevos valores representativos de la Deuda que sustituyen a la convertida.

En el caso de personas y entidades jurídicas, la transmisión —incluyendo las operaciones de conversión— de valores de la Deuda pública con rendimiento explícito genera igualmente incrementos o disminuciones de patrimonio —cuya cuantificación se realizará de acuerdo con las reglas específicas de este tributo, que son similares a las descritas en el IRPF, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 15 de la LIS—; no obstante, las similitudes con el IRPF empiezan y acaban en la denominación de la renta obtenida como consecuencia de la transmisión de los citados activos, ya que, prescindiendo de la identidad semántica, existen profundas diferencias que, a nuestro juicio, hacen más gravosa la tributación de las citadas rentas en el caso de que la enajenación se efectúe por personas o entidades sometidas al IS.

Tres datos bastan para cimentar este juicio, datos que descansan en consideraciones comparativas con la tributación en el IRPF: en primer lugar, no existen mínimos exentos para las enajenaciones de pequeña cuantía realizadas durante el período

impositivo por las personas y entidades sometidas al IS; en segundo lugar, no se aplican coeficientes reductores en función del plazo de tenencia de los valores en poder de la entidad, lo que puede conducir al gravamen de plusvalías nominales y, por último, los incrementos y disminuciones de patrimonio en el IS tributan al tipo general del 35 por 100, frente al régimen especial que, en materia de tipos de gravamen, existe en el IRPF.

La regla general en cuya virtud las transmisiones de valores de la Deuda del Estado con rendimiento explícito realizadas por personas o entidades residentes generan, exclusivamente, incrementos o disminuciones de patrimonio y que, por tanto, la renta obtenida no puede ser calificada como rendimiento del capital mobiliario cuenta, sin embargo, con una excepción, tanto para el IRPF como para el IS, prevista en la Disposición Adicional 15.^a de la LIRPF (146) y cuya finalidad es la de prevenir posibles conductas fraudulentas articuladas a través de las operaciones denominadas en la jerga financiera como *lavado de cupón*, que son aquellas que se instrumentan mediante la transmisión de valores de la Deuda pública por parte de personas o entidades residentes a personas o entidades no residentes de las contempladas en el art. 17.2 de la propia Ley 18/1991 y en el art. 23 de la LIS.

En estos supuestos, la persona o entidad residente que transmite la Deuda con rendimiento explícito (Bono u Obligación del Estado) obtiene en cualquier caso —es decir, independientemente de que la transmisión le haya generado una plusvalía o una minusvalía— un rendimiento de capital mobiliario igual a la parte del precio de venta que corresponda a los intereses vencidos hasta ese momento, siempre y cuando la citada transmisión se haya verificado dentro de los treinta días anteriores al vencimiento del cupón (147); este rendimiento está, además, sujeto a la correspondiente retención a cuenta que le será practicada por la Entidad Gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones que intervenga en la transmisión.

En el caso de la Deuda pública con rendimiento implícito, la transmisión de los valores representativos de la misma por parte de personas o entidades residentes genera rendimientos del capital mobiliario, de conformidad con la previsión del art. 1 de la Ley de Activos Financieros y del art. 37.uno.2.a) de la LIRPF. Aun cuando aquí resulte difícil disociar la rentabilidad ligada a la tenencia y la rentabilidad dinamante de la enajenación, ya que en estos supuestos resulta complicado identificar jurídicamente el concepto de interés, consideramos subsunable en este régimen el supuesto que se produce cuando la permanencia del activo financiero —por ejemplo, la Letra del Tesoro— en la cartera del inversor es inferior al período de vigencia de aquél, es decir, cuando se produce la enajenación antes de la amortización del citado activo.

En estos supuestos, habrá que computar como rendimiento del capital la diferencia *positiva* (por tanto, no cabe considerar las pérdidas o minusvalías que pudiera haber sufrido el inversor en la transmisión de este tipo de activos financieros) resultante de la comparación entre el valor de adquisición o suscripción y el valor de enajenación, amortización o reembolso (148).

Dada la consideración de las rentas en cuestión como rendimientos del capital mobiliario, desaparecen las diferencias sustantivas en el tratamiento tributario de las mismas según que el perceptor sea una persona física o una entidad sujeta al IS (por tanto, no ha lugar a la aplicación de coeficientes correctores y tampoco los rendimientos producidos pueden merecer la consideración de renta irregular en el IRPF), amén de las que se desprenden de los diferentes tipos de gravamen existentes en cada uno de los tributos correspondientes. No obstante, conviene advertir —como viene siendo habitual, dado el defectuoso proceso de integración entre los impuestos que gravan la renta de las personas físicas y de las personas jurídicas en nuestro sistema tributario—, alguna disimilitud entre ambos tributos como, por ejemplo, la reducción fija que, para la determinación de los rendimientos netos del capital mobiliario, establece el art. 39.3 de la LIRPF y que no es aplicable a las personas y entidades sujetas al IS.

Por último, hay que advertir otra diferencia trascendente que afecta únicamente a los sujetos pasivos gravados por el IS y que aparece contemplada en el art. 12.1 del Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre, en cuya virtud cabe la integración de rendimientos *negativos* implícitos de capital en el caso de las entidades financieras, únicas sujetos pasivos a quienes no es de aplicación la norma general contemplada en el art. 1.3 de la Ley de Activos Financieros.

NOTAS

(1) Durante muchos años el trabajo fundamental en la materia fue el de FERREIRO LAPATZA, J. J. («Análisis jurídico de la Deuda pública», en *Revista de Administración Pública*, IEP, núm. 53, Madrid, 1967); tras casi veinte años, aparece el capítulo dedicado al Derecho de la Deuda pública en SAINZ DE BUJANDA, F. (*Sistema de Derecho financiero*, tomo I, volumen segundo, Servicio de Publicaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1985, págs. 296 y ss.).

(2) El estudio más profundo sobre la citada influencia es el de SAINZ DE BUJANDA, F. (*op. cit.*); evidentemente, existen otros tratadistas que se han ocupado del tema, pero, a nuestro juicio, no han llegado a las dosis de convicción que se infieren del autor citado.

(3) Como señalan MARTÍN QUERALT, J., y LOZANO SERRANO, C. (*Curso de Derecho Financiero y Tributario*, Ed. Tecnos, 3.^a ed., Madrid, 1992, página 76), «préstamo no puede equipararse aquí al concepto jurídico positivo de préstamo civil o mercantil o al contrato de mutuo. Dadas las diversas manifestaciones que puede reunir la utilización del crédito por un ente público para obtener ingresos, préstamo debe entenderse como una figura general, que abarca todo ingreso público que genere en el ente público que lo obtiene la obligación de devolver la cantidad ingresada».

(4) Véase la acepción del vocablo en el *Diccionario de la Lengua Española*, XXI edición, Ed. Espasa-Calpe, Madrid, 1992, tomo II, pág. 1.662.

(5) En este concepto general y previo no quedaría incluida la Deuda perpetua, cuya utilización en la Hacienda de finales del siglo xx es irrelevante en los Estados desarrollados.

(6) Véase en la doctrina española, por todos, la posición de FERREIRO LAPATZA, J. J. (*op. cit.*, pág. 141); al igual que ocurre con la Deuda perpetua, los empréstitos forzados carecen de importancia en los Estados modernos y, en consecuencia, no tiene sentido que entremos en su examen y en las razones fundadas que abonan su adscripción al tributo y no a la Deuda pública.

(7) El carácter anfibológico de la Deuda pública —especialmente su utilización al servicio de la política monetaria— se ha visto notablemente recortado a partir de la nueva redacción del art. 101.9 del TRLGP (vid. art. 51 de la Ley de Presupuestos para 1994), donde se señala que la finalidad de la Deuda pública es financiar gastos públicos y constituir posiciones activas de tesorería; frente a la redacción inicial (1988) han desaparecido las referencias a las necesidades de política monetaria como uno de los destinos del producto de la Deuda pública.

(8) El art. 104.1 del Tratado de la CEE (nueva redacción dada por el Tratado de la Unión) señala que «queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo *bancos centrales nacionales*, en favor de instituciones u organismos comunitarios, gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el BCE o por los bancos centrales nacionales».

La única excepción a esta regla (cfr. apartado 2) se refiere a las entidades de crédito públicas.

(9) La nueva redacción del art. 101.3 del TRLGP prohíbe la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco de España al Estado y al resto de los entes públicos señalados en el art. 104 del Tratado de la CEE, en tanto que la nueva redacción del artículo 118.1 del TRLGP explica que las cuentas de tesorería del Estado en el Banco de España se encuentran sometidas a la limitación del artículo 101.3.

De igual manera, el art. 51 de la LPGE para 1994 suprime la letra e) del artículo 104.2 del TRLGP que facultaba al Ministro de Economía y Hacienda para ceder la totalidad o parte de una emisión de Deuda al Banco de España, a un precio convenido, con destino al mantenimiento en la cartera del banco emisor o a su negociación por éste.

Por último, la nueva redacción del art. 101.4 del TRLGP ordena la deducción del saldo de las posiciones activas de tesorería mantenidas por el Tesoro en el Banco de España o en otras instituciones financieras a la hora de calcular el saldo vivo de la Deuda pública del Estado y su variación durante cada ejercicio presupuestario; conviene retener esta norma porque nos será de utilidad a la hora de estudiar la autorización para la apelación al crédito impuesta por el art. 135.1 de la CE.

(10) Técnicamente, el producto de las operaciones de crédito constituye un ingreso de la Comunidad Autónoma, mientras que el recurso financiero sería la Deuda pública autonómica.

(11) Vid. MARTÍN QUERALT, J. («La institucionalización de la Hacienda pública en los Estatutos de Autonomía», en *Hacienda Pública Española*, IEF, Madrid, núm. 59, 1979, pág. 155).

(12) Sobre dicho fundamento, recogiendo las distintas opiniones doctrinales, puede consultarse HUCHA CELADOR, F. de la (*Ordenación constitucional de la Deuda pública estatal*, tesis doctoral inédita, Madrid, 1985, páginas 115 y ss.).

(13) Sobre el contenido y alcance de este principio, así como las derivaciones que del mismo se desprenden de cara a la determinación del principio de reserva de ley en materia crediticia, vid. HUCHA CELADOR, F. de la (*El principio de inclusión presupuestaria automática: acotaciones al artículo 135.2 de la Constitución*», en *Civitas*, REDF, núm. 63, Madrid, 1989, págs. 347-361).

(14) El carácter relativo del principio de reserva de ley en materia crediticia ha sido defendido, entre otros, por MARTÍN QUERALT, J., y LOZANO SERRANO, C. (*op. cit.*, pág. 79).

(15) Cfr., siguiendo la tónica de los ejercicios precedentes, el art. 46 de la LPGE para 1994, donde la autorización únicamente queda limitada por el hecho de que el saldo vivo de la Deuda, a finales de año, no supere el correspondiente al 1 de enero en la cantidad que fija la Ley de Presupuestos.

(16) En efecto, el Decreto 3/1994 no contiene sino un conjunto de normas habilitantes en favor del Ministro de Economía y Hacienda que goza de amplísimas potestades en orden a la emisión de Deuda pública. Los arts. 1, 2 y 3 son un conjunto de declaraciones generales que no permiten determinar cuál será la política concreta de Deuda pública en el año 1994, en la medida en que únicamente señalan las posibilidades que asisten al

Ministro de Economía y Hacienda, sin imponerle, más que de forma indirecta, ningún límite imperativo, salvo, lógicamente, el que deriva del art. 46 de la LPGE para 1994.

En desarrollo del citado Decreto, vid. la Orden ministerial de 24 de enero de 1994 que, con ligeras modificaciones, reproduce lo dispuesto en la Orden de 20 de enero de 1993, determinando una política continuista en la emisión de Deuda pública para el ejercicio actual.

(17) La experiencia de los mercados de Deuda pública desde el verano de 1992 hasta los momentos actuales es expresiva de la tendencia a que venimos refiriéndonos, y que tiene una doble manifestación: por un lado, una reducción significativa en los tipos de interés y un alargamiento de los plazos de amortización; por otro lado, se han producido bruscas oscilaciones en las emisiones de 1992 y de 1993 que no han hecho sino acomodarse a las tendencias bajistas, con algún sobresalto, de los mercados financieros; en esta situación, el Estado hubiese pagado un sobreprecio apreciable de haberse fijado en la Ley de Presupuestos el tipo de interés de la Deuda.

(18) Cfr. art. 50 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

(19) En los momentos actuales, la información prevista en la Ley de Presupuestos difícilmente puede ser sometida a un enjuiciamiento completo por parte de las Cámaras, ya que éstas no fijan, en la mencionada ley, ningún elemento esencial de la Deuda pública; expresado en otros términos, sólo en el caso que la información suministrada permitiese demostrar que se ha sobrepasado el volumen de endeudamiento autorizado cabría la adopción de medidas parlamentarias trascendentales.

(20) La competencia del Consejo de Gobierno u órgano similar aparece claramente resaltada en los Estatutos de Cataluña, Asturias, Cantabria, Murcia, Navarra, Valencia y Extremadura, normas que discriben entre la competencia del órgano ejecutivo y la necesidad de previa autorización del legislativo.

(21) Cfr. FERREIRO LAPATZA, J. J., *La Hacienda de las Comunidades Autónomas en los diecisiete Estatutos de Autonomía*, Generalitat de Catalunya, Barcelona, 1985, pág. 205, a quien hemos seguido en este estudio comparativo.

(22) A la misma conclusión llega FERREIRO LAPATZA, J. J. (*op. ult. cit.*), pero a través de la combinación entre el art. 17 de la LOFCA y el art. 135 de la CE; por nuestra parte, y aunque el resultado sea el mismo, creemos más correcta la postura sostenida en el texto, obviando el papel de la LOFCA como intermediaria entre la Constitución y los Estatutos en aquellos supuestos en que se trate de aplicar principios generales del ordenamiento.

(23) Cfr., por todas, STC 179/1985, de 19 de diciembre, en cuyo FJ 3.^o se señala que «el artículo 142 de la Constitución no establece una lista cerrada de posibles recursos de dichas Haciendas, sino que se limita a disponer que estarán constituidos fundamentalmente por tributos propios y participación en los del Estado y de las Comunidades Autónomas, sin excluir otras posibles fuentes de financiación».

(24) Entre otros, los arts. 133, 149.1.14.^o y 149.1.18.^o de la CE (cfr. Exposición de Motivos y art. 1 de la Ley 39/1988, de 28 de diciembre, de Haciendas locales); evidentemente, en materia de Deuda pública el primero y el tercero de los preceptos citados carecen de virtualidad para justificar el título competencial del Estado, en cuanto se proyectarian sobre la materia tributaria; en el caso del art. 149.1.14.^o, la habilitación en favor del Estado derivaría de su competencia sobre la Hacienda general y, sobre todo, de la interpretación que de este concepto ha realizado el TC (cfr. las sentencias 179/1985, de 19 de diciembre; 14/1986, de 31 de enero, y, tangencialmente, 181/1988, de 13 de octubre, entre otras).

(25) De forma esquemática —en cuanto habría que introducir algunos matices— puede afirmarse que la LOFCA no reconoce a las Comunidades Autónomas la posibilidad de emitir Deuda pública e, incluso, tampoco sus correspondientes Estatutos, sino que dicha posibilidad viene directamente reconocida por la CE, mientras que en el caso de las Corporaciones locales, la emisión de Deuda pública se debe, exclusivamente, a la Ley de Haciendas Locales, es decir, a una norma estatal, que no se hallaría, en este punto, limitada por precepto constitucional alguno.

(26) Si este fuese el único fundamento del principio de reserva de ley, evidentemente podría entenderse cumplido mediante el acuerdo del Pleno de la Corporación local, en la medida en que la composición de éste responde a principios de democracia y representatividad; aun cuando no se refiera al ámbito de la Deuda pública, son válidas las consideraciones de PÉREZ ROYO, F., en torno al fundamento del citado principio (*Derecho financiero y tributario. Parte general*, Ed. Civitas, Madrid, 3.^a ed. (1993), páginas 41-42).

(27) Vid. art. 53.1 de la LHL donde se atribuye la competencia para concertar operaciones de crédito al Pleno de la Corporación respectiva.

En este sentido, el legislador estatal entiende que la voluntad democrática del ente local —pese al rango reglamentario de la norma a través de la cual se manifiesta— no puede ser sustituida por la ley, en cuanto ésta emana de un ente distinto —el Estado—. Este entendimiento es constitucionalmente irreprochable porque salvaguarda la necesidad de previa autorización legal —aun cuando en relación con las Haciendas locales sea forzoso hablar de la ley estatal como habilitante, más que como autorizante— y de respeto a la autonomía local.

(28) Este precepto habilita a la Ley de Presupuestos Generales del Estado para fijar límites anuales y globales de acceso al crédito de las Corporaciones locales «cuando se den circunstancias que coyunturalmente puedan aconsejar tal medida por razones de política económica general».

(29) Una prueba de la afirmación contenida en el texto la tenemos en el art. 1 del Real Decreto 3/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda pública durante 1994, que habilita al Ministro de Economía y Hacienda para autorizar la emisión de Deuda pública durante 1994 «hasta un importe que no supere el límite fijado en el artículo 46 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994».

(30) Vid. Real Decreto 91/1989, de 27 de enero, de creación de Deuda pública durante 1989; Real Decreto 86/1990, de 26 de enero, de creación de Deuda pública durante 1990; Real Decreto 21/1991, de 18 de enero, de creación de Deuda pública durante 1991; Real Decreto 17/1992, de 17 de enero, de creación de Deuda pública durante 1992; Real Decreto 43/1993, de 15 de enero, de creación de Deuda pública durante 1993. En todos ellos, al igual que en el vigente para 1994, se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda la emisión de Deuda pública hasta el límite máximo previsto en la correspondiente Ley de Presupuestos.

(31) Si, como hemos visto anteriormente, el Decreto no limita, al autorizar al Ministro de Economía y Hacienda, el volumen máximo de endeudamiento establecido en la ley de emisión y, además, como no podría ser de otra manera, dado el rango de la norma, se limita a reproducir las competencias que en orden a la emisión reconoce a la autoridad ministerial el TRLGP, habrá que convenir en su relativa inutilidad y en su condición de instrumento normativo de mediación entre la ley y la orden ministerial.

(32) Evidentemente, no existiría objeción constitucional a que la autorización se contuviese en una ley distinta de la de Presupuestos Generales del Estado.

(33) La constitución de posiciones activas de tesorería sólo de forma transitoria podía exceder de las necesidades normales de caja (cfr. artículo 101.9 del TRLGP en su primitiva redacción).

(34) No obstante, ha desaparecido la limitación en cuya virtud la constitución de posiciones activas de tesorería —que sigue siendo uno de los fines posibles de la emisión de Deuda pública— sólo podía exceder, de forma transitoria, de las necesidades normales de caja, de forma que, indirectamente, el Estado puede, teóricamente, cohonestar esta finalidad con la de drenaje de liquidez del sistema monetario. Sin embargo, la relación entre endeudamiento máximo autorizado y déficit público previsto en la Ley de Presupuestos puede constituir un freno a esta posibilidad, ya que, al finalizar el ejercicio presupuestario, el volumen vivo de Deuda pública no puede superar el existente al comenzar el ejercicio más el límite máximo autorizado en la Ley de Presupuestos.

(35) En la medida en que dicho precepto sienta, como regla general, el principio de no afectación de los ingresos provenientes de la emisión de Deuda pública del Estado.

(36) En consecuencia, la Deuda pública emitida en el interior, pero cuyo servicio fuera satisfecho en moneda extranjera era Deuda exterior; a la inversa, la Deuda emitida fuera del territorio nacional, pero cuyo servicio fuera pagadero en pesetas, era Deuda interior.

(37) Donde se le faculta para convenir, en las operaciones de endeudamiento exterior, las cláusulas y condiciones usuales en estas operaciones.

(38) BAYONA DE PEROGORDO, J. J., y SOLER ROCH, M. T., *Compendio de Derecho Financiero*, Librería Compás, Alicante, 1991, pág. 500.

(39) Otros autores, como PÉREZ ROYO, F. (*Derecho financiero...*, cit., pág. 366) mantienen que el criterio distintivo básico viene representado por el lugar de emisión que, a su vez, determina el ordenamiento jurídico por el que se rige la Deuda pública y que «relacionada con la anterior, surge la distinción basada en la moneda en que aparece denominado el empréstito». La tesis del lugar de emisión en relación con la legislación aplicable podría encontrar fundamento en el art. 104.7 del TRLGP, pero este precepto también podría servir para desmentir la conexión automática —subyacente en la construcción de PÉREZ ROYO— entre lugar de emisión y ordenamiento aplicable, ya que, si esto último fuera cierto, no tendría sentido que el TRLGP habilitase al Ministro de Economía y Hacienda para convenir, excepcionalmente, la remisión a una legislación extranjera.

De igual manera, la presunta relación entre lugar de emisión y denominación de la Deuda puede ser puesta en tela de juicio, puesto que es perfectamente posible emitir Deuda del Reino de España —denominación usual de la Deuda emitida en mercados exteriores— pagadera en pesetas.

Por las razones señaladas, tampoco nos parece convincente la tesis de CARRERA RAYA, F. J. (*Manual de Derecho Financiero*, Ed. Tecnos, vol. I, Madrid, 1993, pág. 161) para quien el art. 103 del TRLGP «alude a dos criterios distintos de clasificación, económico y jurídico. En efecto, que la deuda pública esté denominada en pesetas o en moneda extranjera no nos dice gran cosa sobre la normativa aplicable; es, pues, un criterio económico en tanto se utiliza una variable de esta índole para su calificación. En cambio, sí nos parece un criterio con trascendencia jurídica el de la emisión, en el sentido de que si la ley que resultaba aplicable es la ley del país que emite la deuda, regulando todas las vicisitudes que surjan de la aplicación del contrato de préstamo, es interior; siendo exterior si la regulación a que se someten los contratantes es distinta de la normativa del país emisor».

La tesis aludida no conecta lugar de emisión y legislación aplicable, lo cual nos parece un avance importante; discrepamos, en cambio, sobre la inutilidad que, para el ordenamiento jurídico, tiene la utilización de criterios económicos, como puede ser el de denominación de la Deuda, ya que, como veremos, puede ser trascendente de cara a interpretar la necesidad de autorización estatal en el caso de la Deuda de las Comunidades Autónomas.

(40) Aun cuando esta norma forma parte del «bloque de la constitucionalidad», hemos optado por examinarla fuera del marco constitucional de la Deuda pública autonómica.

(41) Sobre las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas vid. TEJERIZO LÓPEZ, J. M. («La Deuda pública de las Comunidades Autónomas», en *Civitas*, REDF, núm. 23, Madrid, 1979); ANTÓN PÉREZ, J. A. («El crédito en el sistema financiero de las Comunidades Autónomas», en AA.VV., *Organización territorial del Estado (Comunidades Autónomas)*, IEF, Madrid, 1984); GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M. («Requisitos y límites de las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas», en AA.VV., *Organización territorial...*, cit.); FERREIRO LAPATZA, J. J. («Ordenamiento jurídico de la Deuda pública de las Comunidades Autónomas», en *Presupuesto y Gasto Público*, IEF, núm. 23, Madrid, 1985); FALCÓN Y TELLA, R. («Las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas», en *Civitas*, REDF, núm. 51, Madrid, 1986).

(42) Hasta el punto de que la totalidad de los Estatutos de autonomía contemplan, con mayor o menor amplitud, los límites que la LOFCA impone al endeudamiento autonómico; incluso aquellos (País Vasco y Cataluña) que fueron aprobados con anterioridad a la citada ley orgánica recogen la limitación fundamental en cuya virtud el producto de la Deuda ha de destinarse a la financiación de gastos de inversión.

(43) Plíñense que los mercados financieros o los suscriptores individuales sólo estén dispuestos a aceptar Deuda a cortísimo plazo, por razones estrictamente económicas; en este supuesto, la financiación de gastos de inversión podría hacerse con Deuda emitida con plazo de amortización inferior al año, planteándose el problema de determinar si para aquella rigen los límites del apartado 1 o del apartado 2 del art. 14 de la LOFCA, supuesto que los principios de unidad presupuestaria, de no afectación de los ingresos y de caja única hacen virtualmente imposible controlar el destino de los ingresos obtenidos con la emisión.

(44) En efecto, como señala MEDINA GUERRERO, M. (*La incidencia del sistema de financiación en el ejercicio de las competencias de las Comunidades Autónomas*, CEC, Madrid, 1993, págs. 412-413), «salvo que se produzca el presupuesto de hecho del art. 2.1.b) de la LOFCA, la coordinación ha de conseguirse voluntariamente en el CPPF, no habiendo en su defecto posibilidad alguna de garantizar la homogeneidad de las actuaciones de los entes públicos afectados».

(45) MONASTERIO ESCUDERO, C., y SUÁREZ PANDIELLO, J., *El endeudamiento autonómico: teoría y evidencia empírica*, Fundación BBV, Bilbao, 1993, pág. 7.

(46) Conviene tener presente que en el Proyecto de LOFCA, el entonces artículo 15.2 establecía un límite del 15 por 100 sobre los ingresos corrientes. El proyecto fue enmendado por el Grupo Vasco (enmienda núm. 8) —defendiendo la elevación al 25 por 100—, por Fernández Ordóñez (enmienda núm. 72) y por el Grupo Socialistas de Cataluña (enmienda núm. 106) dirigida al mismo objetivo. En las tres enmiendas subyacía como fundamentación la idea de equiparar, al menos, el límite al establecido por el ordenamiento vigente para las Corporaciones locales.

Amén de las citadas, el texto del proyecto fue igualmente objeto de enmiendas por parte del Grupo Minoría Catalana (enmienda núm. 56), que proponía elevar el límite al 30 por 100 de los ingresos corrientes y por el Grupo Comunista (enmienda núm. 127) que proponía suprimir el apartado 2.b) del entonces art. 15, ya que «las limitaciones derivadas del peso del

servicio del endeudamiento no deben establecerse en una Ley Orgánica, sin perjuicio de que la práctica financiera tenga en cuenta, de hecho, tales limitaciones».

En el Borrador de Pre-informe de la Ponencia, en primera lectura, aparece ya la redacción del actual art. 14 de la LOFCA. La tramitación parlamentaria puede consultarse en *Ley Orgánica de Financiación de las Comunidades Autónomas. El debate en las Cortes Generales*, Ministerio de Hacienda, Madrid, 1982.

(47) Vid. art. 115 de la Ley Fundamental de Bonn en relación con los *Länder*; en el caso italiano, cfr. art. 10 de la Ley de 16 de mayo de 1970, sobre recursos financieros de las regiones de estatuto ordinario.

(48) Aunque para algún autor (MEDINA GUERRERO, M., *La incidencia del sistema...*, op. cit., pág. 409) las operaciones de crédito a medio y largo plazo de las Comunidades Autónomas generan ingresos afectados preferimos, de acuerdo con la dogmática jurídico-financiera, mantener el carácter parcial de esta afectación.

(49) Defendemos la competencia de la LOFCA para efectuar esta restricción, puesta en tela de juicio por NAVARRO FAURE, A. (*Aspectos jurídico-financieros del déficit público (especial referencia al déficit autonómico)*, Generalitat Valenciana, Valencia, 1993, pág. 144), para quien «un límite general a la deuda pública sólo puede venir dado por una limitación constitucional. El Legislativo puede limitar al Gobierno, y esta función cumple el tradicional principio de legalidad en la materia, pero no existe medio de limitar la voluntad parlamentaria si no es por vía constitucional».

(50) «Las operaciones...», op. cit., págs. 364-365.

(51) Para MONASTERIO ESCUDERO, C., y SUÁREZ PANDIELLO, J. (op. cit., página 8), éste constituye uno de los defectos imputables al art. 14 de la LOFCA.

Pese a compartir sus críticas, conviene reseñar que la ampliación de competencias determinaría un aumento del gasto público (corriente y de capital) y que, en consecuencia, el mayor endeudamiento iría anulado a una mayor prestación de servicios públicos, dada la elevación del techo competencial; sólo en el caso de que aquéllos no exigiesen la realización de nuevas inversiones por parte de la Comunidad Autónoma —recordemos el límite del art. 14.2.a) de la LOFCA—, ésta incrementaría, de forma real, su capacidad de endeudamiento.

(52) Como señalan MONASTERIO ESCUDERO, C., y SUÁREZ PANDIELLO, J. (op. cit., pág. 8), «a la hora de computar la carga financiera anual procedente de la deuda a largo plazo debería estudiarse la conveniencia de repartir linealmente la amortización del endeudamiento, para evitar que las operaciones acordadas con períodos de carencia enmascaren la verdadera situación financiera durante los primeros años de la operación».

(53) De acuerdo con los estudios elaborados por MONASTERIO ESCUDERO, C., y SUÁREZ PANDIELLO, J. (op. cit., pág. 21) y referidos a 1990, la Comunidad Autónoma de Cantabria tenía un índice de endeudamiento del 29,94 por 100, de forma que incumplía el límite del art. 14.2.b) de la LOFCA; el resto de Comunidades Autónomas se movían por debajo del 25 por 100, puesto que el segundo lugar lo ocupaba Murcia (15,38 por 100).

Si aplicásemos el mismo criterio utilizado por la LOFCA al endeudamiento estatal, el porcentaje se situaría (1993) en el 18,10 por 100, mientras que para 1994, el porcentaje se situaría en el 20,55 por 100.

(54) Así, FERREIRO LAPATZA, J. J. (*La Hacienda de las Comunidades Autónomas...*, op. cit., pág. 191), quien destaca «la más que dudosa constitucionalidad de la norma que sujetaba ciertas operaciones de crédito a una autorización del Estado, que a su vez no está sujeta a normativa alguna y que, por tanto, puede significar incluso la total y absoluta imposibilidad de que las Comunidades Autónomas utilicen estas vías de crédito».

Dudas sobre la constitucionalidad del precepto que han de considerarse disipadas a la vista de la jurisprudencia del TC, quien fundamenta la competencia estatal en el principio de coordinación y en el art. 149.1.11.^º de la CE, que atribuye al Estado competencia exclusiva sobre la política monetaria (cfr. STC 11/1984, de 2 de febrero, FJ 6.^º).

(55) FALCÓN Y TELLA, R. («Las operaciones de crédito...», op. cit., pág. 362). No obstante, la doctrina del TC es, en algún supuesto conectado con el art. 14.3 de la LOFCA, errática, como lo demuestra la STC 179/1987, de 12 de noviembre, cuando niega la asimilación de los avales de las Comunidades Autónomas a sus operaciones de crédito, a fin de extender a los primeros el régimen de autorización estatal; a nuestro juicio, tal y como está redactado el precepto, los avales se sujetarían, igualmente, al régimen de autorización, puesto que son operaciones de crédito público.

(56) En este sentido, sería inconstitucional aquella denegación de autorización para emitir Deuda pública que no estuviera fundamentada y razonada por parte del Estado y aquellas otras cuyo fundamento conculcase radicalmente la autonomía financiera de las Comunidades Autónomas.

(57) Por ello no compartimos la interpretación de la STC 179/1987, de 12 de noviembre, a la que hacíamos referencia anteriormente, máxime cuando el propio TC en su sentencia 56/1983, de 28 de junio, había señalado claramente —si bien por referencia a las Corporaciones locales— que las operaciones de aval se consideran como operaciones de crédito. Evidentemente, el aval será o no una operación de crédito público, pero, desde luego, el TC no debería modificar el criterio en función del ente territorial que lo presta y ello aun cuando pueda tener consecuencias no queridas desde el punto de vista del principio de tutela financiera y su distinta proyección sobre las Comunidades Autónomas y sobre las Corporaciones locales.

(58) Así, no entendemos la crítica dirigida al art. 14 de la LOFCA por parte de MONASTERIO ESCUDERO, C., y SUÁREZ PANDIELLO, J. (*El endeudamiento..., op. cit.*, pág. 8) cuando señalan que el mismo provoca «un sesgo en favor del endeudamiento mediante créditos bancarios y en contra de la emisión de deuda o los créditos exteriores».

A nuestro juicio, la necesidad de autorización del art. 14.3 de la LOFCA se extiende a las operaciones de crédito y, dentro de éstas, se encuentran los créditos singulares que, bajo esta perspectiva, no constituyen un mecanismo de utilización del crédito público que permita enervar la exigencia de autorización estatal.

(59) En contra, con una interpretación que no compartimos, porque parte de una defectuosa comprensión del art. 149.3 de la CE, FALCÓN Y TELLA, R. (*«Las operaciones de crédito...», op. cit.*, pág. 368).

(60) Para FALCÓN Y TELLA, R. (*op. últ. cit.*, págs. 368-369), el art. 14.5 de la LOFCA, «que va mucho más allá del mencionado principio de supletoriedad del Derecho estatal, encierra una energética pretensión de uniformidad que se justifica en la necesidad de mantener la unidad y transparencia del sistema financiero, que quedaría rota si cada Comunidad Autónoma pudiese establecer una normativa específica sobre los títulos por ella emitidos, títulos cuyos tenedores serán, frecuentemente, personas residentes en otras Comunidades».

Dicha tesis cae por su base si se tiene en cuenta que no es aplicable a la Deuda pública de las Comunidades Autónomas el art. 149.3 de la CE, en tanto en cuanto el sistema financiero de aquéllas escapa del proceso de distribución de competencias diseñado por los arts. 148 y 149 de la CE y que la unidad y transparencia del sistema financiero no constituyen principios constitucionales que puedan ser opuestos a las competencias que, matizadas por la LOFCA, reconoce a las Comunidades el art. 157.1 de la CE. Dado el sesgo de la doctrina comentada, los entes autonómicos serían meros satélites del Estado, cuya normativa habrían, en todo caso, de seguir; por otro lado, y dada la redacción del art. 14.5 de la LOFCA, cabría preguntarse si la *energética pretensión* de uniformidad se refiere sólo a la Deuda pública o, por el contrario, abarca a todas las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas, punto que el autor no aclara.

(61) Vid. STC 1/1982, de 28 de enero, sobre la preeminencia del Estado en la determinación del orden de prioridades de cara a la computabilidad, a efectos de coeficientes de inversión, de los títulos emitidos por el Estado y por las Comunidades Autónomas.

(62) Sobre la falta de reconocimiento de la Deuda pública local en la CE y sus consecuencias, vid. el capítulo anterior.

(63) Las operaciones de crédito para cubrir necesidades transitorias de tesorería han de ser concertadas —requisito que no exige el art. 14.1 de la LOFCA en el caso de las Comunidades Autónomas— exclusivamente con entidades financieras. Esta norma es coherente con la previsión general del art. 49 de la LHL donde, de forma preferente, se vincula el crédito público local con las operaciones concertadas con entidades financieras, aunque, como veremos, esta concatenación quiebra en el caso de las operaciones destinadas a la financiación de inversiones.

(64) Amén de que este límite no existe, para esta clase de operaciones de crédito, en la LOFCA, conviene tener presente que, dada la redacción del art. 52 de la LHL, aquél opera sobre la cuantía máxima de las operaciones de crédito destinadas a tal finalidad y no, como establece el artículo 14.2 de la LOFCA, sobre el servicio de la Deuda.

(65) El precepto en cuestión diferencia entre el crédito público y privado sobre la dicotomía entre créditos generales y créditos singulares, aunque, a nuestro juicio, dicha clasificación es, terminológicamente, incorrecta; en efecto, y aunque rechacemos la clasificación de la LHL, la mención al crédito privado sólo puede explicarse teniendo en cuenta la diferente instrumentación que establece el art. 50.2 de la LHL, al distinguir entre emisión de Deuda pública —crédito público (?)— y contratación de préstamos o créditos —crédito privado (?)—; la tercera categoría (conversión o sustitución de operaciones preexistentes) se integraría, según la dicotomía de la LHL, que no compartimos, en una u otra clase de crédito local.

Además, conviene tener presente que las entidades locales han de utilizar, de forma necesaria, la contratación de préstamos o créditos (y, en

consecuencia, no podrán acudir a la emisión de Deuda pública o a la conversión de operaciones de crédito preexistentes) para la financiación de los gastos previstos en los arts. 158.5 y 174.2 de la propia LHL.

(66) De acuerdo con una interpretación sistemática del art. 50 en relación con el art. 52 de la LHL, el endeudamiento a corto plazo no puede destinarse a la financiación de las inversiones de los entes locales.

(67) Toda la argumentación se construye desde la clasificación del crédito local en público y privado, conforme al art. 50.1 de la LHL, pese a que, dogmáticamente, no sea sostenible.

(68) Cabe advertir que el art. 54.3 de la LHL excepciona el principio general de autorización no para la totalidad de operaciones de crédito, sino sólo para las previstas en el apartado anterior (concertación de créditos y concesión de avales), operaciones donde, como principio general, se establece la necesaria autorización del Ministerio de Economía y Hacienda o, caso de que la Comunidad Autónoma donde esté integrada la Corporación local tenga competencia en la materia, de los órganos competentes de aquélla.

(69) Dado el sentido de la limitación general que comentamos, hay que entender que el art. 54.3 de la LHL se está refiriendo a todas las operaciones de crédito público o privado concertadas por la Corporación local y no sólo a aquellas a las que, específicamente, se refiere el citado precepto; en otros términos, el límite del 25 por 100 hay que referirlo a las operaciones de crédito de los dos primeros apartados del art. 54 de la LHL.

(70) Recordemos la crítica de MONASTERIO ESCUDERO, C., y SUÁREZ PANDIELLO, J. En el caso de las Haciendas locales, la LHL se preocupa en precisar que la carga financiera anual viene representada por la suma de las cantidades destinadas en cada ejercicio al pago de las anualidades de amortización, de los intereses y de las comisiones correspondientes a las operaciones de crédito formalizadas o avaladas, salvo las operaciones de tesorería, añadiendo que en el caso de créditos y otras operaciones financieras que, por distintas causas (concertación en divisas, con tipos de interés variables o amplios períodos de carencia) impliquen un diferimiento de la carga financiera, habrá que efectuar una imputación anual de los correspondientes gastos financieros (cfr. art. 54.4 y 5 de la LHL).

Entendemos que esta solución debería aplicarse, igualmente, a la Deuda de las Comunidades Autónomas para evitar los problemas suscitables desde el art. 14.2.b) de la LOFCA, que vimos en su momento.

(71) Siempre y cuando, evidentemente, las entidades financieras ligadas políticamente a la Comunidad Autónoma o a la Corporación local en cuestión, no sean aseguradoras de la totalidad de la emisión, ya que, en este supuesto, el problema se reproduciría al ser muy difícil la colocación de los títulos entre los inversores particulares si las condiciones no son atractivas.

(72) De acuerdo con las previsiones del art. 104.2 del TRLGP estos procedimientos de emisión indirecta se encontrarían contemplados en el apartado d) donde se prevé la posibilidad de subastar la emisión entre colocadores autorizados o entre un grupo restringido de éstos que adquieran compromisos especiales respecto de la ulterior colocación de la Deuda.

Conviene tener presente, sin embargo, que el art. 104.2 del TRLGP entremezcla procedimientos de emisión (directa e indirecta) con técnicas de colocación (subasta, cesión a precio único, etc.) que son dos conceptos perfectamente diferenciables y, así, por ejemplo, la técnica de la subasta es válida tanto en los procedimientos de emisión directa como en los procedimientos de emisión indirecta.

(73) La existencia, en estos supuestos, de pacto de recompra no altera nuestro razonamiento, puesto que tales pactos se incardinaron en la esfera jurídico-privada de las relaciones entre la entidad financiera y el cliente particular.

Cuando hablamos de cesión y afirmamos que dicha operación no produce una novación subjetiva del prestamista lo hacemos desde consideraciones estrictamente jurídicas; conviene advertir que, en ocasiones, el TRLGP no utiliza la expresión *cesión* en sentido estricto y, por lo tanto, podría, en algún supuesto, producirse un cambio de acreedor. Para aclarar las posibles dudas lo más conveniente es acudir a la correspondiente Orden ministerial donde, en su caso, se detallarán las facultades de los agentes colocadores autorizados y ello permitirá aclarar las relaciones entre éstos y los inversores que, por su mediación, adquieren valores negociables de la Deuda pública.

(74) En este sentido, el art. 104.3 del TRLGP faculta al Ministro de Economía y Hacienda para determinar quiénes tendrán la consideración de agentes colocadores de las emisiones de valores de Deuda pública y para señalar, si ha lugar, las comisiones a abonar a los mismos.

(75) Frecuentemente, esta remuneración se traducía en la adquisi-

ción de la totalidad de la emisión por parte de las entidades financieras a un precio convenido inferior, lógicamente, al nominal de los valores representativos de la Deuda pública, de forma que dichas entidades se beneficiaban de la diferencia existente entre el precio de adquisición y el valor nominal.

(76) Consideraciones atinadas sobre la política de emisiones de Deuda pública del Estado a partir de 1983 pueden verse en ORTEGA, R. («Presente y futuro de la Deuda pública en España», en *Papeles de Economía Española*, Fundación FIES, núm. 33, Madrid, 1987, págs. 252 y siguientes).

(77) El nombramiento de agentes colocadores de la Deuda, y la posibilidad de subastas restringidas entre éstos son ejemplos formales deducidos del art. 104 del TRLGP y de las sucesivas órdenes ministeriales de emisión de Deuda; junto a ello hay que tener en cuenta las restricciones económicas como pueden ser, por ejemplo, las determinadas por el volumen mínimo de ofertas o el nominal de los valores, así como las derivadas de la diferenciación entre subastas competitivas y no competitivas. Todas estas discriminaciones, jurídicas y económicas, quiebran la igualdad de acceso de los potenciales suscriptores a las emisiones de Deuda pública, estableciendo diferencias de trato que sólo excepcionalmente están justificadas. Evidentemente, esta situación puede pervivir en la medida en que sigue existiendo una convergencia entre los intereses del ente público emisor y de las entidades financieras, que posibilitan que la intermediación de éstas no se traduzca en un mayor coste del endeudamiento de aquél, sino en un descenso de la rentabilidad de los valores de la Deuda adquiridos por los suscriptores particulares.

(78) Fundamentalmente, la necesidad de acudir a técnicas de prorroga cuando la demanda de Deuda pública es superior a la oferta, técnicas que, en principio, deberían respetar las expectativas de los pequeños inversores.

(79) Los dos supuestos que vamos a contemplar no tendrían nada de inusual, ya que el lapso temporal que ha de existir entre el momento de la emisión y el momento de cierre del plazo de suscripción puede determinar una modificación de las expectativas de rentabilidad en los mercados financieros y en los inversores en general, tanto al alza como a la baja.

(80) Normalmente, los riesgos que acabamos de describir se producirán en la emisión directa, ya que en los procedimientos de emisión indirecta generalmente el ente público *sondea* o consulta con el *pool* de entidades financieras el tipo de interés al cual están dispuestas a asumir la totalidad de la emisión.

Sin embargo, incluso en estos supuestos parece preferible que el emisor estimule la competencia entre entidades financieras —por ejemplo, mediante técnicas de subasta— en la medida en que ello puede suponer un ahorro en la carga financiera derivada de la Deuda pública.

(81) En concreto, el apartado b) le faculta para subastar la emisión adjudicando los valores conforme a reglas que se harán públicas con anterioridad a la celebración de la subasta, mientras que el apartado d) le habilita para subastar la emisión entre el público en general, entre colocadores autorizados o entre un grupo restringido de éstos que adquieran compromisos especiales respecto a la colocación de la Deuda o al funcionamiento de sus mercados.

(82) Las subastas permiten formular ofertas competitivas y no competitivas, con el requisito de que, en ambos casos, el valor nominal mínimo habrá de ser de 1.000.000 de pesetas en el caso de subastas de Letras del Tesoro y de 500.000 pesetas en las subastas de Bonos y de Obligaciones del Estado. Las ofertas competitivas son aquellas en las que se indica el precio que se está dispuesto a pagar por la Deuda que se solicita; en las ofertas no competitivas no se indica precio, si bien conviene señalar que el importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por cada postor no podrá exceder de 25.000.000 de pesetas.

Las ofertas competitivas aceptadas sirven, además, para determinar el precio medio ponderado resultante de la subasta que irá expresado en un porcentaje del valor nominal redondeado por exceso a tres decimales (vid. art. 5.8.2.b) de la Orden de 20 de enero de 1993, modificada por el apartado 2 de la Orden de 24 de enero de 1994).

La subasta podrá ir seguida de un período de suscripción pública —únicamente para los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado, no en el caso de las Letras del Tesoro— al cual podrá concurrir cualquier persona física o jurídica con peticiones por un importe mínimo de 10.000 pesetas y máximo de 25.000.000 de pesetas; el precio de suscripción y el importe a ingresar en el Tesoro serán los mismos que para las peticiones no competitivas presentadas en la subasta (cfr. apartado 5 de la Orden de 20 de enero de 1993).

(83) Hay que tener en cuenta que, pese a la previsión de la Orden citada, esta técnica no se ha utilizado durante 1993.

(84) En el caso de las Comunidades Autónomas, tal y como hemos señalado en páginas anteriores, existe una cierta tendencia a concertar operaciones de crédito con las entidades financieras —singularmente las cajas de ahorro— con sede en su territorio; en el caso de las Corporaciones locales, conviene no olvidar el papel que juega el Banco de Crédito Local para la financiación, mediante la concesión de créditos, de sus inversiones.

(85) En el caso del Estado, la composición de su Deuda (1993) era la siguiente (Fuente: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1994): Deuda a medio y largo plazo (54,7 por 100), Deuda a corto plazo (37 por 100), Deuda exterior (7,8 por 100), recurso al Banco de España (-4,9 por 100) y resto (5,4 por 100).

Un examen de los resultados habidos en los últimos tres años como consecuencia de la política de endeudamiento a medio y largo plazo muestra un alargamiento de los plazos de amortización en la estructura y composición de la Deuda estatal; así, en 1990, la composición era la siguiente: Deuda a medio y largo plazo (28,4 por 100), Deuda a corto plazo (58 por 100), Deuda exterior (3,7 por 100), recurso al Banco de España (6 por 100) y resto (3,9 por 100).

En el caso de las Comunidades Autónomas, las dificultades para ofrecer datos fiables son notables, especialmente por las dificultades de recopilación; a efectos comparativos, tomaremos los datos suministrados por ALVAREZ BLANCO, R. («Una aproximación al endeudamiento de las Administraciones territoriales», en *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 40, Fundación FIES, Madrid, 1992, págs. 49-58), que diferencia entre valores a corto plazo, obligaciones y créditos, referido al endeudamiento de la Administración general de aquéllas. Sobre datos de junio de 1992, la distribución de la Deuda autonómica sería la siguiente: valores a corto plazo (7,15 por 100), obligaciones (19,46 por 100) y créditos singulares (73,39 por 100).

Dentro de las operaciones de crédito con entidades financieras —prácticamente las tres cuartas partes del endeudamiento— las concertadas con la banca nacional representaban el 46,80 por 100 del total de los mismos, mientras que los concertados con cajas de ahorros representaban el 30,32 por 100, seguidos por los procedentes del crédito oficial (13,84 por 100).

Como se observa, hay una abrumadora tendencia por parte de las Comunidades Autónomas a recurrir a las operaciones singulares de crédito en detrimento de la emisión de la Deuda pública, tendencia opuesta a la deducible de la composición de la Deuda del Estado.

(86) El razonamiento que antecede sólo tiene sentido en el caso de Deuda con tipos de interés explícitos, y, en consecuencia, no es aplicable en los supuestos de valores emitidos al descuento (o «al tirón»), donde el interés (en términos económicos, puesto que en términos jurídicos es difícil hablar de este concepto) se determina por la diferencia entre precio de suscripción y precio de reembolso.

(87) Las emisiones sobre la par, donde la rentabilidad efectiva hay que calcularla por relación entre tipo de interés nominal y precio efectivo, plantean interesantes problemas de índole fiscal sobre todo teniendo en cuenta, como veremos, las diferentes rentas que pueden ser obtenidas por los suscriptores de Deuda con rendimiento explícito (rendimientos del capital mobiliario e incrementos o disminuciones de patrimonio), a las que corresponde un diferente tratamiento tributario.

(88) Bien es cierto que en los últimos años esta técnica, como dijimos, se ha ido abandonando progresivamente por el Estado; en todo caso, conviene resaltar que, en la generalidad de los supuestos y desde la perspectiva de los inversores particulares, las emisiones por debajo de la par colocadas y/o aseguradas a través de entidades financieras no suponen para aquéllos ningún incremento de rentabilidad, ya que el incremento representado por la diferencia entre precio de emisión y precio de amortización constituye la remuneración obtenida por las entidades financieras participantes en la colocación o aseguramiento de la emisión.

(89) Vid. *ad exemplum*, la Resolución de 10 de marzo de 1994, por la que se hacen públicos los recursos de la quinta subasta del año 1994.

(90) Aun cuando existirían diferencias a la hora de determinar el rendimiento interno, aplicando reglas elementales de las matemáticas financieras. La prima de amortización podrá asimilarse, económicaamente, a un interés diferido al momento de vencimiento de la Deuda pública.

(91) Vid. igualmente el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, cuya Disposición Adicional prevé la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, desarrollada por la Orden de 19 de mayo de 1987. Para una mayor información sobre los antecedentes previos al TRLGP en materia de representación de la Deuda pública pueden consultarse, entre otros, los trabajos de ORTEGA, R. («Presente y futuro...», *op. cit.*) y de MARTÍNEZ GIMÉNEZ, E. («La Deuda pública y el sistema de anotaciones en cuenta», en *Civitas*, REDF, Madrid, núm. 66, 1990, págs. 221-244).

(92) Básicamente las ventajas de la representación mediante anotaciones en cuenta se centrarán en la ausencia de riesgos —frente al título-valor— en los casos de robo, hurto o destrucción, así como el prescindir del título-valor como base documental para la suscripción o transmisión de valores de la Deuda, lo que, unido a la utilización de medios informáticos y de telecomunicaciones, garantiza la celeridad de dichas operaciones.

(93) Junto a estas dos normas fundamentales, el art. 102 del TRLGP contiene una habilitación-mandato al Gobierno para dictar las disposiciones necesarias a fin de regular el sistema de instrumentación de la Deuda pública en anotaciones en cuenta y las transacciones referentes a los valores de la Deuda que adopten esta última representación, habilitación que ya se contenía en el art. 38.4 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1987.

(94) Vid. Ordenes de 27 de enero de 1989, de 27 de enero de 1990, de 23 de enero de 1991, de 22 de enero de 1992, de 20 de enero de 1993 y de 24 de enero de 1994.

(95) El art. 55 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, establece que las Comunidades Autónomas podrán negociar en el Mercado de Deuda pública en Anotaciones en Cuenta aquellas categorías de valores que emitan bajo esta forma de representación.

Cfr., además, la Disposición Adicional Segunda del Decreto 1.009/1991, de 21 de junio, donde se establece el procedimiento para aplicar lo dispuesto en el art. 55 de la Ley de Mercado de Valores; en este sentido, vid., *ad exemplum*, la Resolución de la Dirección General del Tesoro de 11 de enero de 1994, por la que se autoriza la inclusión en la Central de Anotaciones de las obligaciones emitidas por la Comunidad Autónoma de Madrid.

(96) De igual manera, el Mercado de Deuda pública en Anotaciones es apto para la negociación de los valores que sean emitidos bajo esta forma de representación por entidades y sociedades públicas siempre que se obtenga la pertinente autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del emisor.

(97) Aunque el autor no pretenda incluirse en la tradición de la doctrina, ha sostenido la necesidad de que la conversión —entendida en el sentido estricto del texto— haya de realizarse mediante ley (vid. «Ordenación constitucional...», *op. cit.*, págs. 711-784).

(98) En este sentido, los arts. 58.d) del Estatuto de Autonomía de Canarias y 65.d) del Estatuto de Autonomía de las Islas Baleares establecen que se regularán necesariamente mediante ley «la autorización para la creación y conversión de Deuda pública...».

(99) Precepto donde se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para habilitar en la sección de Deuda pública los créditos o ampliaciones de crédito necesarios para hacer frente a los reembolsos contractuales o anticipados de las operaciones que integran la Deuda pública del Estado, facultad que, aunque conectada necesariamente con la habilitación para realizar operaciones de conversión de la Deuda, supone una quiebra del principio de especialidad presupuestaria en su vertiente cuantitativa, puesto que, en el esquema constitucional, debería ser la ley de conversión quien autorizase al Gobierno a convertir la Deuda y, al mismo tiempo, estableciese las ampliaciones de crédito oportunas que fuesen consecuencia del ejercicio de dicha autorización.

Esta tesis podría ser desdenada si se acepta la idea en cuya virtud el TRLGP cubre, con todas las deficiencias que hemos observado, las exigencias constitucionales de previa ley para la conversión de la Deuda pública.

(100) No obstante, al igual que sucede con la emisión, el Decreto de creación de la Deuda pública no suele limitar las facultades que, en orden a la conversión, le reconoce al Ministro de Economía y Hacienda el artículo 104 del TRLGP; en este sentido, vid. *ad exemplum*, el Real Decreto 3/1994, de 14 de enero.

(101) Ciertamente, este último precepto, que ya hemos estudiado, sólo se refiere a la ley de autorización para la creación de la Deuda pública —no estrictamente a la ley de conversión que no aparece en el articulado del TRLGP—, pero ello no es óbice para defender la tesis sustentada en él texto.

Sin embargo, la falta de referencia a la necesidad de que la conversión sea autorizada mediante ley nos refuerza en nuestra idea de que el legislador ordinario ha pensado que, a diferencia de la emisión, no es necesaria una ley específica para cada operación de conversión —o para las conversiones realizadas cada año—, sino que es suficiente una ley genéricamente habilitante, papel que cumpliría el TRLGP; creemos que esta idea permite explicar la construcción jurídica de la conversión en nuestro ordenamiento, aun cuando, como hemos afirmado en el texto principal, la misma nos parece dudosamente compatible con las exigencias derivadas del texto constitucional.

(102) Voluntariamente hemos omitido la referencia que contiene el art. 104.5 del TRLGP al canje y al cambio en la representación, en la medida en que, siendo facultades del Ministro de Economía y Hacienda reconocidas en dicho precepto, no alteran las condiciones esenciales de la Deuda pública y, en consecuencia, no son reconducibles al concepto de conversión que manejamos.

Por la misma razón, no nos referiremos a la facultad contemplada en el art. 104.6 del TRLGP que habilita al citado Ministro para acordar cambios en las condiciones de la Deuda que obedezcan a su mejor administración, siempre que no se perjudiquen los derechos económicos del tenedor.

(103) Vid., últimamente, CARRERA RAYA, F. J. (*op. cit.*, pág. 186), siguiendo la doctrina de FERREIRO LAPATZA, qué considera que la nueva redacción de la LGP, al autorizar al Ministro de Economía y Hacienda para acordar o concertar operaciones voluntarias de conversión, «carece de justificación constitucional alguna».

(104) En consecuencia, desde la voluntariedad de la conversión, no hay, a nuestro juicio, diferencia entre el hecho de que ésta se manifieste en el momento de suscribir la emisión (aceptando las condiciones contenidas en las respectivas órdenes ministeriales, entre las que ha de encontrarse, conforme al art. 104.4 del TRLGP, la posibilidad de revisión de las condiciones del empréstito) o que se manifieste, expresamente, durante la vida del empréstito (supuesto al que se refiere el apartado 5 del mismo precepto).

(105) Cfr. la Resolución de 7 de enero de 1994 de la Dirección General del Tesoro por la que se hacen públicos los resultados de la subasta correspondiente al canje voluntario de determinadas emisiones de Deuda del Estado, donde, entre otras operaciones, se canjean Bonos del Estado —emisión de 15 de enero de 1991— al 13,65 por 100 por Bonos del Estado—emisión del 17 de agosto de 1993— al 9 por 100 por un importe nominal de 32.050 millones de pesetas.

(106) Por ejemplo, cuando el emisor proponga una conversión para alargar los plazos de vencimiento de la Deuda en circulación, aun cuando se mantengan inalterables los tipos de interés.

(107) Nos estamos refiriendo a mecanismos de conversión forzosa y, en menor medida, a mecanismos de conversión obligatoria.

(108) Las conversiones forzosas y obligatorias deberían, indudablemente, autorizarse mediante ley, pero el cumplimiento de este requisito formal podría, incluso, no asegurar la constitucionalidad de la medida, en cuanto se podrían concular derechos tales como el de propiedad privada.

(109) Dado que la mayoría de las leyes de Hacienda pública de las Comunidades Autónomas siguen el esquema de la LGP, ésta es la solución general deducible del estudio del ordenamiento de dichos entes subcentrales; vid. *ad exemplum*, el art. 76 de la Ley Foral 8/1988, de 26 de diciembre, de la Hacienda pública de Navarra, que reproduce las previsiones del art. 104 del TRLGP.

(110) Bajo otra perspectiva, podría plantearse que la autorización del Estado a la que se refiere el art. 14.3 de la LOFCA únicamente se exige para la creación de Deuda de las Comunidades Autónomas cuyo producto se destine a la financiación de gastos de inversión y que, en consecuencia, no sería preciso para renovar la Deuda en circulación —aunque esta renovación implicase, formalmente, una nueva emisión cuyo producto, en sentido estricto, no se destinaría a financiar gastos de inversión, sino a cumplir con las obligaciones derivadas de la amortización de la Deuda refinanciada—. Aun cuando tales argumentos son válidos, preferimos la tesis sustentada en el texto sobre todo porque en determinados casos la autorización del Estado estaría justificada en base a competencias sustantivas atribuidas a éste por la CE: piénsese en el caso de una operación de conversión de una Comunidad Autónoma que se formalice mediante la sustitución de Deuda interior por Deuda exterior, supuesto en el que la intervención estatal podría tener fundamento en el art. 149.1.11.^º de la CE.

(111) Salvo, evidentemente, los entes institucionales, que únicamente poseen competencia tributaria, pero no poder tributario en sentido estricto.

No obstante, teniendo en cuenta la distribución del poder tributario deducible de nuestro ordenamiento jurídico, los tributos que recaen sobre la suscripción, rendimientos o transmisión de la Deuda pública —cualesquier que sean los entes emisores— son tributos cuyo poder normativo corresponde al Estado, con lo que éste sienta los condicionamientos fiscales de la Deuda emitida por cualquier otro ente público; esa es la razón por la que nuestro ordenamiento contempla preceptos, a los que nos referiremos más adelante, que garantizan la igualdad de tratamiento tributario de la Deuda con independencia de cuál sea el emisor.

(112) Evidentemente, los agentes privados que intenten captar fondos en los mercados de capitales ya pagan un sobreprecio, en forma de

elevación de tipos de interés nominales, por el mayor riesgo que supone la suscripción de sus valores —frente a los valores estatales— a lo que habría que añadir el sobreprecio representado por la diferencia de tratamiento tributario que el Estado puede establecer. Mientras que el mayor riesgo es una consecuencia asociada a las decisiones de los mercados, donde se valora la solvencia de los distintos emisores, la diferencia de tratamiento tributario es consecuencia de la potestad tributaria del Estado y, por tanto, es un factor distorsionador de la libre concurrencia entre agentes públicos y privados.

(113) Con ello queremos significar que los beneficios fiscales del sistema estatal, en cuanto, como veremos, han de aplicarse a la Deuda de los distintos entes subcentrales, supondrían un menor coste de financiación del endeudamiento, en términos absolutos y no relativos, como en el caso del Estado, para los citados entes. Evidentemente, desde una perspectiva económica, esta afirmación habría de ser matizada, puesto que en el mecanismo de participación en la recaudación de ingresos estatales contemplado en el art. 13 de la LOFCA, las Comunidades Autónomas soportarían una parte de la pérdida de ingresos experimentada por el Estado como consecuencia de la concesión de beneficios fiscales a los valores de la Deuda autonómica.

(114) Afortunadamente han desaparecido las deducciones en la cuota del IRPF ligadas a la suscripción de valores de la Deuda pública, que proliferaron en la primera mitad de la década de los años ochenta, creando un tratamiento diferenciado entre las emisiones de renta fija de los entes públicos y las emisiones de los entes privados. Mientras que las primeras permitían una deducción en cuota del 22 por 100, los títulos de renta fija emitidos por empresas privadas permitían una deducción del 15 por 100, conforme la modificación introducida en la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, del IRPF, por el art. 35 de la Ley 74/1980.

Un resumen de la evolución legislativa de los beneficios fiscales relacionados con la Deuda pública en la primera mitad de la década de los ochenta puede verse en HUCHA CELADOR, Fernando de la («Ordenación constitucional...», *op. cit.*, págs. 828-849).

(115) Desde esta perspectiva, no habría objeción alguna para que la ley de emisión regulase el régimen tributario de la Deuda que autoriza a emitir; sería la única norma ligada a la emisión donde podría regularse el citado régimen.

(116) Precepto que, como ha señalado FALCÓN Y TELLA, R. (*op. cit.*, pág. 368), «va mucho más allá del mencionado principio de supletoriedad del Derecho estatal, encierra una enérgica pretensión de uniformidad que se justifica en la necesidad de mantener la unidad y transparencia del sistema financiero, que quedaría rota si cada Comunidad Autónoma pudiese establecer una normativa específica sobre los títulos por ella emitidos».

(117) Cuestión distinta, en la que no entramos, es el trasvase de información tributaria desde los territorios históricos a la Hacienda estatal, algo que, materialmente, si puede distorsionar la afirmación del texto que, confrontando la legislación foral, es correcta.

(118) Aun cuando esta tercera categoría es difícilmente aplicable a los rendimientos generados por los valores representativos de la Deuda pública.

(119) Pese a la redacción el art. 17.2 de la LIRPF, entendemos que la exención afecta a toda clase de operaciones de crédito concertadas por una persona no residente con un ente público español y, en consecuencia, también se proyecta sobre los créditos singulares, etc. En el mismo sentido se pronuncia BAENA AGUILAR, A., en *Comentarios a la Ley del IRPF y Reglamento del Impuesto*, obra colectiva dirigida por VICENTE-ARCHE DOMINGO, F., Ed. Colex, Madrid, 1993, págs. 159-160. Recientemente el mismo autor se ha pronunciado en idéntico sentido en *La obligación real de contribuir en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*, Ed. Aranzadi, Pamplona, 1994, págs. 288-289.

(120) La exención contemplada en este precepto se articula, técnicamente, mediante la consideración legal de que tales rendimientos e incrementos de patrimonio no se consideran obtenidos o producidos en España y, en consecuencia, escapan del ámbito espacial de sujeción al IRPF o al IS. Sobre la técnica empleada por la Ley 18/1991 y sobre las consecuencias de la exención puede consultarse el trabajo de HUCHA CELADOR, F. de la; RAMALLO MASSANET, J., y ZORNOZA PÉREZ, J. J., «Aspectos fiscales de la libre circulación de capitales en la Comunidad Económica Europea», en *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 38, Fundación FIES, Madrid, 1992, págs. 30-98.

(121) Tales países y territorios son los definidos en el Real Decreto 1.080/1991, de 5 de julio, de acuerdo con la previsión contenida en la Disposición Adicional Tercera del Real Decreto 1.841/1991, de 31 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento del IRPF.

(122) Fundamentalmente vienen representados por la volatilidad de la inversión extranjera en Deuda pública —pese a los incentivos fiscales asociados a la tenencia y enajenación— como demuestra el comporta-

miento errático del saldo vivo de la Deuda en manos de no residentes en los períodos de turbulencia en los tipos de cambio y en los mercados de divisas, o cuando se producen repentes de la inflación que reducen la rentabilidad real del inversor.

(123) La suscripción de Deuda pública española por parte de residentes a través de entidades domiciliadas en el extranjero, el lavado de cupón, etc., son prácticas que, pese a la respuesta de nuestro ordenamiento jurídico que veremos más adelante, siguen produciéndose con relativa frecuencia.

(124) Una exposición del contenido de la citada norma, desde el punto de vista jurídico-tributario, puede verse en HUCHA CELADOR, F. de la; RAMALLO MASSANET, J., y ZORNOZA PÉREZ, J. J. («Aspectos fiscales...», *op. cit.*).

(125) Para CAZORLA PRIETO, L. M. (*Lecciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas*, Servicio de Publicaciones de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1993, pág. 69), «al tratarse técnicamente de exenciones inicialmente hay que practicar la retención sobre los intereses. A continuación procederá la devolución». Evidentemente, el argumento podría cuestionarse dado que el art. 17.2 de la LIRPF establece que las rentas derivadas de la Deuda pública suscrita por no residentes no se considerarán obtenidas o producidas en España, de forma que si se mantuviese que se trata de rentas no sujetas (por no subsumirse en el ámbito espacial de aplicación del tributo), habría que variar el razonamiento. En este sentido, la tipificación doctrinal como exención, que compartimos, salva la defectuosa técnica jurídica de nuestro legislador cuando establece el mecanismo de la retención.

(126) Existen otros supuestos en nuestro ordenamiento donde la obligación de retener se proyecta sobre rentas exentas e, incluso, el legislador español parece partir de la idea general que asocia retención con las rentas sujetas (salvo rendimientos de actividades empresariales e incrementos y disminuciones de patrimonio); sólo de este modo cabe entender que, por ejemplo, el art. 43.dos del RIRPF declare que no existe obligación de practicar retención sobre las rentas exentas del art. 9 de la Ley, ya que ello parece presuponer que, de no existir norma excepcionadora, la regla general es la retención de las rentas sujetas, aunque posteriormente estén exentas.

(127) En efecto, si el suscriptor no residente en España es, sin embargo, residente en otro país de la CEE, cuya imposición sobre la renta siga el principio de gravamen mundial de los rendimientos obtenidos por sus residentes, la información tributaria suministrada por nuestras autoridades (aun cuando se refiera a rentas exentas en el país de la fuente) sería básica para controlar el cumplimiento de sus obligaciones tributarias. Cfr. Real Decreto 1.068/1988, de 16 de septiembre, y Orden de 9 de octubre de 1989.

(128) Reténgase esta expresión porque, posteriormente, la pondremos en conexión con el vigente RIRPF, ya que nuestra legislación tributaria en este punto parte de una concepción de la Deuda pública que recuerda la distinción entre Deuda del Estado y Deuda del Tesoro, suprimida por el vigente TRLGP. El error, a nuestro juicio, arranca de no haber sabido adaptar el art. 8.1.a) de la Ley de Activos Financieros a las modificaciones del TRLGP.

(129) Dicho precepto establece que «los rendimientos de la Deuda emitida por el Tesoro, representada en anotaciones en cuenta, con rendimiento exclusivamente implícito y que sea utilizada como instrumento regulador de intervención en los mercados monetarios estarán exentos de retención en virtud de lo dispuesto en el art. 8.1.a) de la Ley 14/1985, de 29 de mayo...».

(130) Esto implicaría que podría subsumirse en el régimen jurídico contemplado en el Real Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto, al tratarse de una modalidad de Deuda del Estado (cfr. art. 2.1), lo que conduciría a aplicar el mecanismo de retención-devolución a las Letras del Tesoro. Conclusión a la que se llegaría si tenemos en cuenta que las Letras del Tesoro son Deuda del Estado y que, tras la modificación operada por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994, no se prevé que su producto pueda ser utilizado como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios.

Téngase en cuenta que estas consideraciones —de ser correctas— serían extensibles a los rendimientos de las Letras del Tesoro obtenidos por personas residentes y sujetas en régimen de obligación personal, ya que el argumento que hemos manejado no se contraería, sólo, a las personas y entidades contempladas en los arts. 17 de la LIRPF y 23 de la LIS.

(131) Como apuntase RAMÍREZ MEDINA, E. («Aspectos fiscales de las operaciones con Deuda pública», en *Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero*, núm. 32, Fundación FIES, 1990, pág. 119) la excepción de la obligación de retener «deriva de que estos activos son instrumentos de intervención en el control de las magnitudes monetarias. Como hemos tenido ocasión de comentar, este carác-

ter se predica de las letras del Tesoro en base a la literalidad de la normativa que aprueba las sucesivas emisiones y no por la verdadera función que cumplen a la hora de contribuir a la financiación del déficit público».

Si hasta 1993, la literalidad de las Ordenes ministeriales por las que se disponía la emisión de Letras del Tesoro podía salvar, formalmente, la exención de retención prevista en la Ley de Activos Financieros, ello plantea dudas, a nuestro juicio, tras la modificación del TRLGP con efectos desde el 1 de enero de 1994.

(132) Afortunadamente, la Dirección General de Tributos ha sentado la aplicación del mecanismo contenido en el Decreto que comentamos a la Deuda emitida por las Comunidades Autónomas y por las Corporaciones locales (cfr. contestación de 17 de abril de 1991); la doctrina administrativa citada es anterior a la Ley 18/1991 y al Decreto de 2 de agosto de dicho año, pero debe tenerse en cuenta que, como vimos en su momento, la exención de los rendimientos de la Deuda pública cuyos tenedores sean personas no residentes se introduce en nuestro sistema tributario con el Decreto-Ley de 21 de diciembre de 1990, lo que explica que sea trida a colación.

(133) Si bien conviene señalar que la Deuda con rendimiento implícito emitida por las Comunidades Autónomas o por las Corporaciones locales ha de encontrarse, siempre, sometida a retención, puesto que los entes subcentrales carecen, como hemos visto, de competencia para emitir activos financieros como instrumento de política monetaria, ya que ésta queda, constitucionalmente, reservada al Estado.

En este sentido, si la exención de retención —desde la Ley de Activos Financieros— se anuda al cumplimiento de dos requisitos (rendimiento implícito e instrumento de política monetaria) es evidente que, pese a la dicción del art. 14.5 de la LOFCA, la citada exención no es aplicable, en ningún caso, a la Deuda emitida por los entes subcentrales e institucionales, puesto que siempre incumplirán una de las condiciones exigidas por nuestro ordenamiento jurídico.

(134) La obligación de retener nace en el momento en que los intereses de la Deuda pública resulten exigibles por el tenedor (art. 49.º uno del RIRPF) y el porcentaje aplicable sobre la cuantía íntegra de los intereses a percibir será del 25 por 100, de acuerdo con el art. 48 de la citada norma reglamentaria.

(135) Compartimos la crítica de MARTÍN QUERALT, J. (AA.VV., *Curso de Derecho Tributario. Parte especial*, Ed. Marcial Pons, 9.ª ed., Madrid, 1993, pág. 86), cuando señala que «nos encontramos en este punto ante la integración en la Ley del IRPF de un cuerpo ajeno a la misma: la Ley 14/1985, de 29 de mayo, que establece el régimen fiscal de determinados activos financieros. Esta disposición, que en su momento trató de posibilitar la tributación de ciertos activos que permanecían al margen de las leyes —no sólo fiscales— sigue desplegando su eficacia por caminos paralelos a los que corre la Ley del IRPF, que, en este punto, pese a modificar la referida Ley —vid. Disposiciones Adicionales 7.ª y 13.ª—, no ha procedido a integrar en su articulado a lo que resta de aquélla, lo que hubiera simplificado notoriamente la correcta aplicación del impuesto».

Incluso dicha crítica puede reforzarse a la vista de los problemas, estudiados profusamente en el régimen de los no residentes, que podría plantear la vigencia de la Ley de Activos Financieros tras la reforma del TRLGP en 1994.

(136) La primera regulación de las cuentas financieras aparece en el art. 5 del Decreto-Ley 5/1989, de 7 de julio, cuyo desarrollo reglamentario se contiene en las Ordenes ministeriales de 7 de julio y de 11 de diciembre de 1989. Sobre las notas características de las cuentas financieras, vid. RAMÍREZ MEDINA, E. (*op. cit.*, págs. 122-123).

(137) Si las cuentas financieras están basadas en instrumentos de la Deuda pública distintos de las Letras del Tesoro, la contestación de la Dirección General del Tesoro de 6 de julio de 1990 establece que quedan al margen de las previsiones del Decreto-Ley 5/1989.

En lo que se refiere a las cuentas financieras mixtas (basadas, conjuntamente, en Letras del Tesoro y en Bonos u Obligaciones del Estado), compartimos la tesis de RAMÍREZ MEDINA, E. (*op. ult. cit.*, pág. 123), en cuya virtud habría que proceder a descomponer los rendimientos del capital mobiliario provenientes de cada clase de activos financieros a los efectos de aplicar el régimen tributario específico, de forma que los provenientes de activos con rendimiento explícito se someterían a retención, mientras que habría que postular la no retención para los rendimientos de la cuenta financiera procedentes de las Letras del Tesoro.

(138) MARTÍN QUERALT, J., en AA.VV. (*Curso de Derecho Tributario*, *op. cit.*, pág. 87); la doctrina sentada puede encontrarse, igualmente, en la Contestación de la Dirección General de Tributos de 20 de febrero de 1990.

Una excelente exposición del régimen tributario aplicable a las compraventas de instrumentos de la Deuda pública con pacto de recompra puede

encontrarse en RAMÍREZ MEDINA, E. (*op. cit.*, págs. 120-122), que, aunque anterior a la Ley 18/1991, conserva su utilidad tras la aprobación de ésta.

(139) Tales incrementos o disminuciones de patrimonio habrán de computarse en el ejercicio en que se haya perfeccionado la transmisión del activo con rendimiento explícito (cfr. Contestación de la Dirección General de Tributos de 26 de diciembre de 1989, que recogemos de RAMÍREZ MEDINA, E., *op. cit.*, pág. 121).

(140) En este sentido, la Contestación de la DGT de fecha 21 de febrero de 1992 establece que «la cesión de Bonos y Obligaciones del Estado, con pacto de recompra (REPOS) produce, para el transmitente, en el momento de la cesión, un incremento o disminución de patrimonio».

Por su parte, la Contestación de la DGT de 21 de enero de 1992 afirma que, «tras la entrada en vigor de la Ley 18/1991, los rendimientos derivados de cuentas financieras basadas en Bonos y Obligaciones del Estado, siguen teniendo la naturaleza de incrementos de patrimonio, tal y como se puso de manifiesto en contestación de la Dirección General de Tributos de 6 de julio de 1990».

Las consultas y contestaciones pueden verse en *Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Doctrina de la Dirección General de Tributos*, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid, 1993, págs. 167 y 170, respectivamente.

(141) La única diferencia respecto del régimen del IRPF consiste en que las entidades financieras (sujetos pasivos del IS) pueden —pese a que el criterio seguido por la Ley de Activos Financieros difiere del criterio tradicional del devengo contemplado en el art. 22 de las LIS, y siempre que actúen en cumplimiento de las circulares del Banco de España— periodificar temporalmente los rendimientos procedentes de sus activos financieros con rendimiento implícito (vid. Contestación de la Dirección General de Tributos de 31 de mayo de 1989, recogida en SÁNCHEZ GALIÁNA, J. A., *Impuesto sobre Sociedades*, Ed. Comares, Granada, 1993, páginas 435-436).

(142) Vid. GARCÍA AÑOVEROS, J., y otros, *Manual del sistema tributario español*, Ed. Civitas, Madrid, 1993, pág. 94.

(143) El precepto no parece ofrecer dudas a BAENA AGUILAR, A. (*La obligación real...*, *op. cit.*, pág. 288), para quien el art. 17.2 de la Ley 18/1991 declara «exentos los rendimientos (que no pueden, conceptualmente, ser otra cosa que «intereses»)».

Desde luego, en una interpretación sistemática, conviene señalar que la expresión intereses se utiliza por el art. 37 de la LIRPF respecto de los rendimientos explícitos —y no respecto de los rendimientos implícitos, entre los que se encontrarían los provenientes de las Letras del Tesoro—, de manera que si bien es posible colegir que los intereses contemplados en el precepto son rendimientos del capital mobiliario no sucede lo mismo con la proposición inversa, dado que es dable distinguir entre dividendos, intereses, otros rendimientos, etcétera.

En cualquier caso, y puesto que defendemos que el art. 17.2 de la LIRPF y el art. 23 de la LIS —pese a su redacción— se pronuncian claramente en favor de la exención de las plusvalías obtenidas por las personas no residentes con ocasión de la trasmisión de valores de la Deuda pública, queremos resaltar que los errores de técnica jurídica cometidos desde la Ley de Activos Financieros —y no la finalidad de la norma, que puede ser compartida— son los que traen los problemas que describimos.

(144) En este sentido, la transmisión, antes del vencimiento, de las Letras del Tesoro —que son un activo financiero con rendimiento implícito— generará un rendimiento del capital mobiliario, según nuestro ordenamiento jurídico —y no un incremento o disminución de patrimonio—, pero, desde luego, nunca un interés y, en consecuencia, si se quiere, por razones que pueden ser compartidas, eximir la tributación de la plusvalía sería preferible a que nuestro ordenamiento refiriese el beneficio fiscal a la calificación que de él se deduce: rendimiento de capital mobiliario, no interés, que es una subcategoría de éste.

(145) Pese a que el art. 44.1 de la LIRPF hable de no sujeción estímulo, en realidad, ante un supuesto claro de exención; se trata de una muestra más de la defectuosa técnica del legislador tributario, agravada, si cabe, en este caso, porque en la Exposición de Motivos de la LIRPF se alude, correctamente, a «la exención de los incrementos de patrimonio en función de la pequeña cuantía de las transmisiones que efectúe el sujeto pasivo».

(146) El supuesto contemplado en la citada Disposición no afecta a las Entidades Gestoras del Mercado de Deuda pública en Anotaciones que tengan reconocida oficialmente la condición de creadores de mercado, cuando se trate de transacciones por cuenta propia y de acuerdo con las condiciones establecidas en la Disposición Adicional Segunda del Real Decreto 753/1992, de 26 de junio.

El Real Decreto citado exime de la retención las transmisiones de Deuda del Estado con rendimiento explícito que realicen las Entidades Gestoras

del Mercado de Deuda pública en Anotaciones que tengan oficialmente reconocida la condición de creadoras de mercado cuando se den, simultáneamente, los siguientes requisitos: a) que se trate de una transmisión efectuada por la entidad gestora por cuenta propia; b) que el importe efectivo de la transmisión sea superior a cien millones de pesetas, y c) que el importe acumulado, durante el plazo de treinta días del conjunto de ventas que la entidad creadora de mercado pretenda acoger a la excepción contemplada en el Decreto, no exceda en más del 20 por 100 del promedio mensual de operaciones con no residentes que la entidad hubiera efectuado durante los diez meses siguientes al último pago de cupón de ese valor.

(147) Como señala CALERO GALLEGOS, J., en GARCÍA AÑOVEROS, y otros

(*Manual del sistema..., op. cit.*, pág. 94), «de esta forma la ley pretende frustrar el propósito de los inversores que mediante la transmisión de título en fechas inmediatamente anteriores al abono de los intereses (el llamado lavado del cupón) buscan realizar indirectamente su inversión al margen del control del Fisco».

(148) Evidentemente, también en estos casos hay que tener en cuenta los gastos ligados a cada una de las fases —adquisición y enajenación— por las que atraviesa el activo financiero público en manos del inversor; sin embargo, la deducibilidad de estos gastos aparece supeditada al cumplimiento de las condiciones señaladas en el art. 12.1 del Real Decreto 2.027/1985, de 23 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley de Activos Financieros.

LOS «STRIPS» DE DEUDA PÚBLICA

Francisco J. Valero

I. INTRODUCCIÓN

Este trabajo trata de los *strips* de deuda pública, a nuestro juicio una de las innovaciones más interesantes que se han producido en este tipo de mercados en épocas recientes, sin que hasta el momento esté disponible en el mercado español de la misma, a pesar de que, entendemos, puede contribuir a aumentar su grado de desarrollo, así como a su equiparación con los mercados de deuda pública de otros países europeos, como es el caso de Francia, Bélgica y Holanda, que ya cuentan con esta innovación, cuya conveniencia para nuestro país ya había sido estudiada en Analistas Financieros Internacionales —AFI— (1993a).

Los *strips* pueden definirse, en general, como valores derivados de la segregación —*stripping*— de los pagos por intereses y por principal de un instrumento de deuda, de manera que los nuevos valores puedan ser vendidos y negociados de forma independiente de este último.

En función del instrumento de deuda subyacente y de la forma de efectuar la separación mencionada, existen diferentes clases de *strips* (véase AFI, 1993b), aunque en este trabajo sólo nos ocuparemos de los *strips de bonos* —más concretamente, de una deuda pública—, en los cuales se segregan todos y cada uno de los pagos por principal y por intereses, convirtiéndose cada uno de ellos en bonos cupón cero (gráfico 1).

Sea cual sea el tipo considerado, el principal objetivo genérico que se persigue con los *strips* es la creación de nuevos valores con propiedades diferentes de las del instrumento de deuda original, ante la posibilidad de que este proceso sea positivamente recibido por el mercado, en función del valor añadido que contribuya a crear para sus participantes. En el caso de los *strips de bonos*, las propiedades específicas de los bonos cupón cero resultantes se manifiestan, por ejemplo, en una más acusada sensibilidad a los tipos de interés que los bonos más usuales.

Las propiedades diferenciales de los *strips* pueden hacerlos especialmente deseables en deter-

minadas situaciones de cara, por ejemplo, a la gestión de carteras, lo que justifica tanto su aparición en los mercados como su demanda en los que ya disponen de ellos. En este sentido, los *strips de bonos*, en cuanto bonos cupón cero, manifiestan un comportamiento peculiar respecto a dos variables fundamentales para el análisis de los títulos de renta fija como son la *duración* y la *convexidad* (véase, por ejemplo, Douglas, 1990), lo que puede hacer muy conveniente su empleo en el marco de algunas estrategias de actuación en los mercados de deuda basadas en una u otra variables.

Por otra parte, en la medida en que las propiedades mencionadas son sensiblemente diferentes de las que cuentan los instrumentos subyacentes de los *strips*, resulta muy necesaria su adecuada comprensión si no se quiere asumir riesgos imprevistos al operar con ellos (véase Beckett, 1988). En particular, debe tenerse muy en cuenta que el precio de los *strips de bonos*, como el de cualquier bono cupón cero, puede resultar especialmente volátil en función de la evolución de los tipos de interés, lo cual tiende a acentuar los problemas que se presentan cuando las normas contables aplicables exigen revisar periódicamente la valoración de la cartera en función de los precios de mercado de los activos que la componen.

II. PROPIEDADES BÁSICAS DE LOS BONOS CUPÓN CERO

Como los *strips de bonos* se materializan en bonos cupón cero, sus características específicas no pueden entenderse sin referirse a estos últimos.

Los bonos cupón cero (o simplemente *ceros*) son aquellos que se emiten al descuento, sin ningún cupón explícito, de forma que la retribución que recibe el inversor se deriva de la diferencia entre su precio de adquisición y el de su venta o amortización.

GRAFICO 1
STRIPS DE BONOS

BONO ORIGINAL



1

2

3

4

5

STRIPS



1

2

3

4

5



1

2

3

4

5



1

2

3

4

5



1

2

3

4

5



1

2

3

4

5



1

2

3

4

5

Intereses
Principal

1. Riesgo de reinversión

Como consecuencia de la falta de todo cupón explícito, los ceros no están sometidos a ningún riesgo derivado de la reinversión de unos cupones que, por construcción, no se reciben periódicamente, sino sólo, implícitamente, en la fecha de vencimiento de los bonos cupón cero. Esto quiere decir que la tasa efectiva de rendimiento al vencimiento de un cero está prefijada de antemano, prescindiendo de las posibles variaciones que puedan surgir en su tratamiento fiscal, siempre que el bono se conserve hasta dicha fecha.

Como implicación de la ausencia de riesgo de reinversión, resulta razonable esperar que, a igualdad de condiciones y prescindiendo, por el momento, de las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés, los ceros exijan un rendimiento algo menor que los bonos con cupón explícito de duración equivalente, teniendo en cuenta que tampoco hay que incurrir en los costes derivados de la reinversión de los cupones. La posibilidad de un menor coste de emisión es uno de los factores que

justifican el posible empleo de este instrumento por cualquier tipo de prestatario, especialmente por parte de aquellos más sensibles a reducciones en dicho coste, en particular, el Tesoro público de un país.

Ahora bien, la igualdad de condiciones que acabamos de mencionar no se cumple siempre, por lo que la posible ventaja en el coste para el emisor puede no materializarse en la práctica, como consecuencia, por ejemplo, del hecho de que los ceros cuenten con una liquidez sensiblemente más reducida que los bonos de cupón explícito, como así sucede en algunos casos, especialmente donde este tipo de bonos no se emiten con suficiente regularidad y cuantía y, además, no está disponible la posibilidad de *stripping*.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta en este contexto las expectativas futuras sobre los tipos de interés. En efecto, por sus propias características, los ceros están especialmente recomendados ante expectativas bajistas de dichos tipos, mientras sucede lo contrario si tales expectativas son alcistas.

Otra implicación de la falta de riesgo de reinversión es la posible utilización de los ceros como mecanismo de garantía o de protección del capital invertido, lo cual tiene pleno sentido respecto de valores sin riesgo crediticio apreciable, como es el caso de la deuda pública en los países de alto nivel de desarrollo. Una aplicación concreta de este principio se da cuando se utiliza la inversión en ceros con el objeto de que la misma proporcione los fondos necesarios para atender pagos futuros previstos en torno a sus fechas de vencimiento, proceso que se conoce como *matching* o dedicación. Por ejemplo, prescindiendo de las consideraciones fiscales, mediante una estrategia de este tipo —que no conlleva ninguna gestión activa— una persona podría constituir para sí mismo un «plan de jubilación» sin más que comprar bonos cupón cero por la cuantía necesaria y con suficiente antelación para disponer del capital deseado en la fecha prevista para dicha contingencia.

2. Riesgo crediticio

Otra consecuencia de la ausencia de cupones explícitos reside en que los ceros conllevan, en principio, un mayor grado de riesgo crediticio, precisamente por carecer de flujos de caja intermedios y acumularse todos éstos en la fecha de vencimiento del bono. Aunque este factor tendería a anular la ventaja antes mencionada en el coste de emisión de los ceros, su influencia puede considerarse nula para aquellos prestatarios sin riesgo crediticio apreciable. Por esta razón, además de la mucha mayor liquidez del correspondiente mercado, los *strips* de bonos se basan en la práctica exclusivamente sobre la deuda pública.

3. Apalancamiento

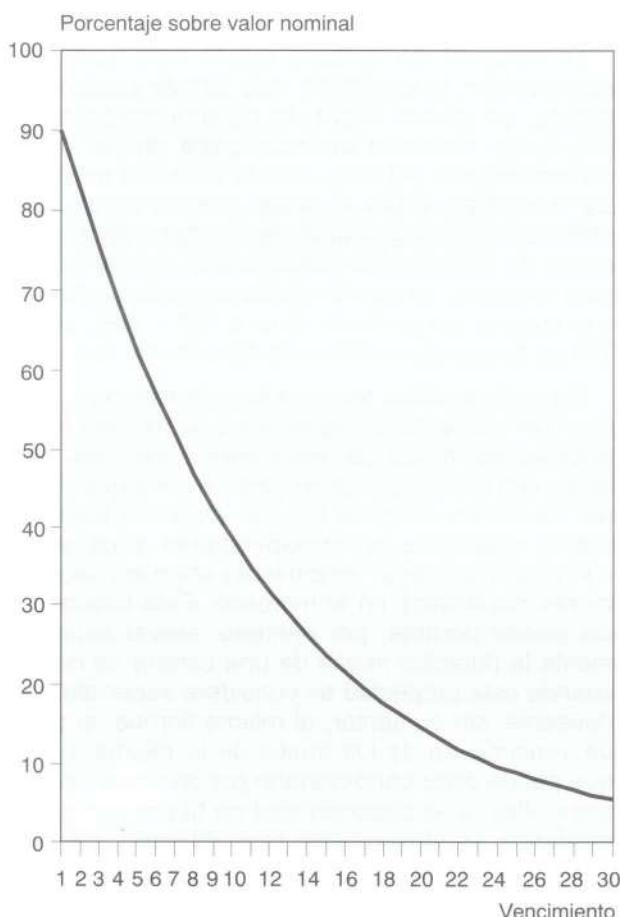
En estrecha conexión también con la ausencia de cupón explícito, hay que tener en cuenta el carácter apalancado de los ceros, que se deriva del hecho que éstos requieren de una inversión, en general, bastante menor que un cupón equivalente de análogo rendimiento, ya que en el cupón cero es precisamente la diferencia entre el precio de emisión y el de reembolso la que proporciona dicho rendimiento. Por el mismo motivo, este carácter apalancado resulta tanto más acusado cuanto mayor sea el plazo del cero.

Por ejemplo, un bono cupón cero a 10 años con una tasa interna de rendimiento (TIR) del 10 por 100 posee un valor actual del 38,5 por 100 de su valor nominal. Si el vencimiento se ampliase hasta los 20 años, dicho porcentaje descendería hasta el 14,9 por 100, mientras que si el vencimiento alcanza los 30 años, el valor actual del bono cupón cero sólo sería un 5,7 por 100 de su valor nominal (gráfico 2).

El carácter apalancado del cero, asociado con un valor nominal reducido del mismo, se traduce,

entonces, en un precio de emisión muy pequeño para vencimientos suficientemente largos, lo cual, prescindiendo del mayor nivel de sofisticación del instrumento, puede convertirle en una inversión especialmente atractiva para el inversor minorista en determinadas situaciones. Esto, a su vez, puede mejorar las condiciones de la emisión para el prestatario, ya que, generalmente, dicho tipo de inversor es menos sofisticado y se preocupa menos, por ejemplo, por la liquidez de los títulos.

GRAFICO 2
VALOR ACTUAL DE UN BONO CUPON CERO
TIR = 10%



La posibilidad de que con un precio relativamente pequeño pueda realizarse una ganancia relativa bastante importante convierte a los ceros en una especie de opciones sobre tipos de interés para el inversor, lo cual hace aún más deseable su empleo en determinadas circunstancias (en las opciones se paga una prima sensiblemente inferior, en general, al precio del activo subyacente). En efecto, si el inversor tiene expectativas fuertemente bajistas sobre los tipos de interés, su mayor ganancia relativa puede conseguirse con un cero, mientras que, si tales expectativas no se verifican, sólo se pierde —contablemente— la parte del precio pagado que,

en su caso, no se haya podido recuperar con la venta del mismo. Esto explica el hecho que los ceros puedan jugar un papel relevante en estrategias de anticipación de los tipos de interés.

Aunque la utilización de los ceros como «cuasiopciones» sobre tipos de interés tiene una evidente alternativa en las opciones propiamente dichas de esta clase, no puede olvidarse que la generalidad de las mismas disponibles en los mercados organizados suelen ser de vencimiento a corto plazo, por lo que dicha utilización puede tener pleno sentido a plazos más largos.

4. Duración

La duración de un bono cupón cero tiene, por construcción, la expresión más simple posible. En efecto, en primer lugar, la clásica *duración de Macaulay* coincide en este caso con el plazo de vencimiento del cero. Con la *duración modificada*, que refleja mejor el riesgo relativo de un bono ante variaciones absolutas de los tipos de interés, no se da esta precisa coincidencia, aunque sí una gran cercanía, ya que la misma surge de multiplicar a la anterior por un factor igual a $1/(1 + \text{TIR})$, donde TIR es la tasa de rendimiento efectivo del bono.

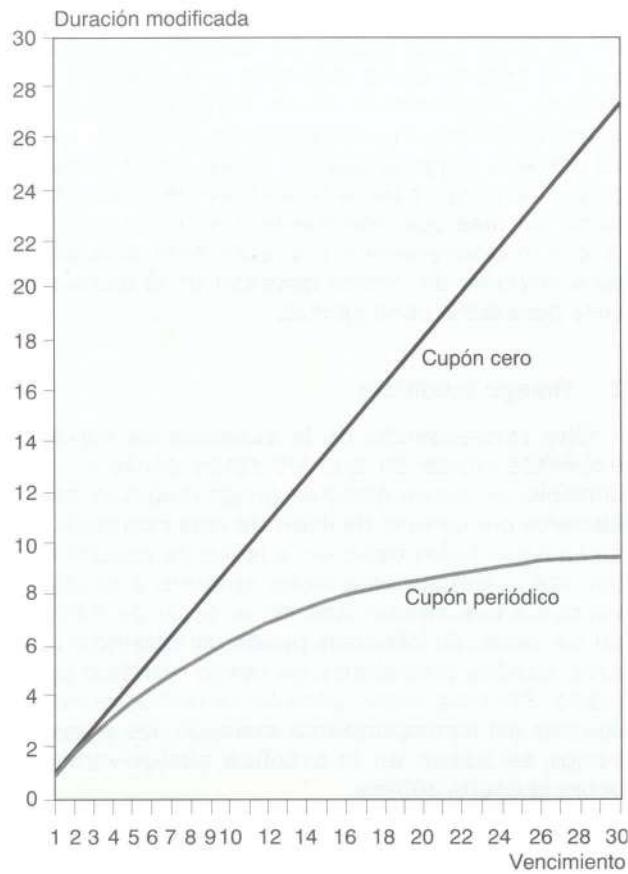
En ambos casos se cumple entonces que, para una TIR dada, la duración es una función lineal positiva del plazo de vencimiento del cero. Por tanto, con los bonos cupón cero se consigue disponer de títulos de renta fija con duración sensiblemente superior a la correspondiente a los bonos con cupón de mayor vencimiento entre los habitualmente disponibles en el mercado. Esta circunstancia puede permitir, por ejemplo, elevar sensiblemente la duración media de una cartera de deuda, cuando esta propiedad se considere especialmente deseable, sin aumentar, al mismo tiempo, el plazo de vencimiento de los títulos de la misma, hecho que puede estar condicionado por diversas causas, entre ellas la no disponibilidad de títulos con cupón periódico de vencimiento muy dilatado. De esta forma, se facilita la puesta en práctica de estrategias de inmunización basadas en la duración.

Por ejemplo, si los tipos de interés se sitúan en el 10 por 100, un bono a 30 años con cupón también del 10 por 100 tiene una duración modificada de sólo 9,4 años, prácticamente la misma que la correspondiente en idénticas condiciones —9,1 años— a un cero cuyo vencimiento es tres veces menor. Dicho de otra forma, un cero con vencimiento a 30 años posee, bajo las mismas condiciones anteriores, una duración modificada —27,3 años— casi tres veces la del primer bono (gráfico 3).

Una implicación de la elevada duración de los ceros es la presencia de un mayor grado de riesgo sobre el valor de la inversión (riesgo diferente en su naturaleza al de reinversión, antes mencionado)

asociado a los tipos de interés, ya que el precio de estos bonos refleja, con mayor intensidad que aquellos que cuentan con cupón explícito, la influencia de un movimiento en los tipos de interés.

GRAFICO 3
BONOS CUPON CERO Y CUPON PERIODICO
TIR = 10% CUPON = 10%



Como esta influencia es positiva en el caso de una bajada de tipos, los ceros resultan especialmente deseables cuando las expectativas del inversor van en esa dirección, es decir, desde el punto de vista del mercado, cuando la estructura temporal de los tipos de interés tiene una pendiente invertida. Por el contrario, los precios de los ceros sufren más que los bonos con cupón explícito ante una subida de los tipos de interés, de forma que si las expectativas se orientan en esta dirección, puede ser difícil colocarlos, a no ser que los inversores reciban, en compensación por este riesgo, suficiente rentabilidad adicional.

Un bono descompuesto en sus diferentes *strips* puede considerarse una cartera formada por estos últimos, por lo que la duración de dicho bono es una media ponderada de las duraciones de todos sus *strips*, lo cual quiere decir que a partir de algún momento de la secuencia de pagos por intereses se sobrepasa la duración del bono originario de los

strips hasta llegar al último pago por intereses y al pago del principal, que son, por construcción, los *strips* con mayor duración entre los resultantes de la descomposición de un determinado bono.

5. Convexidad

La *convexidad*, o variación porcentual de la variación del precio de un bono ante un cambio —absoluto— en su rendimiento interno, resulta, en general, un factor de influencia positiva, salvo en el caso de aquellos bonos, como los rescatables a opción del emisor, en que la duración efectiva puede depender del ejercicio de opciones cuya deseabilidad varía inversamente con los tipos de interés.

En el caso de los ceros no rescatables, con diferencia los más habituales, la convexidad, que no es sino una medida de dispersión de los flujos en torno a la duración, se obtiene mediante la fórmula:

$$\frac{N^2 + N}{(1 + TIR)^2}$$

donde N es el plazo de vencimiento del bono.

Por tanto, se trata de una propiedad que intensifica de forma creciente su influencia sobre el precio del bono a medida que aumenta el plazo de vencimiento del mismo. En efecto, la convexidad de un cero resulta sensiblemente superior a la de un bono con cupón explícito de plazo de vencimiento similar, con una diferencia que aumenta de forma sustancial con dicho plazo.

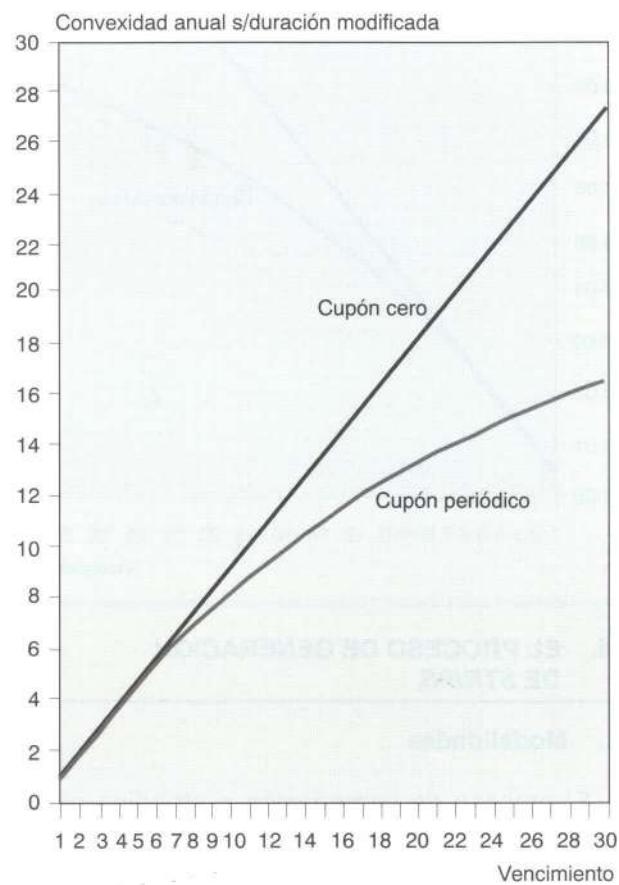
Una forma habitual de reflejar la superioridad de los ceros en este terreno pasa por dividir la convexidad de los bonos por su duración modificada, de forma que ambos conceptos estén expresados en la misma dimensión. En el caso de los ceros, este cociente es una función lineal del plazo de vencimiento de los bonos, ya que puede demostrarse fácilmente que coincide con la duración modificada de un cero con un año más de plazo que el indicado. En cambio, en los bonos con cupón explícito dicho cociente se comporta de una forma similar a la duración, registrando un crecimiento progresivamente menor a medida que dicho plazo se extiende (gráfico 4).

Al ser esta influencia siempre positiva, como hemos mencionado anteriormente, el precio de los ceros reaccionará todavía mejor, por la doble influencia de su duración y su convexidad elevadas, a una bajada en los tipos de interés que un bono con cupón explícito de vencimiento similar. En el caso de que los tipos suban, el efecto negativo de primer orden derivado de este hecho, que depende de la duración, predominará generalmente sobre el efecto positivo derivado de la convexidad.

Al igual que antes, el empleo de bonos cero puede elevar sensiblemente la convexidad de una

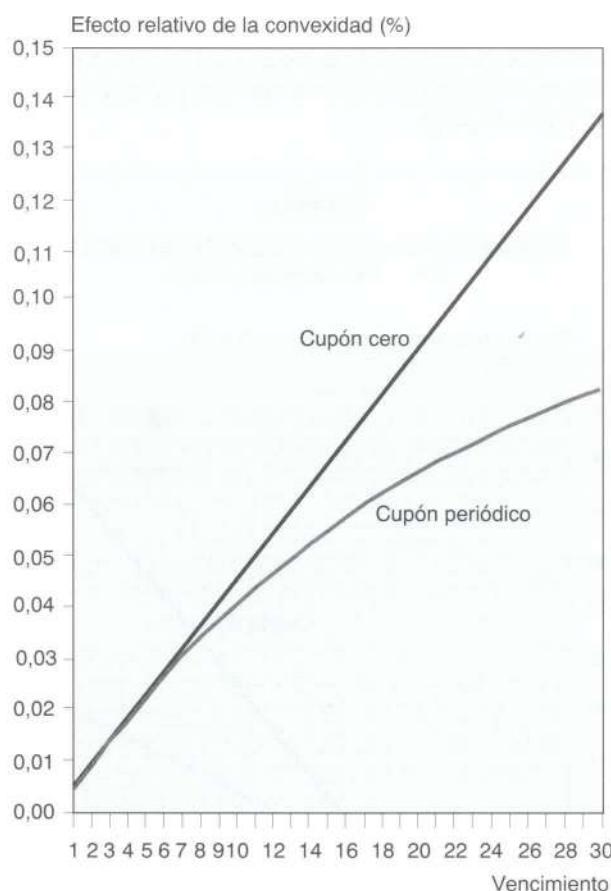
cartera, lo que, a tenor de lo que acabamos de indicar, apunta por sí solo a un incremento del rendimiento de la misma, sin que sea necesario alterar las características básicas de su duración. Concretamente, esto puede hacerse fácilmente mediante el empleo en una cartera de ceros de vencimientos extremos (a corto y largo plazo), ya que la convexidad se relaciona positivamente con la dispersión de los flujos de caja.

GRAFICO 4
BONOS CUPON CERO Y CUPON PERIODICO
TIR = 10% CUPON = 10%



No obstante, hay que tener muy en cuenta que la convexidad sólo comienza a tener efectos mínimamente apreciables, en relación con la duración, cuando los bonos son de vencimiento suficientemente largo. Por ejemplo, si consideramos unos tipos de interés del 10 por 100 y un bono con cupón del 10 por 100, para que el efecto de la convexidad incorporado a un descenso de los tipos de interés en un punto básico —0,01— sea superior al 0,1 por 100 del efecto conjunto sobre el precio de la convexidad y la duración, el vencimiento del bono de cupón explícito tiene que ir bastante más allá de los 40 años, frente a los 22 años de un cupón cero (gráfico 5).

GRAFICO 5
BONOS CUPON CERO Y CUPON PERIODICO
TIR = 10% CUPON = 10% $\Delta TIR = -0,01\%$



III. EL PROCESO DE GENERACION DE STRIPS

1. Modalidades

El proceso de segregación o *stripping* puede efectuarse de diversas formas:

- Mediante un *vehículo financiero*, que recibe como activos los bonos subyacentes y emite con cargo a los mismos los *strips* correspondientes a cada uno de sus cupones. Esta fue la modalidad utilizada por las firmas de inversión estadounidenses que dieron vida a los *strips* de deuda pública en su país en los primeros años 1980.
- Mediante un *cambio virtual* (o contable), por el que, por ejemplo, en una Central de Anotaciones se ceden los bonos originales a cambio de recibir los correspondientes *strips*, sistema seguido en Francia a través de SICOVAM (*Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières*).
- A través del manejo del *código correspondiente a los valores*, que permita identificar de

forma independiente cada uno de sus cupones a efectos de su negociación separada, incluyendo el vencimiento del principal, como sucede en el Tesoro estadounidense, donde dicho código responde a las siglas CUSIP (*Committee on Uniform Securities Identification Procedures*) (1). Es decir, una emisión de bonos susceptible de ser sometida a *stripping* recibe al mismo tiempo dos tipos de códigos distintos, aunque relacionados entre sí: por un lado, un código como tales bonos y, por otro, el conjunto de los que sean necesarios para identificar los distintos *strips* procedente de la misma.

Ambas codificaciones son, en principio, realmente autónomas, ya que, a efectos de reconstrucción del bono original, dos cupones de la misma cuantía y vencimiento son intercambiables, aunque procedan de emisiones distintas. Sin embargo, la reconstrucción de un bono original sí requiere la presencia del *strip* correspondiente al vencimiento de su principal, que de esta forma juega un papel de «ancla» del proceso. Esta circunstancia, junto a su diferente grado de liquidez, puede justificar que tenga un precio sensiblemente más alto que un *strip* con los mismos importe y vencimiento, pero correspondiente al pago por intereses (véase Daves y Ehrhardt, 1993). Una implicación de dicha exigencia es que el potencial disponible para los *strips* de cupones puede ser completamente distinto, incluso de mayor tamaño, que el potencial para los *strips* de vencimientos de principal.

En cualquiera de las mencionadas modalidades, el Tesoro correspondiente juega un papel pasivo, más allá de permitir y regular el funcionamiento del proceso, ya que no es quién realmente pone en marcha los *strips*, sino las entidades autorizadas para ello. En definitiva, el Tesoro sólo se ve implicado en lo que se refiere a la regulación general del proceso y su gestión, además de la determinación de las emisiones susceptibles de ser objeto de *stripping*, sea de forma genérica o particularizada.

2. Implicaciones

El proceso de *stripping* aumenta enormemente la oferta potencial disponible de ceros, ya que, en principio, cualquier emisión de bonos con cupón explícito podría someterse al mismo, siempre que sea conveniente hacerlo así, a menos que lo impida la regulación relativa a las emisiones de bonos o lo desincentive la normativa fiscal.

En particular, dicho proceso permite incrementar considerablemente el conjunto de fechas de vencimientos disponibles en el segmento de cupones cero, ya que cada emisión con cupón explícito puede dar lugar a tantos ceros como pagos de cupones y de principal tenga la misma. Por ejem-

ple, una emisión de obligaciones a 10 años con pago anual de los intereses, permite originar un total de 11 tipos de *strips*, 10 correspondientes a cada uno de los pagos anuales por intereses y uno más por el importe del principal al vencimiento de la emisión.

Los efectos derivados de la duración y la convención de los ceros se potencian con el vencimiento de los mismos, por lo que no es de extrañar que, en el caso de un proceso de *stripping*, el cero resultante que tiende a ser más demandado y mejor valorado por el mercado sea el correspondiente al vencimiento del principal, por otra parte el de mayor nominal, además de su carácter de «ancla» antes mencionado. No obstante, no hay que olvidar la influencia sobre estos cupones de la pendiente de la estructura temporal de los tipos de interés que hemos señalado anteriormente.

En todo caso, la liquidez de los ceros resultantes, como en cualquier otro tipo de emisión de bonos, se ve fomentada por el tamaño de la misma, lo que apunta a que los procesos de *stripping* sólo deberían efectuarse sobre emisiones de valores con cupón explícito suficientemente grandes para no dañar la liquidez de los ceros derivados.

Análogamente, los procesos de *stripping* pueden estar limitados a emisiones de vencimientos suficientemente largos, por ejemplo, de más de 10 años, tanto como medio de incrementar la eficiencia de estos procesos como forma de estimular la colocación de dichas emisiones.

El amplio espectro de vencimientos disponibles con los *strips* permite atender mejor las necesidades de los distintos inversores a este respecto, lo que tiende a poner de manifiesto de forma bastante clara un importante grado de segmentación en la demanda de estos instrumentos (véase, para el mercado francés, Clermont-Tonnerre, 1993, de quien hemos adaptado el cuadro núm. 1).

CUADRO NUM. 1

PRINCIPALES PARTICIPANTES EN EL MERCADO FRANCES DE STRIPS DE DEUDA PUBLICA

Rango de vencimientos	Participantes
0-5 años	<ul style="list-style-type: none"> • Fondos de dinero • Fondos de capital garantizado
6-15 años	<ul style="list-style-type: none"> • Fondos de bonos • Compañías de seguros • Bancos (con fines de gestión de carteras)
16-30 años	<ul style="list-style-type: none"> • No residentes • Bancos (con fines de arbitraje)

Como consecuencia, a través de los *strips* existe la posibilidad de materializar en el mercado de forma efectiva una *curva de tipos cupón-cero* (véase Ezquiaga, Jara y Gómez, 1993) suficientemente amplia, al menos para los vencimientos cubiertos por los *strips*, que, en principio, son potencialmente todos los posibles a medida que se vaya desarrollando este tipo de instrumentos y afecte progresivamente a un número mayor de deuda viva. En este sentido, debe tenerse en cuenta que la cotización de los *strips* suele expresarse en términos de la correspondiente tasa de rendimiento más que en forma de un precio, ya que, por el propio proceso de capitalización que conllevan, dicho precio tenderá a incrementarse cada día que pase, aun cuando su tipo de rendimiento no haya variado.

No obstante, hay que considerar también que la segmentación de la demanda antes mencionada, las importantes diferencias en la liquidez que suelen observarse entre los *strips* de diversos vencimientos, así como el papel de «ancla» de los correspondientes a los vencimientos de principal, constituyen elementos que explican importantes divergencias entre lo que debería deducirse de la teoría para estos instrumentos y lo que se observa en la realidad de los correspondientes mercados, que en último término obedecen a consideraciones de oferta y de demanda, pudiendo restar significación, al menos en algunos de sus segmentos, a la curva de tipos cupón-cero antes mencionada (véanse Daves y Ehrhardt, 1993, para el caso estadounidense, y Clermont-Tonnerre, 1993, para el francés).

La aplicación del *stripping* no resulta irrelevante para los bonos en base a los que se origina este proceso, puesto que debe traducirse en una mayor demanda para ellos, siempre que sean susceptibles de ser sometidos al mismo con algún tipo de ventaja para sus participantes. Esta circunstancia se ve reforzada cuando el *stripping* se ve acompañado por la posibilidad contraria, o *reconstrucción*. Con esta doble vía puede conseguirse una valoración más acorde con las circunstancias del mercado en cada momento para todos los elementos del proceso: bonos con cupón explícito y sus correspondientes *strips*, ya que, si existiese algún desajuste significativo entre ellos, el oportuno arbitraje se encargaría de eliminar las diferencias no justificadas que pudieran existir.

La falta de suficiente liquidez de algunos tramos de *strips* en el mercado, con las consiguientes implicaciones negativas sobre sus respectivos precios, es uno de los factores que explican la emergencia en algunos momentos de operaciones de arbitraje entre una determinada emisión de bonos y sus correspondientes *strips*, teniendo en cuenta la posibilidad de reconstrucción del instrumento original a través de éstos.

La posible coexistencia, en un momento dado, de emisiones de análogas características, unas con posibilidad de *stripping* y otras sin ella, debería permitir valorar económicamente las ventajas que supone este proceso. En efecto, los bonos susceptibles de ser objeto del mismo deberían tener, como mínimo, el valor correspondiente a los bonos que no disponen de esta opción. La diferencia que pudiera existir entre ambos sería atribuible, por tanto, al proceso de *stripping*.

IV. LOS STRIPS EN LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA

El *stripping* de la deuda pública se inició en Estados Unidos en 1982 —fecha que no debe considerarse casual, ya que en 1981 se habían alcanzado niveles récord en los tipos de interés pagados por los títulos del Tesoro estadounidense— por los principales bancos de inversión de aquel país (2), mediante títulos respaldados por un activo colateral de bonos del Tesoro estadounidense.

El proceso de *stripping* emprendido por estas firmas de inversión generó, de una u otra forma, valor añadido, como demuestra su importante ritmo de crecimiento (véase Gregory y Livingston, 1992), por lo que no es de extrañar que el Tesoro estadounidense se plantease enseguida la posibilidad de dirigir por sí mismo este proceso, tanto por revertirlo en su propio interés como por evitar cualquier riesgo derivado de lo que a todas luces no dejaba de ser una especie de «privatización» de la deuda pública, ya que los *strips* emitidos por las firmas de inversión no dejaban de ser, en último término, riesgo de estas últimas.

Hay que tener en cuenta que estos *strips* se configuraron como productos específicos, con imagen de marca propia, por lo que tendían a tener escasa liquidez fuera de la entidad promotora de los mismos, lo que llevó a un grupo de ellas a diseñar un *strip* genérico, sin ninguna imagen de marca.

Debe destacarse el relativamente corto tiempo de respuesta que se tomó el Tesoro estadounidense para asimilar la innovación de los *strips*, lo que tuvo lugar en febrero de 1985, al poner en marcha en su Central de Anotaciones la posibilidad de efectuar este tipo de procesos en algunas emisiones, mediante el programa STRIPS (*Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities*), la cual fue completada en mayo de 1987 con la de poder reconstruir el título original, si se desea. La intervención del Tesoro estadounidense en este sentido desplazó completamente el interés del mercado desde los *strips* anteriores a los suyos propios.

En los mercados de deuda pública europeos la iniciativa de este tipo de instrumentos corresponde

a Francia, no sólo por los *strips* sobre su principal instrumento de deuda pública en la actualidad (OAT: *Obligations Assimilables du Trésor*), que comenzaron en junio de 1991, sino también por el precedente que supuso una emisión, efectuada a finales de 1985, de los denominados FELINS (*Fonds d'Etat libérés de l'interêt nominal*), divididos en sus dos modalidades: capital e *interêt*, equivalentes al principal y a los cupones, respectivamente. Esta primitiva experiencia no obtuvo el éxito que se esperaba de la misma por motivos de la fiscalidad que se decidió aplicar a este tipo de bonos.

Los *strips* sobre OATs franceses, cuyo manejo se encomienda a SICOVAM y a un grupo de SVT (*Spécialistes en Valeurs du Trésor*) —entidades que participan regularmente en las subastas del Tesoro, actúan como creadores de mercado de sus títulos y son especialmente activos en el mercado secundario de los mismos—, son reconstruibles en cualquier momento. De acuerdo con Clermont-Tonnerre (1993), el volumen vivo de *strips* en el mercado de deuda pública francés a finales de septiembre de 1993 ascendía a 83.300 millones de francos, equivalentes a un 23 por 100 del volumen vivo de las cinco emisiones susceptibles de este proceso. Este porcentaje subía por encima del 40 por 100, e incluso del 60 por 100, en las dos emisiones con vencimientos más alejados en el tiempo.

El hecho de que los *strips* posean cierta relevancia en el mayor mercado de deuda pública del mundo, el estadounidense, así como que estos últimos se hayan empleado recientemente en relación con algunos mercados de deuda pública europeos, con o sin el concurso del correspondiente Tesoro público, es uno de los elementos que justificarían se plantease seriamente su posible utilización en España.

Al margen de los mercados domésticos de deuda, los mercados financieros internacionales pueden constituir un terreno propicio para la aparición de *strips* construidos por entidades financieras privadas a partir de las emisiones internacionales de determinados prestatarios soberanos con buena acogida regular en los mismos.

La posibilidad de que una emisión de deuda pública con cupones periódicos pueda ser objeto de un proceso de *stripping* por parte de firmas de inversión privadas plantea, como mínimo, dos cuestiones al Tesoro Público implicado:

a) Si dicho proceso permite obtener valor añadido, esta circunstancia apunta a una cierta inadecuación del diseño de la operación inicial a las exigencias concretas del mercado.

b) Dicho valor añadido puede —y debe— ser captado por el propio Tesoro, bien mediante la emisión de cupones cero primarios, bien por la provisión de mecanismos que permitan la realización

y control de proceso de *stripping* por el propio Tesoro.

V. POSIBILIDADES FUTURAS DE LOS STRIPS DE DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA

La oportunidad de una próxima incorporación de los *strips* al mercado español de deuda pública puede derivarse tanto de la situación actual y de las perspectivas futuras de los tipos de interés en nuestro país, como de las posibilidades que presentan estos instrumentos como apoyo a las estrategias orientadas al alargamiento del vencimiento medio bastante corto que, desde muchos puntos de vista, presenta hoy nuestra deuda pública (véase AFI, 1993b).

Sin embargo, en este apartado del trabajo nos interesa, sobre todo, pasar revista a las posibilidades normativas que condicionan, en algunos casos de una manera que entendemos decisiva, la puesta en marcha de los mismos en España.

En primer lugar, debe tenerse muy en cuenta que los *strips* están expresamente contemplados dentro del concepto de valor negociable recogido en la regulación española actual sobre emisiones de valores. En efecto, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, al enumerar los distintos valores negociables, incluye expresamente entre éstos «las obligaciones y valores análogos representativos de partes de un empréstito, ya sean con rendimiento explícito o implícito [...], así como los *valores derivados que den derecho sobre uno o más vencimientos del principal o intereses de aquéllos*». Por tanto, se consideran valores los derivados de los procesos de *stripping* de los bonos con cupón explícito.

Por otra parte, en el terreno concreto de la Deuda Pública, la regulación de la deuda del Estado anotada (Real Decreto 505/1987, de 3 de abril) prevé expresamente (art. 11, 3) la posibilidad de la misma con rendimiento implícito, aparte de la utilizada como instrumento de intervención monetaria (es decir, de las actuales *letras del Tesoro*).

El carácter genérico de estas disposiciones no permite, sin más, poner en marcha los *strips* en el mercado español de deuda pública. En primer lugar, por algunos condicionantes que presenta actualmente la regulación de la deuda del Estado anotada antes mencionada, particularmente la invisibilidad actual (arts. 8 y 10) de los derechos ligados a la propiedad de la Deuda anotada, que impide la negociación por separado de los cupones y de las nudas propiedades.

Además de los obstáculos normativos, la posible aplicación del *stripping* a la deuda pública española exigiría un diseño y manejo adecuados de las refe-

rencias correspondientes en la Central de anotaciones, de forma que permitiese la reconstrucción completa de la deuda original, con todos sus cupones vigentes —o sus equivalentes— y el principal.

Sin embargo, a nuestro juicio, el principal obstáculo a la utilización de ceros en general, y de *strips* en particular, por parte de los inversores españoles, al igual que sucede en otros países de nuestro entorno, procede de la normativa fiscal. Esta resulta bastante engorrosa en este campo, ya que, según la Ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, entre los rendimientos gravados y sujetos a retención se incluye expresamente, como regla general: «la diferencia entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso y el comprometido a reembolsar al vencimiento, en aquellas operaciones cuyo rendimiento se fije, total o parcialmente, de forma implícita». Además, «cuando la permanencia del título en la cartera del prestamista o inversor sea inferior a la vigencia del título, se computará como rendimiento la diferencia entre el importe de la adquisición o suscripción y el de la enajenación o amortización» (art. 1, 2).

El carácter engorroso de este régimen fiscal, que no estimula la negociabilidad de los valores sujetos al mismo, llevó al legislador a suavizarlo en la Disposición Adicional 9 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, aunque sólo para el caso, por su propia naturaleza ajeno a los ceros, de que el efectivo anual de los valores «sea igual o superior al que resultaría de aplicar el tipo de interés que, a este efecto, se fije en la Ley de Presupuestos Generales del Estado o, en su defecto, el tipo de interés legal del dinero vigente en el momento de la emisión». La Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas reproduce esta misma filosofía (art. 37, 2, c).

Los ceros que puedan derivarse de un proceso de *stripping* se ven sometidos no sólo al engorro anterior, sino también a un fenómeno de *doble imposición*, que los desincentiva de forma muy sensible, ya que, según una lectura literal de la legislación fiscal española actual, dejando aparte la problemática que plantean los inversores no residentes, los valores implicados en dicho proceso tributarían dos veces:

- a) - Por un lado, en el momento de cobro de los cupones de los títulos primarios sometidos al mismo, objeto de retención en el caso más general.
- b) Por otro, mediante los *strips* originados a partir de los anteriores, objeto del régimen general antes descrito para los valores con rendimiento implícito.

Al margen de la problemática relativa a los inversores, debe tenerse muy en cuenta que los ceros derivados de *strips*, por su propia naturaleza, no

presentan las dificultades que suelen atribuirse a los ceros primarios emitidos por entidades pertenecientes al sector público cuando su contabilidad sigue el criterio de caja, y no el de devengo. Dichos emisores deberían periodificar sus cargas financieras (en este caso, dadas por la diferencia entre el precio de reembolso y el precio de emisión) a lo largo del período de vida de las correspondientes emisiones si no se quiere desvirtuar la asignación temporal de dichas cargas —y, por extensión, del conjunto del gasto público—, circunstancia que puede tener efectos muy importantes si dichos ceros son de vencimiento bastante dilatado y no se emiten con suficiente regularidad.

Los *strips*, como valores derivados de otros, no serían contabilizados como tales por la entidad pública emisora de la correspondiente deuda subyacente, sino que, en todo caso, lo harían los cupones originales que han permitido su creación.

NOTAS

(1) En España hablaríamos del código ISIN (*International Securities Identification Number*), por el que se identifican internacionalmente las emisiones. Véanse la Circular 3/1992, sobre valores codificables y procedimientos de codificación, y la Norma Técnica 1/1992, sobre estructura de los códigos, ambas de la CNMV y de fecha 8 de octubre. En ninguna de estas disposiciones está previsto expresamente el proceso de *stripping*, aunque tampoco se desprende ningún impedimento para que pueda basarse en el manejo de los códigos de los valores al estilo estadounidense.

(2) Las modalidades más conocidas de estos *strips* fueron

las comercializadas por Merrill Lynch (TIGRS: *Treasury Investment Growth Receipts*), que fue la entidad pionera de los mismos, y por Salomon Brothers (CATS: *Certificates of Accrual on Treasury Securities*).

REFERENCIAS

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES, AFI (1993a), *Los mercados de Deuda Pública ante la Unión Económica y Monetaria*, Instituto de Estudios y Análisis Económicos, Secretaría de Estado de Economía, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- (1993b), «Los *strips*: una interesante innovación para la deuda pública española», *Análisis Financiero Internacional*, agosto-septiembre, págs. 29-41.
- BECKETT, Sean (1988), «The Role of Stripped Securities in Portfolio Management», *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, mayo, págs. 20-31.
- CLERMONT-TONNERRE, A. de (1993), «Bond stripping: the French experience», *The Journal of International Securities Markets*, volumen 7, otoño, págs. 233-245.
- DAVES, P. R., EHRHARDT, M. C. (1993), «Liquidity, Reconstitution, and the value of U.S. Treasury Strips», *The Journal of Finance*, vol. XLVIII, n.º 1, marzo, págs. 315-329.
- DOUGLAS, L. C. (1990), *Bond Risk Analysis. A Guide to Duration and Convexity*, New York Institute of Finance, Nueva York.
- EZQUIAGA, L., JARA, J. R. y GÓMEZ, I. (1993), «Una metodología para la estimación de la curva de tipos cupón-cero y su aplicación al mercado español», mimeo, de próxima publicación en la revista *Moneda y Crédito*.
- GREGORY, D. W., LIVINGSTON, M. (1992), «Development of the Market for U.S. Treasury STRIPS», *Financial Analyst Journal*, marzo-abril, págs. 68-74.

EL PROBLEMA DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

José L. Raymond

El objeto de esta breve nota es llamar la atención sobre el problema que la expansión de la deuda pública en nuestro país, subproducto del déficit público, puede plantear en un próximo futuro, caso de que el desequilibrio de las finanzas públicas no se corrija. Se trata, en definitiva, de examinar las implicaciones de una simple identidad contable, en ocasiones olvidada, y cuya derivación se detalla en el anexo.

En efecto, suponiendo que el sector público no puede recurrir para su financiación a la emisión de dinero por parte del Banco de España y que las operaciones financieras se compensan, el déficit público y las necesidades de financiación resultan coincidentes. A partir de unos sencillos cálculos, se deduce en tal contexto la siguiente relación entre deuda pública-PIB en el período t , « k_t », su valor precedente « k_{t-1} » y el déficit público primario « b_t »; es decir, el déficit público después de excluir las cargas por intereses:

$$k_t = \frac{1 + r_t}{1 + p_t} k_{t-1} + b_t = a_t \cdot k_{t-1} + b_t$$

en donde « r_t » es el tipo real de interés de la deuda pública, « p_t » es la tasa de expansión del PIB en términos reales, y « a_t » es el cociente entre « $(1 + r_t)$ » y « $(1 + p_t)$ ». A partir de esta expresión es inmediato comprobar que siempre que el sector público incurre en un déficit primario, si el tipo real de interés excede al crecimiento del PIB, la relación deuda pública-PIB se convierte en explosiva.

En primer lugar, cabe examinar los datos del problema, recogidos en el cuadro núm. 1 y en el gráfico 1. A la vista de esta información, hasta 1978, la proporción de deuda pública con respecto al PIB era prácticamente estable, situada en el entorno del 14 por 100. A partir de esta fecha, la variable inicia una senda creciente hasta situarse en el 44,4 por 100 en 1991. La causa de esta elevación es el déficit del sector público, que, progresivamente, se amplía y que alcanza un primer máximo en 1989 al representar el 6,9 por 100 del PIB. No obstante, durante estos años jugaban como factores compensadores de la explosividad de la deuda unos tipos reales de interés negativos o muy bajos, y a partir de 1985

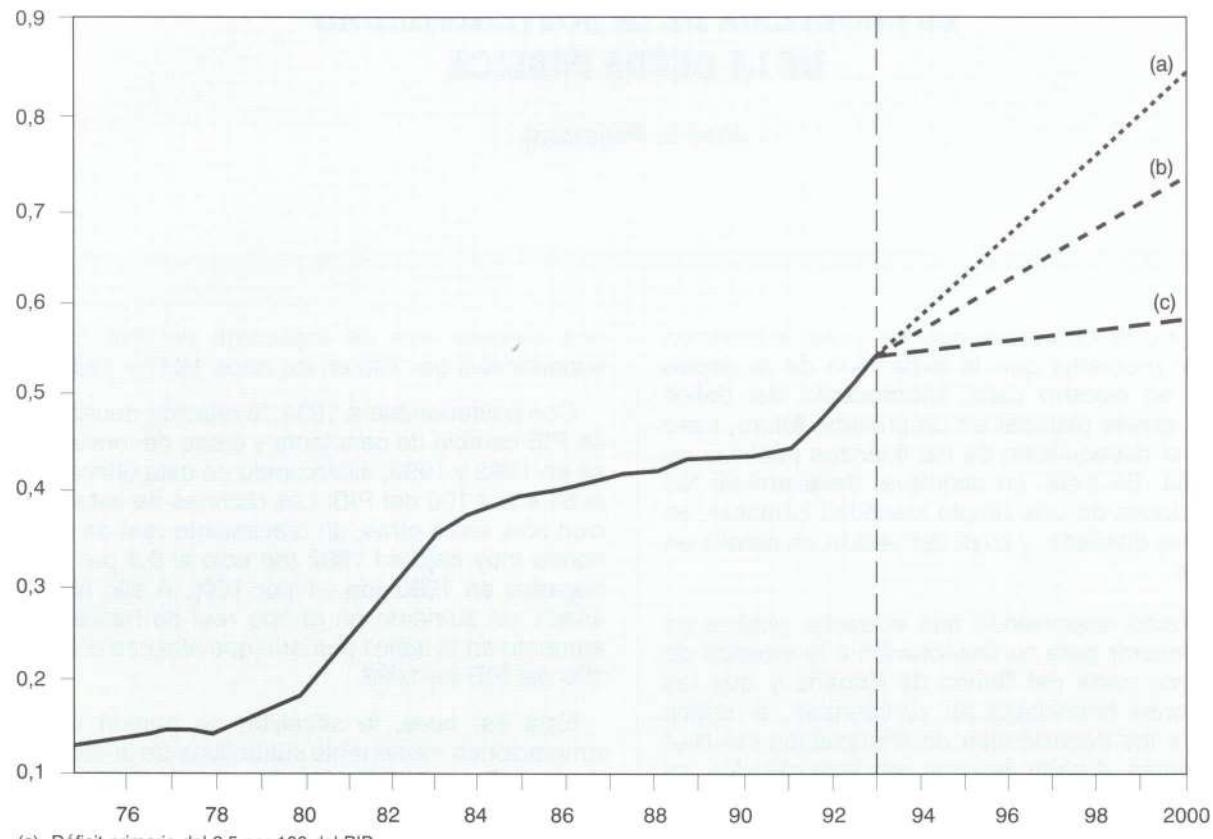
una elevada tasa de expansión del PIB que fue superior al 5 por 100 en los años 1987 y 1988.

Con posterioridad a 1991, la relación deuda pública-PIB cambia de pendiente y crece de forma intensa en 1992 y 1993, alcanzando en esta última fecha el 54,4 por 100 del PIB. Las razones de esta evolución son, entre otras, un crecimiento real de la economía muy bajo en 1992 (de sólo el 0,8 por 100) y negativo en 1993 (de -1 por 100). A ello hay que añadir un aumento en el tipo real de interés y un aumento en el déficit primario que alcanza el 2,5 por 100 del PIB en 1993.

Esta es, pues, la situación de partida de tres simulaciones meramente ilustrativas de la evolución de la ratio deuda-PIB hasta el año 2000. Cabe resaltar de estos datos iniciales que en 1993 el déficit total del sector administraciones públicas se sitúa en el 7,25 por 100 del PIB, y que la carga por intereses representa 4,75 puntos porcentuales de este déficit.

Las hipótesis de trabajo adoptadas son las de un tipo real de interés que se mantiene estable en el 4,8 por 100 anual, y que puede considerarse el resultado de una tasa de inflación del 3 por 100 anual y de un tipo nominal de interés del 8 por 100. Obsérvese que el tipo nominal de interés del sector público es, en 1993, del 10,2 por 100, obtenido como cociente entre las cargas por intereses de este año y el stock de deuda pública del año precedente. Las simulaciones contemplan, por tanto, un descenso de dos puntos en el tipo nominal de interés promedio de la deuda pública calculado según este criterio. Adicionalmente, se supone una tasa de expansión del PIB real del 2 por 100. Ello conduce a un valor de « $a_t=1,028$ ». El mismo resultado se alcanzaría si se considerase a la vez un tipo real de interés algo más bajo y una tasa promedio de expansión del PIB también más reducida. En cualquier caso, con la información disponible es inviable fundamentar sobre bases sólidas la evolución a largo plazo de las magnitudes señaladas. Se pretende, en definitiva, dibujar un entorno macroeconómico que no se aleje demasiado de la situación actual y analizar en tal contexto las implicaciones de la aritmética de la deuda, suponiendo la coinciden-

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LA RELACION DEUDA PUBLICA/PIB



(a) Déficit primario del 2,5 por 100 del PIB.
 (b) Déficit primario del 1 por 100 del PIB.
 (c) Superávit primario del 1 por 100 del PIB.

CUADRO NUM. 1
EVOLUCION DE LAS MAGNITUDES DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

AÑOS	Relación Deuda/PIB	Tipo nominal de interés	Tipo de inflación	Tipo real de interés	Crecimiento PIB	Relación déficit/PIB	Relación intereses/PIB	Relación déficit primario/PIB
1976	0,136000	0,040976	0,163902	- 0,105616	0,031698	- 0,003045	0,004470	0,001425
1977	0,145000	0,047680	0,229312	- 0,147751	0,031980	- 0,006145	0,005111	- 0,001033
1978	0,143000	0,046727	0,199789	- 0,127574	0,019755	- 0,017476	0,005538	- 0,011938
1979	0,163000	0,050225	0,164556	- 0,098175	0,004332	- 0,017373	0,006141	- 0,011233
1980	0,183000	0,051708	0,137982	- 0,075814	0,015723	- 0,026938	0,007292	- 0,019646
1981	0,235000	0,048720	0,121498	- 0,064893	- 0,003979	- 0,039119	0,007982	- 0,031138
1982	0,288000	0,049519	0,136523	- 0,076553	0,013393	- 0,056217	0,010104	- 0,046113
1983	0,355000	0,056093	0,118094	- 0,055452	0,016330	- 0,047987	0,014216	- 0,033771
1984	0,378000	0,067664	0,110276	- 0,038380	0,017176	- 0,054000	0,021270	- 0,032731
1985	0,395000	0,102244	0,124347	- 0,019658	- 0,001186	- 0,069397	0,034415	- 0,034982
1986	0,403000	0,114777	0,105768	0,008148	0,036923	- 0,059689	0,039540	- 0,020149
1987	0,417000	0,096381	0,058124	0,036155	0,056429	- 0,031264	0,034747	0,003483
1988	0,421000	0,089298	0,056566	0,030980	0,051599	- 0,032521	0,033514	0,000994
1989	0,436000	0,092299	0,070914	0,019969	0,047368	- 0,027950	0,034644	0,006693
1990	0,435000	0,090406	0,073804	0,015461	0,036213	- 0,039166	0,035425	- 0,003741
1991	0,444000	0,099660	0,069992	0,027727	0,022246	- 0,049233	0,039634	- 0,009599
1992	0,482000	0,102299	0,065056	0,034968	0,007957	- 0,044535	0,042310	- 0,002226
1993	0,545000	0,101880	0,045164	0,054265	- 0,010210	- 0,072517	0,047469	- 0,025048

cia entre déficit público y necesidades de financiación.

Tal como las líneas de trazo discontinuo del gráfico reflejan, la simulación (a) informa que si el déficit primario del sector público prosigue en el 2,5 por 100 anual, en el año 2000 la relación deuda pública-PIB se sitúa en el entorno del 85 por 100, quedando claramente incumplidos los límites acordados en Maastricht.

La simulación (b) presupone que el déficit público primario se reduce al 1 por 100 del PIB. En este caso, la relación deuda pública-PIB sigue una senda algo menos expansiva, pero se sitúa en el año 2000 en el 74 por 100 del PIB.

Sólo un superávit primario del 1 por 100, recogido en la simulación (c), permite una cierta estabilización del peso de la deuda pública en el PIB, quedando situada la correspondiente *ratio* en el 58 por 100.

Un factor compensado de este proceso, al margen de posibles operaciones financieras, podría venir por la vía de una mayor reducción de los tipos reales de interés. En definitiva, un tipo real de interés próximo al crecimiento real de la economía, comporta que la expansión de la *ratio* deuda-PIB venga determinada únicamente por el déficit primario. Un tipo real de interés de esta magnitud es el acorde con valores que cabría interpretar como soluciones de equilibrio a largo plazo. Para ello, las economías española y europea deben corregir sus anomalías, puesto que la evolución de los tipos de interés españoles no es independiente del acontecer europeo, y en los últimos años fundamentalmente España, pero también Europa, han tenido tipos de interés anormalmente elevados que han perjudicado al sector real de la economía, al incidir negativamente sobre el proceso de acumulación de capital y sobre la competitividad vía la apreciación del tipo de cambio. (A título ilustrativo, en 1992, según la revista *European Economy*, que publica la Comisión para las Comunidades Europeas, el tipo nominal de interés a corto plazo en el conjunto de países de la Unión Europea fue de un 11,1 por 100, frente al 3,5 por 100 de Estados Unidos.) En cualquier caso, el sector público se ve obligado a corregir el problema del déficit presupuestario si desea evitar que la dinámica de la deuda la convierta en incontrolable.

El dato de una carga por intereses, en 1993, de un 4,75 por 100 del PIB informa con claridad del hecho de que el déficit presente es en gran parte el subproducto de déficit pasados, así como de la necesidad de interrumpir un proceso difícilmente sostenible que puede erosionar la credibilidad de la política económica española. La inadecuada mez-

cla de política fiscal expansiva y monetaria contractiva que ha caracterizado el pasado reciente de la política económica española, provoca elevados tipos de interés y, aparte de sus efectos adversos sobre la economía real, tal como la simulación (a) ilustra, conduce a un callejón sin salida en el que el déficit público se autoalimenta, tesitura en la que resulta difícilmente sostenible la propia disciplina monetaria.

ANEXO LA ARITMÉTICA DE LA DEUDA

La aritmética de la deuda surge de la consideración de la siguiente identidad contable:

$$K_t = K_{t-1} + i_t \cdot K_{t-1} + B_t \quad [1]$$

en donde « K_t » es el stock de deuda en el período « t »; « K_{t-1} » es el stock de deuda en el período « $t-1$ »; « i_t », el tipo nominal de interés promedio del stock de deuda, y « B_t », el saldo primario del presupuesto. Obsérvese que el producto « $i_t \cdot K_{t-1}$ » mide las cargas financieras en « t ». Adicionalmente, se supone que las operaciones financieras se compensan y que no existe monetización del déficit.

Dividiendo por el PIB a precios corrientes « Y_t » y siendo « ρ_t » la tasa de crecimiento real del PIB y « $\dot{\rho}_t$ » la tasa de inflación referida al deflactor del PIB, se tiene:

$$\frac{K_t}{Y_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + \dot{\rho}_t)(1 + \rho_t)} \cdot \frac{K_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{B_t}{Y_t} \quad [2]$$

Utilizando minúsculas para denominar las *ratios* con respecto al PIB, y siendo « r_t » el tipo real de interés se tiene:

$$k_t = \frac{1+r_t}{1+\dot{\rho}_t} \cdot k_{t-1} + b_t \quad [3]$$

Ante un déficit primario permanente, la condición de estabilidad de la ecuación es que la tasa de crecimiento del PIB exceda al tipo real de interés. En otro caso, la relación deuda pública-PIB se convierte en explosiva debido al peso creciente que adquieren las cargas financieras. Un tipo real de interés en exceso a la tasa de expansión del PIB, sólo es compatible con la no explosividad de la deuda, si el sector público es capaz de generar un superávit primario de entidad suficiente para que los dos miembros de la derecha de la ecuación [3] se anulen.

APENDICE LEGISLATIVO

Constitución Española, de 27 de diciembre de 1978. Artículos 135 y 157.

Real Decreto Legislativo 1.091/1988, de 23 de septiembre.

Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre.

Ley 39/1988, de 28 de diciembre.

Real Decreto 505/1987, de 3 de abril.

Orden de 19 de mayo de 1987.

Resolución de 24 de junio de 1987.

Resolución de 21 de marzo de 1989.

Orden de 7 de julio de 1989.

Orden de 22 de enero de 1990.

Resolución de 8 de marzo de 1990.

Orden de 7 de junio de 1990.

Orden de 24 de julio de 1991.

Real Decreto 1.285/1991, de 2 de agosto.

Orden de 16 de septiembre de 1991.

Resolución de 24 de septiembre de 1991.

Orden de 20 de enero de 1993.

Orden de 26 de noviembre de 1993.

Real Decreto 3/1994, de 14 de enero.

Orden de 24 de enero de 1994.

Resolución de 26 de enero de 1994.

Circular 6/1994, de 26 de septiembre.

...

Artículo 135

1. El Gobierno habrá de estar autorizado por ley para emitir Deuda Pública o contraer crédito.

2. Los créditos para satisfacer el pago de intereses y capital de la Deuda Pública del Estado se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de los presupuestos y no podrán ser objeto de enmienda o modificación, mientras se ajusten a las condiciones de la ley de emisión.

...

Artículo 157

1. Los recursos de las Comunidades Autónomas estarán constituidos por:

a) Impuestos cedidos total o parcialmente por el Estado; recargos sobre impuestos estatales y otras participaciones en los ingresos del Estado.

b) Sus propios impuestos, tasas y contribuciones especiales.

c) Transferencias de un Fondo de Compensación interterritorial y otras asignaciones con cargo a los Presupuestos Generales del Estado.

d) Rendimientos procedentes de su patrimonio e ingresos de derecho privado.

e) El producto de las operaciones de crédito.

2. Las Comunidades Autónomas no podrán en ningún caso adoptar medidas tributarias sobre bienes situados fuera de su territorio o que supongan obstáculo para la libre circulación de mercancías o servicios.

3. Mediante ley orgánica podrá regularse el ejercicio de las competencias financieras enumeradas en el precedente apartado 1, las normas para resolver los conflictos que pudieran surgir y las posibles formas de colaboración financiera entre las Comunidades Autónomas y el Estado.

Artículo único.—Se aprueba el texto refundido de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, que se inserta a continuación.

TEXTO REFUNDIDO DE LA LEY GENERAL PRESUPUESTARIA

TITULO PRELIMINAR

Principios generales

...

Art. 7.º Se regularán por Ley las siguientes materias relativas a la Hacienda Pública:

...

d) El régimen de la Deuda pública y las grandes operaciones de carácter económico y financiero.

...

TITULO PRIMERO

Del régimen de la Hacienda Pública

CAPITULO PRIMERO

Los derechos de la Hacienda Pública

Art. 22. Son derechos económicos de la Hacienda Pública y constituyen el haber de la misma:

a) Los tributos, clasificados en impuestos, contribuciones especiales, tasas y exacciones parafiscales.

b) Los rendimientos procedentes de su patrimonio.

c) Los productos de operaciones de la Deuda Pública.

d) Los demás recursos que obtenga la Hacienda Pública.

Art. 23. Los recursos de la Hacienda del Estado y de cada uno de sus Organismos autónomos se destinan a satisfacer el conjunto de sus respectivas obligaciones, salvo que por una Ley se establezca su afectación a fines determinados.

Art. 28. Constituyen la Deuda Pública los capitales tomados a préstamo por el Estado o sus Organismos autónomos. La creación, administración, conversión y extinción, así como la prescripción de los capitales y sus intereses, se regirán por lo dispuesto en la presente Ley.

...

TITULO CUARTO

De las operaciones financieras

Art. 101. 1. La Deuda Pública podrá ser emitida o contratada por el Estado o por sus organismos autónomos, recibiendo, en el primer caso, la denominación de «Deuda del Estado» y, en el segundo, la de «Deuda de los Organismos autónomos».

2. La creación de la Deuda Pública, tanto del Estado como de los Organismos autónomos, habrá de ser autorizada por Ley, que, sin perjuicio de fijar cualesquiera otras características de la Deuda a crear, deberá señalar el importe máximo autorizado.

3. (1) Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de crédito por el Banco de España al Estado, Comunidades Autónomas, Corporaciones Locales o cualquiera de los Organismos o Entidades a las que se refiere el artículo 104 del Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea, según redacción dada por el Tratado de la Unión Europea de 7 de febrero de 1992.»

4. (1) A efectos del cálculo del saldo vivo de la Deuda del Estado y, en especial, su variación durante cada ejercicio presupuestario, se deducirá del saldo bruto de la Deuda del Estado el saldo de las posiciones activas de tesorería mantenidas por el Tesoro en el Banco de España o en otras instituciones financieras.

5. En el caso de las autorizaciones incorporadas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado, el importe máximo autorizado citado en el número 2 anterior se definirá por referencia a la variación neta autorizada del saldo vivo del conjunto de la Deuda del Estado y de cada uno de los Organismos autónomos, incluido el saldo neto de las cuentas frente al Banco de España citadas en el número 3 anterior. De no establecerse en dicha Ley restricciones adicionales, se entenderá que dicha autorización comporta la de realizar emisiones brutas de Deuda Pública destinadas a cualquiera de los fines previstos en el número 9 siguiente, sin más limitación que la de que el saldo neto de emisiones y amortizaciones respete el límite cuantitativo autorizado.

6. En el marco de las Leyes citadas en los números 2 y 5 anteriores, corresponderá al Gobierno disponer la creación de Deuda Pública, fijando el límite máximo hasta que el Ministro de Economía y Hacienda pueda autorizar su emisión o contracción y señalando los criterios generales a que deberá ajustarse aquélla y la gestión de la Deuda Pública en circulación.

7. La emisión o contracción de Deuda Pública habrá de ser autorizada, en todo caso, por el Ministro de Economía y Hacienda.

8. El producto, la amortización y los gastos por intereses y por conceptos conexos de las emisiones de Deuda Pública se aplicarán al Presupuesto del Estado o del respectivo Organismo autónomo.

9. (1) El producto de la Deuda Pública tendrá como destino genérico financiar los gastos previstos en los Presupuestos del Estado o del respectivo Organismo autónomo y constituir posiciones activas de Tesorería.

(1) Modificado por Art. 51.1 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, BOE de 30 de diciembre de 1993.

10. (1) Sin perjuicio de lo dispuesto en el número 8 de este artículo, el producto y la amortización de las emisiones de Letras del Tesoro, de las emisiones continuas en el exterior de papel comercial y notas a medio plazo, de las disposiciones a corto plazo de líneas de crédito y, en general, de cualesquiera otros instrumentos de financiación a plazo inferior a un año, se contabilizarán transitoriamente en una cuenta de operaciones del Tesoro, tras pasándose al Presupuesto del Estado por el importe de su diferencia neta al cierre del ejercicio. Los gastos por intereses y por conceptos conexos de los referidos instrumentos de financiación seguirán el régimen general previsto en el número 8 de este artículo.

El Gobierno comunicará trimestralmente a la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados y del Senado el saldo detallado en la cuenta de operaciones del Tesoro a que se refiere el párrafo anterior.

Art. 102. 1. La Deuda Pública podrá estar representada en anotaciones en cuenta, títulos-valores o cualquier otro documento que formalmente la reconozca.

2. En la suscripción y transmisión de la Deuda Pública negociable sólo será preceptiva la intervención de fedatario público cuando aquélla esté representada por títulos-valores y así lo disponga la legislación aplicable a los mismos. No será preceptiva, en todo caso, para las operaciones con pagarés del Tesoro y aquellas otras en las que los títulos-valores se extingan por su transformación en anotaciones en cuenta.

3. El Gobierno dictará las disposiciones necesarias para regular el sistema de instrumentación de la Deuda Pública en anotaciones en cuenta y las transacciones referentes a los valores de la Deuda así representada.

Art. 103. La Deuda Pública podrá estar denominada en pesetas o en moneda extranjera, emitirse tanto en el interior como en el exterior y reunir las características de plazo, tipo de interés, representación o cualesquiera otras que permitan una reducción de su coste y una mejor adecuación a los fines perseguidos con su creación. Su adquisición, tenencia y negociación no estará sujeta a más limitaciones que las derivadas de las propias normas de creación de la Deuda, de las reguladoras de los mercados en que se negocie o de las normas vigentes en materia de control de cambios.

Art. 104. Con las limitaciones que deriven de lo previsto en los números 2, 5 y 6 del artículo 101 se faculta al Ministro de Economía y Hacienda a:

1. Proceder a la emisión o contracción de Deuda Pública estableciendo su representación, voluntaria o exclusiva, en anotaciones en cuenta, títulos valores u otro documento que formalmente la reconozca, señalar o concertar su plazo, tipo de interés y demás características, y formalizar, en su caso, en representación del Estado, tales operaciones.

Cuando la formalización de la operación haya de tener lugar en el extranjero el Ministro podrá delegar en el representante diplomático correspondiente o en un funcionario del Departamento ministerial designado al efecto aunque sea de categoría inferior a Director general.

2. Recurrir, para la colocación de las emisiones de valores negociables de Deuda Pública, a cualquier técnica que no entrañe una desigualdad de oportunidades

para los potenciales adquirentes de los mismos, según su naturaleza y funciones. En particular podrá:

- a) Ceder la emisión, durante un período prefijado de suscripción a un precio único pre establecido.
- b) Subastar la emisión adjudicando los valores conforme a reglas que se harán públicas con anterioridad a la celebración de la subasta.
- c) Vender la emisión, a lo largo de un plazo abierto, directamente en Bolsa y, en el caso de los valores materializados en anotaciones en cuenta, en el correspondiente mercado de deuda.
- d) Subastar la emisión entre el público en general, entre colocadores autorizados o entre un grupo restringido de éstos que adquieran compromisos especiales respecto a la colocación de la Deuda o al funcionamiento de sus mercados (1).

3. Determinar quiénes tendrán, en su caso, la consideración de agentes colocadores de las emisiones de valores de la Deuda Pública y señalar, si hay lugar, las comisiones a abonar a los mismos.

4. Adquirir en el mercado secundario valores negociables de la Deuda Pública con destino a su amortización o proceder, al amparo de lo dispuesto en las respectivas normas de emisión o contratación, o por mutuo acuerdo con los acreedores, al reembolso anticipado, incluso parcial, de la Deuda Pública o a la revisión de alguna de sus condiciones cuando la situación del mercado u otras circunstancias así lo aconsejen.

5. Acordar o concertar operaciones voluntarias de amortización, canje, conversión, prórroga, intercambio financiero, cambio en la forma de representación y otras análogas que supongan modificaciones de cualesquiera condiciones de las operaciones que integran la Deuda del Estado.

6. Acordar cambios en las condiciones de la Deuda Pública que obedezcan exclusivamente a su mejor administración, siempre que no se perjudiquen los derechos económicos del tenedor.

7. Convenir, en las operaciones de endeudamiento exterior, las cláusulas y condiciones usuales en estas operaciones, incluso, excepcionalmente, el sometimiento a arbitraje o la remisión a una legislación o a tribunales extranjeros, siempre que se observe lo dispuesto en el artículo 44 de esta Ley.

8. Habilitar en la sección de Deuda Pública los créditos o ampliaciones de créditos necesarios para hacer frente a los reembolsos contractuales o anticipados de las operaciones que integran la Deuda Pública del Estado.

9. Encomendar el ejercicio de las competencias señaladas en los números anteriores, en relación a la Deuda emitida por los Organismos autónomos, a sus correspondientes órganos rectores.

10. Disponer la emisión de Deuda Pública del Estado durante el mes de enero de cada año con sujeción a las normas reguladoras de las emisiones de similares características dictadas en desarrollo de la autorización de creación de Deuda contenida en la Ley de Presupuestos

(1) El artículo 51.2 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre (*BOE* de 30 de diciembre de 1993) suprime la letra e) del número 2 de este artículo.

Generales del Estado para el año precedente. Estas emisiones no sobrepasarán, en ningún caso, el 15 por 100 del límite autorizado para este último año y se computarán dentro del límite autorizado para el año en curso por la correspondiente Ley de Presupuestos Generales del Estado.

Art. 105. 1. A los títulos representativos de la Deuda Pública será de aplicación el régimen establecido por el ordenamiento jurídico general según la modalidad y las características de la misma.

2. Asimismo, a los títulos al portador de la Deuda Pública que hayan sido robados, hurtados o sufrido extravío o destrucción les será aplicable el procedimiento establecido administrativamente o, en su defecto, por la legislación mercantil.

3. El Ministerio de Economía y Hacienda determinará el procedimiento a seguir cuando se trate de títulos nominativos o al portador extraviados después de su presentación en las respectivas oficinas públicas, o que haya sido objeto de destrucción parcial que no impida su identificación.

Art. 106. 1. Los capitales de la Deuda Pública prescribirán a los veinte años sin percibir sus intereses, ni realizar su titular acto alguno ante la Administración de Hacienda Pública que suponga o implique el ejercicio de su derecho.

2. La obligación de reembolso de los capitales de la Deuda Pública llamada a conversión prescribirá a los diez años, contados desde el último día del plazo establecido para la operación o, en su caso, desde que los nuevos valores pudieron ser retirados en lugar de los presentados a la conversión.

3. Prescribirá a los cinco años la obligación de pagar los intereses de la Deuda Pública y la de devolver los capitales llamados a reembolso, contados, respectivamente, a partir del vencimiento de los intereses y del día del llamamiento a reembolso.

CAPITULO II

De los avales del Estado o de sus Organismos autónomos

Art. 107. El Estado o sus Organismos autónomos podrán, de conformidad con lo dispuesto en este capítulo, afianzar las obligaciones derivadas de créditos concertados en el interior o en el exterior por personas naturales o jurídicas, públicas o privadas, mediante el otorgamiento del correspondiente aval.

Art. 108. 1. El otorgamiento de avales del Estado en garantía de créditos concertados por Entidades públicas de carácter territorial o institucional, Sociedades estatales y Organismos internacionales de los que España sea miembro, deberá ser autorizado por el Consejo de Ministros.

2. La misma autorización se requerirá para el otorgamiento de avales del Estado en garantía de créditos concertados por personas naturales o jurídicas para financiar bienes e inversiones en general que hayan de quedar afectos a concesión administrativa que deba revertir al Estado.

3. La autorización del Consejo de Ministros citada en el número 1 anterior podrá referirse específicamente a cada operación, o comprender varias de ellas con determinación, en todo caso, de la identidad de los avalados, del plazo dentro del cual deberán ser otorgados los avales, y de su importe máximo, individual o global.

Art. 109. Los Organismos autónomos del Estado podrán garantizar mediante aval, siempre que estén autorizados para ello por sus Leyes fundamentales, los créditos concertados por las Sociedades estatales contempladas en el artículo 6.^o, número 1, apartado a), de esta Ley en cuyo capital participen, debiendo dar cuenta al Ministerio de Economía y Hacienda de cada uno de los avales que concedan.

Art. 110. El importe total de los avales contemplados en los artículos 108 y 109 de esta Ley no podrá exceder del límite que, en cada ejercicio, señale, para el Estado y para cada Organismo autónomo, la Ley de Presupuestos Generales del Estado.

Art. 111. El otorgamiento de avales por el Estado o por sus Organismos autónomos fuera de los casos previstos en los anteriores artículos 108 y 109 deberá ser autorizado por medio de la correspondiente Ley, que deberá contener, al menos, las determinaciones contempladas en el número 3 del artículo 108 anterior.

Art. 112. El otorgamiento de los avales del Estado deberá ser acordado, en cada caso, por el Ministro de Economía y Hacienda, quien, sin perjuicio de los límites que puedan haberse establecido en la preceptiva autorización del Consejo de Ministros o de la correspondiente Ley, podrá convenir las cláusulas que resulten usuales en los mercados financieros.

En particular, podrá acordar:

a) La renuncia al beneficio de excusión que establece el artículo 1.830 del Código Civil.

b) Excepcionalmente, en los avales que garanticen operaciones de crédito exterior, el sometimiento a arbitraje o a tribunales extranjeros, siempre que se observe lo dispuesto en el artículo 44 de esta Ley.

Art. 113. Los avales otorgados por el Estado o sus Organismos autónomos devengarán a favor de los mismos la comisión que para cada operación se determine.

Art. 114. El Ministerio de Economía y Hacienda inspeccionará las inversiones financiadas con créditos avalados por el Estado y los Organismos autónomos para comprobar su aplicación y rentabilidad, así como la solvencia de los deudores.

TITULO V

Del Tesoro Público

Art. 115. Constituyen el Tesoro Público todos los recursos financieros, sean dinero, valores o créditos, de la Administración del Estado y de los Organismos autónomos, tanto por operaciones presupuestarias como extra-presupuestarias.

Art. 116. Las disponibilidades del Tesoro Público y sus variaciones quedan sujetas a intervención y al régimen de la contabilidad pública.

Art. 117. Son funciones encomendadas al Tesoro Público:

a) Recaudar los derechos y pagar las obligaciones del Estado.

b) Servir el principio de unidad de Caja mediante la centralización de todos los fondos y valores generados por operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias.

c) Distribuir en el tiempo y en el territorio las disponibilidades dinerarias para la puntual satisfacción de las obligaciones del Estado.

d) Contribuir a que el sistema financiero nacional tenga el conveniente grado de liquidez en cada coyuntura.

e) Intervenir en los mercados de capitales, dinero, valores y divisas, cuando las circunstancias lo aconsejen y para contribuir al funcionamiento normal de los mismos.

f) Responder de los avales contraídos por el Estado según las disposiciones de esta Ley.

g) Realizar las demás que se deriven o relacionen con las anteriormente enumeradas.

Art. 118. 1. (1) El Estado mantendrá en el Banco de España una o más cuentas de Tesorería, en pesetas o en divisas, a las que será de aplicación la limitación establecida en el número 3 del artículo 101.

Excepcionalmente, el Tesoro Público también podrá abrir cuentas, en pesetas o en divisas, en Entidades de crédito distintas del Banco de España, según lo dispuesto en el número 2 del artículo 119.

2. Todos los ingresos y pagos del Estado y de los Organismos autónomos se centralizarán en el Banco de España, sin perjuicio de la posible mediación en aquéllos de las Tesorerías del Estado. En el caso del Estado dicha centralización se realizará a través de la cuenta prevista en el número anterior, en el caso de los Organismos autónomos, a través de sus cuentas corrientes en el Banco de España, que se agruparán en el balance del Banco, en una rúbrica general de «Organismos autónomos de la Administración del Estado».

3. El Banco de España realizará aquellas funciones relacionadas con el servicio financiero de la Deuda del Estado que el Ministro de Economía y Hacienda acuerde encomendarle.

4. El Banco de España prestará gratuitamente los servicios a que se refieren los números anteriores de este artículo.

Art. 119. 1. Las Entidades de crédito podrán prestar servicios de mediación en los ingresos y pagos del Tesoro Público.

2. No obstante lo dispuesto en el número 2 del artículo anterior, la Administración del Estado y sus Organismos autónomos, atendida la especial naturaleza de sus operaciones o el lugar en que hayan de realizarse, podrán abrir cuentas en Entidades de crédito distintas del Banco de España, siempre que así se autorice, con carácter previo, por el Ministerio de Economía y Hacienda. Dicha autorización será individualizada y fijará las condiciones de utilización de la correspondiente cuenta.

(1) Modificado por el art. 51.3 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre (BOE de 30 de diciembre).

3. El Ministerio de Economía y Hacienda podrá ordenar la cancelación de las cuentas citadas en el número 2 anterior o paralizar su utilización cuando se compruebe que no subsisten las razones que motivaron su apertura o que no se cumplen las condiciones impuestas para su uso.

4. El Ministro de Economía y Hacienda podrá suscribir convenios con las Entidades de crédito, tendentes a determinar el régimen de funcionamiento de las cuentas en que se encuentren situados los fondos del Tesoro y, en especial, el tipo de interés al que serán retribuidas, las comisiones a pagar, en su caso, por el Tesoro y las obligaciones de información asumidas por las Entidades de crédito.

Art. 120. El Ministro de Economía y Hacienda, en relación con las cuentas abiertas en Entidades de crédito a las que se refiere el artículo anterior, podrá recabar, del Organismo administrativo gestor, del Organismo autónomo titular o de la correspondiente Entidad de crédito, cualesquiera datos tendentes a comprobar el cumplimiento de las condiciones en que se autorizó la apertura de la cuenta.

Art. 121. En las condiciones reglamentarias establecidas, los ingresos y los pagos del Tesoro Público podrán realizarse mediante efectivo, cheque, transferencia bancaria, giro postal o cualesquiera otro medio de pago, sea o no bancario. Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para establecer que, en la realización de determinados ingresos o pagos del Tesoro Público, sólo pueden utilizarse determinados medios de pago.

...

LEY ORGANICA 8/1980, DE 22 DE SEPTIEMBRE, DE FINANCIACION DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS (BOE de 1 de octubre)

CAPITULO PRIMERO

Principios generales

Artículo primero

Uno. Las Comunidades Autónomas gozarán de autonomía financiera para el desarrollo y ejecución de las competencias que, de acuerdo con la Constitución, les atribuyan las Leyes y sus respectivos Estatutos.

Dos. La financiación de las Comunidades Autónomas se regirá por la presente Ley Orgánica y por el Estatuto de cada una de dichas comunidades. En lo que a esta materia afecte se aplicarán las Leyes ordinarias, Reglamentos y demás normas jurídicas emanadas de las instituciones del Estado y de las Comunidades Autónomas.

Tres. Lo dispuesto en esta Ley se entiende sin perjuicio de lo establecido en los Tratados o Convenios suscritos o que se suscriban en el futuro por España.

Artículo segundo

Uno. La actividad financiera de las Comunidades Autónomas se ejercerá en coordinación con la Hacienda del Estado, con arreglo a los siguientes principios:

a) El sistema de ingresos de las Comunidades Autónomas, regulado en las normas básicas a que se refiere el artículo anterior, deberá establecerse de forma que no pueda implicar, en ningún caso, privilegios económicos o sociales ni suponer la existencia de barreras fiscales en el territorio español, de conformidad con el apartado dos del artículo ciento cincuenta y siete de la Constitución.

b) La garantía del equilibrio económico, a través de la política económica general, de acuerdo con lo establecido en los artículos cuarenta punto uno, ciento treinta y uno y ciento treinta y ocho de la Constitución corresponde al Estado, que es el encargado de adoptar las medidas oportunas tendentes a conseguir la estabilidad económica interna y externa, así como el desarrollo armónico entre las diversas partes del territorio español.

c) La solidaridad entre las diversas nacionalidades y regiones que consagran los artículos segundo y los apartados uno y dos del ciento treinta y ocho de la Constitución.

d) La suficiencia de recursos para el ejercicio de las competencias propias de las Comunidades Autónomas.

Dos. Cada Comunidad Autónoma está obligada a velar por su propio equilibrio territorial y por la realización interna del principio de solidaridad.

Tres. Las Comunidades Autónomas gozarán del tratamiento fiscal que la Ley establezca para el Estado.

Artículo tercero

Uno. Para la adecuada coordinación entre la actividad financiera de las Comunidades Autónomas y de la

Hacienda del Estado se crea por esta Ley el Consejo de Política Fiscal y Financiera de las Comunidades Autónomas, que estará constituido por el Ministro de Hacienda, el de Economía, el de Administración Territorial y el Consejero de Hacienda de cada Comunidad Autónoma.

Dos. El Consejo de Política Fiscal y Financiera, como órgano consultivo y de deliberación, entenderá de las siguientes materias:

a) La coordinación de la política presupuestaria de las Comunidades Autónomas con la del Estado.

b) El estudio y valoración de los criterios de distribución de los recursos del Fondo de Compensación.

c) El estudio, la elaboración, en su caso, y la revisión de los métodos utilizados para el cálculo de los costos de los servicios transferidos a las Comunidades Autónomas.

d) La apreciación de las razones que justifican en cada caso la percepción por parte de cada una de las Comunidades Autónomas de las asignaciones presupuestarias, así como los criterios de equidad seguidos para su afectación.

e) La coordinación de la política de endeudamiento.

f) La coordinación de la política de inversiones públicas.

g) En general, todo aspecto de la actividad financiera de las Comunidades y de la Hacienda del Estado que, dada su naturaleza, precise de una actuación coordinada.

Tres. Para su adecuado funcionamiento, el Consejo de Política Fiscal y Financiera elaborará un reglamento de régimen interior, que será aprobado por mayoría absoluta de sus miembros.

CAPITULO II

Recursos de las Comunidades Autónomas

Artículo cuarto

Uno. De conformidad con el apartado uno del artículo ciento cincuenta y siete de la Constitución, y sin perjuicio de lo establecido en el resto del articulado, los recursos de las Comunidades Autónomas estarán constituidos por:

a) Los ingresos procedentes de su patrimonio y demás de Derecho privado.

b) Sus propios impuestos, tasas y contribuciones especiales.

c) Los tributos cedidos, total o parcialmente, por el Estado.

d) Los recargos que pudieran establecerse sobre los impuestos del Estado.

e) Las participaciones en los ingresos del Estado.

f) El producto de las operaciones de crédito.

g) El producto de las multas y sanciones en el ámbito de su competencia.

Dos. En su caso, las Comunidades Autónomas podrán obtener igualmente ingresos procedentes de:

a) Las asignaciones que se establezcan en los Pre-

supuestos Generales del Estado, de acuerdo con lo dispuesto en la presente Ley.

b) Las transferencias del Fondo de Compensación Interterritorial, cuyos recursos tienen el carácter de carga general del Estado a los efectos previstos en los artículos segundo, ciento treinta y ocho y ciento cincuenta y ocho de la Constitución.

...

Artículo decimocuarto

Uno. Las Comunidades Autónomas, sin perjuicio de lo que se establece en el número cuatro del presente artículo, podrán realizar operaciones de crédito por plazo inferior a un año, con objeto de cubrir sus necesidades transitorias de tesorería.

Dos. Asimismo, las Comunidades Autónomas podrán concertar operaciones de crédito por plazo superior a un año, cualquiera que sea la forma como se documenten, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

a) Que el importe total del crédito sea destinado exclusivamente a la realización de gastos de inversión.

b) Que el importe total de las anualidades de amortización, por capital e intereses, no exceda del veinticinco por ciento de los ingresos corrientes de la Comunidad Autónoma.

Tres. Para concertar operaciones de crédito en el extranjero y para la emisión de deuda o cualquier otra apelación al crédito público, las Comunidades Autónomas precisarán autorización del Estado.

Cuatro. Las operaciones de crédito de las Comunidades Autónomas deberán coordinarse entre sí y con la política de endeudamiento del Estado en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera.

Cinco. La Deuda Pública de las Comunidades Autónomas y los títulos-valores de carácter equivalente emitidos por éstas estarán sujetos, en lo no establecido por la presente Ley, a las mismas normas y gozarán de los mismos beneficios y condiciones que la Deuda Pública del Estado.

...

**LEY 39/1988, DE 28 DE DICIEMBRE, REGULADORA
DE LAS HACIENDAS LOCALES (BOE de 30 de diciembre)**

TITULO PRELIMINAR

Ambito de aplicación

Artículo 1

1. Tienen la consideración de bases del Régimen Jurídico Financiero de la Administración Local, dictadas al amparo del artículo 149.1.18.^a de la Constitución, los preceptos contenidos en la presente Ley, salvo los que regulan el sistema tributario local, dictados en virtud de lo dispuesto en el artículo 133 de la Constitución y a efectos de lo previsto en el artículo 5.E), a), de la Ley 7/1985, de 2 de abril, Reguladora de las Bases del Régimen Local, y los que desarrollan las participaciones en los tributos del Estado y que se refiere el artículo 142 de la Constitución; todo ello sin perjuicio de las competencias exclusivas que corresponden al Estado en virtud de lo dispuesto en el artículo 149.1.14.^a de la Constitución.

2. La presente Ley se aplicará en todo el territorio nacional, sin perjuicio de los regímenes financieros forales de los Territorios Históricos del País Vasco y Navarra.

3. Igualmente, la presente Ley se aplicará sin perjuicio de los Tratados y Convenios Internacionales.

TITULO PRIMERO

Recursos de las Haciendas Locales

CAPITULO PRIMERO

Enumeración

Artículo 2

1. La Hacienda de las Entidades locales estará constituida por los siguientes recursos:

- a) Los ingresos procedentes de su patrimonio y demás de Derecho privado.
- b) Los tributos propios clasificados en tasas, contribuciones especiales e impuestos y los recargos exigibles sobre los impuestos de las Comunidades Autónomas o de otras Entidades locales.
- c) Las participaciones en los tributos del Estado y de las Comunidades Autónomas.
- d) Las subvenciones.
- e) Los percibidos en concepto de precios públicos.
- f) El producto de las operaciones de crédito.
- g) El producto de las multas y sanciones en el ámbito de sus competencias.
- h) Las demás prestaciones de Derecho público.

2. Para la cobranza de los tributos y de las cantidades que como ingresos de Derecho público debe percibir la Hacienda de las Entidades locales, de conformidad con lo previsto en el apartado anterior, dicha Hacienda ostentará las prerrogativas establecidas legalmente para la

Hacienda del Estado, y actuará, en su caso, conforme a los procedimientos administrativos correspondientes.

...

CAPITULO VII

Operaciones de crédito

Artículo 49

En los términos previstos en esta Ley, las Entidades locales podrán concertar operaciones de crédito en todas sus modalidades con toda clase de Entidades de crédito.

Art. 50

1. Para la financiación de sus inversiones, las Entidades locales podrán acudir al crédito público y privado, a medio y largo plazo, en cualquiera de sus formas.

2. El crédito podrá instrumentarse mediante las siguientes formas:

- a) Emisión pública de Deuda.
- b) Contratación de préstamos o créditos.
- c) Conversión y sustitución total o parcial de operaciones preexistentes.

3. Para los casos excepcionalmente previstos en los artículos 158.5 y 174.2 el crédito sólo podrá instrumentarse mediante la forma determinada en el punto b) del apartado anterior.

4. El pago de las obligaciones derivadas de las operaciones de crédito podrá ser garantizado con la afectación de ingresos específicos, con la constitución de garantía real sobre bienes patrimoniales determinados, o mediante prestación de avales.

Art. 51

1. Las Entidades locales podrán, cuando lo estimen conveniente a sus intereses y a los efectos de facilitar la realización de obras y prestación de servicios de su competencia, conceder su aval a las operaciones de crédito, cualquiera que sea su naturaleza y siempre de forma individualizada para cada operación, que concierten personas o Entidades con las que aquéllas contraten obras o servicios, o que exploten concesiones que hayan de revertir a la Entidad respectiva. Dichas operaciones estarán estrictamente sujetas a fiscalización previa.

El importe del préstamo garantizado no podrá ser superior al que hubiere supuesto la financiación directa mediante crédito de la obra o del servicio por la propia Entidad.

2. Las Entidades locales podrán prestar su aval a cualquier operación de préstamo que concierten sus Organismos autónomos o las Sociedades mercantiles de ellas dependientes.

Art. 52

Las Entidades locales podrán concertar operaciones de tesorería, por plazo no superior a un año, con cualesquier Entidades financieras, para atender sus necesidades transitorias de tesorería, siempre que en su conjunto no superen el 35 por 100 de sus ingresos liquidados por operaciones corrientes en el último ejercicio liquidado.

Art. 53

1. La concertación de toda clase de operaciones de crédito deberá acordarse por el Pleno de la Corporación previo informe de la Intervención, en el que se analizará, especialmente, la capacidad de la Entidad local para hacer frente, en el tiempo, a las obligaciones que de aquellas se deriven para la misma.

2. Cuando se trate de operaciones de tesorería la aprobación corresponderá al Presidente de la Corporación siempre que no superen el 5 por 100 de los ingresos liquidados por operaciones corrientes del último ejercicio liquidado y se dé cuenta al Pleno en la primera sesión que éste celebre.

Art. 54

1. Las operaciones de crédito a formalizar con el exterior y las que se instrumenten mediante emisiones de Deuda o cualquier otra apelación al crédito público precisarán, en todo caso, de la autorización de los órganos competentes del Ministerio de Economía y Hacienda.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el párrafo anterior, las operaciones de crédito que se instrumenten mediante emisiones de valores estarán sujetas a lo previsto en el título III de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

2. La concertación de créditos y concesión de avales, en general, exigirá autorización de los órganos competentes del Ministerio de Economía y Hacienda, salvo que la Comunidad Autónoma a que aquella pertenezca tenga atribuida en su Estatuto competencia en la materia, en cuyo caso corresponderá a la misma.

Para el otorgamiento de la autorización de las operaciones a que se refieren el presente apartado y el anterior, se atenderá a la situación económica de la Entidad local peticionaria, plazo de amortización de la operación, futura rentabilidad económica de la inversión a realizar y condiciones de todo tipo del crédito a concertar.

3. Las Entidades locales no precisarán autorización para concertar operaciones de crédito de las establecidas en el apartado anterior, en los siguientes supuestos:

— Cuando la cuantía de la operación proyectada no rebase el 5 por 100 de los recursos liquidados de la Entidad por operaciones corrientes, deducidos de la última liquidación presupuestaria practicada.

— Cuando el crédito se destine a financiar obras y servicios incluidos en planes provinciales y programas de cooperación económica local debidamente aprobados.

Para que la autorización no sea necesaria se precisará, en todo caso, que la carga financiera anual derivada de la suma de las operaciones vigentes concertadas por la Entidad local y de la proyectada, no exceda del 25 por 100 de los recursos de la misma a que en este apartado se ha hecho referencia.

De las operaciones reguladas en el presente apartado habrán de tener conocimiento los órganos competentes del Ministerio de Economía y Hacienda, en la forma que reglamentariamente se establezca.

4. A los efectos de este artículo, se entenderá por carga financiera la suma de las cantidades destinadas en cada ejercicio al pago de las anualidades de amortiza-

ción, de los intereses y de las comisiones correspondientes a las operaciones de crédito formalizadas o avaladas, con excepción de las operaciones de tesorería.

5. En el caso de créditos u otras operaciones financieras que, por haberse concertado en divisas o con tipos de interés variables o amplios períodos de carencia, supongan diferimiento de la carga financiera deberá efectuarse, a los efectos de lo dispuesto en el apartado anterior, una imputación anual de los correspondientes gastos financieros con arreglo a los criterios que se fijen reglamentariamente.

6. Las Leyes de Presupuestos Generales del Estado podrán, anualmente, fijar límites globales al acceso al crédito de las Entidades locales cuando se den circunstancias que coyunturalmente puedan aconsejar tal medida por razones de política económica general.

Art. 55

Los Organismos autónomos podrán concertar operaciones de crédito en las condiciones establecidas en los artículos precedentes, previa autorización del Pleno de la Corporación respectiva e informe de la Intervención.

Los créditos concertados por Organismos autónomos se tendrán en cuenta a efectos del cálculo de la carga financiera de la Entidad local de que dependen, a cuyo efecto se utilizarán los presupuestos consolidados de ésta.

Art. 56

El Banco de Crédito Local de España establecerá una Central de Información de Riesgos que provea de información sobre las distintas operaciones de crédito concertadas por las Entidades locales y la carga financiera que supongan. Los Bancos, Cajas de Ahorros y demás Entidades financieras, así como las distintas Administraciones Públicas, remitirán al Banco de Crédito Local de España los datos necesarios a tal fin, que tendrán carácter público.

...

REAL DECRETO 505/1987, DE 3 DE ABRIL, POR EL QUE SE DISPONE LA CREACION DE UN SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO (BOE de 14 de abril. Corrección de errores BOE de 29 de mayo. Modificado por RD 1009/1991, de 21 de junio, BOE de 27 de junio)

La aparición y posterior extensión del título-valor, con la consiguiente incorporación del derecho al documento, constituyó un hito fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales y, en cierto sentido, de la moderna economía de mercado.

La ingente ampliación de aquellos mercados, a los cuales no ha sido ajena la actividad del Estado como emisor de títulos públicos cuyo producto se destinaba a financiar las crecientes diferencias entre ingresos y gastos presupuestarios, ha convertido el título-valor en un obstáculo para el ágil funcionamiento del tráfico mercantil. Se hace preciso, por lo tanto, iniciar nuevas fórmulas que posibiliten las operaciones de transmisión de los derechos que los títulos incorporaban, así como el normal y puntual ejercicio de los mismos. Precisamente, la aparición de los modernos sistemas informáticos contribuye a resolver las dificultades anejas al manejo material de las masas de títulos —públicos y privados— negociados en los mercados. En efecto, la rapidez en el tratamiento de la información, la posibilidad de incorporar mecanismos que eviten o subsanen los errores cometidos, así como las facilidades de interconexión, que permiten el intercambio a distancia de cientos de miles de datos, hacen que hoy en día el tratamiento informático permita la sustitución del viejo soporte documental por simples referencias procesables en los ordenadores.

En realidad, la nueva configuración que la emisión de Deuda Pública a través de anotaciones en cuenta implica, supone la creación de un tratamiento jurídico propio y específico que se aleja de la tradicional doctrina del título-valor, en cuanto que lo que ahora se plantea es la sustitución de éste por una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores.

Se facilitará de esta forma la tenencia y transmisión en los mercados secundarios de la Deuda Pública, favoreciendo la financiación del Estado e introduciendo elementos que contribuirán a incrementar la eficiencia del mercado financiero en su acepción más amplia, al tiempo que se mejora la gestión y se agiliza el tráfico de los activos financieros emitidos por el Estado.

El sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado queda configurado como un procedimiento para la tenencia de valores emitidos por el Estado, en el que sus adquirentes poseen derechos frente al mismo asentados en una Central de anotaciones, cuya gestión es delegada por el emisor al Banco de España. Dichos valores serán negociables y transmisibles en mercado secundario.

Por razones de eficiencia y economicidad, el número de titulares de cuentas en la Central estará limitado a las Entidades e intermediarios financieros que se determinen. Una parte de los titulares de cuentas podrá adquirir la condición de Entidad Gestora de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado —en adelante Entidad Gestora—

manteniendo dentro de aquéllos y debidamente desglosados los saldos de terceros. A este fin, las Entidades así autorizadas deberán mantener, por delegación, los registros detallados que acrediten la titularidad de los saldos de terceros frente al Estado.

A las Entidades Gestoras se atribuyen funciones registrales y de administración del mercado secundario, tanto en materia de contratación como de compensación y liquidación. Para el desarrollo de las mismas, y sujetas al cumplimiento de los requisitos que se establezcan, podrán organizarse sistemas de compensación y liquidación que agrupen a Entidades Gestoras, atribuyéndoles parte de las funciones asignadas a estas últimas. Las Bolsas Oficiales de Comercio contarán con un sistema de compensación y liquidación específico, previsto en el presente Real Decreto, y establecerán un sistema de contratación y negociación de las deudas emitidas al amparo del mismo.

Será tarea, entre otras, de la normativa que desarrolle los principios establecidos en este Real Decreto, y de acuerdo con las directrices que en el mismo se establecen, la de precisar las reglas que ríjan las relaciones entre los titulares de las cuentas de la Central de anotaciones y la propia Central, así como las normas a que deberán quedar sujetas las Entidades Gestoras, o los sistemas de contratación o compensación que se organicen para el ejercicio de sus funciones, especificando sus obligaciones respecto a los órganos de supervisión.

En atención a lo que antecede y al amparo de lo dispuesto en el artículo 38.4 de la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, y en los artículos 101 y 102 de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, de acuerdo con el Consejo de Estado, previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 3 de abril de 1987, dispongo:

Artículo 1.º De la representación de la Deuda del Estado.—La Deuda del Estado podrá estar representada, además de en títulos-valores, en anotaciones en cuenta en una Central de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.

Art. 2.º Del régimen jurídico aplicable a la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.—1. Las anotaciones en cuenta representativas de la Deuda del Estado se regirán por lo dispuesto en este Real Decreto y disposiciones que lo desarrollen.

2. La constitución de prenda y demás derechos de garantía sobre anotaciones en cuenta será comunicada a la Central de anotaciones, que procederá a su desglose dentro de las cuentas incluidas en la Central, de forma que permita la individualización e identificación de los saldos en garantía, y extenderá la certificación oportuna.

3. Igualmente, serán objeto de desglose en la Central de anotaciones los valores sobre los que se constituya algún derecho o traba que impida la fungibilidad con los restantes de la misma emisión.

Art. 3.º De la no intervención de fedatario público.—La suscripción y transmisión de anotaciones en cuenta representativas de Deuda del Estado no precisará la intervención de fedatario público. Tampoco será necesaria dicha intervención para la transformación de títulos-valores de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta.

Art. 4.^º (1) De los titulares de Deuda Pública, representada por medio de anotaciones en cuenta.—Podrán adquirir y mantener Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta, en las cuentas bajo su titularidad abiertas en la Central de Anotaciones, además del Banco de España, las Entidades o intermediarios financieros que cumplan los requisitos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda, atendiendo a criterios de solvencia y capacidad operativa.

Las restantes personas físicas y jurídicas podrán adquirir y mantener Deuda Pública representada por medio de anotaciones en cuenta, en calidad de comitentes, en el Banco de España o a través de las Entidades Gestoras a que se refiere el artículo 6.^º

Art. 5.^º De la Central de anotaciones en cuenta de la Deuda del Estado.—1. La Central de anotaciones es un servicio público del Estado que gestionará, por cuenta del Tesoro, el Banco de España con la estructura que éste determine.

2. La Central de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado gestionará la emisión y amortización de los valores incluidos en el sistema de anotaciones en cuenta, los pagos de los intereses devengados por sus titulares y las transferencias de saldos que se originen por su transmisión en el mercado secundario. Asimismo, llevará a cabo las tareas necesarias para el cumplimiento de lo previsto en los números 2 y 3 del artículo 2.^º

3. La Central de anotaciones organizará un mercado secundario entre los titulares directos de cuentas en la propia Central y con este fin establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, velando en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación. La liquidación de operaciones se efectuará mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas de efectivo en el Banco de España.

4. Con autorización del Ministro de Economía y Hacienda, la Central de anotaciones podrá determinar el momento en que en el mercado organizado por ella podrá iniciarse la práctica de cada una de las modalidades de operación.

Art. 6.^º (2) De las Entidades Gestoras.—1. Las Entidades Gestoras llevarán las cuentas de quienes no estén autorizados a operar a través de la Central de Anotaciones y mantendrán en ésta una cuenta global, que constituirá en todo momento la contrapartida exacta de aquellas cuentas. Se denominarán «Entidades Gestoras con capacidad plena» aquellas Entidades que pueden realizar todo tipo de operaciones autorizadas con sus comitentes y que ostenten la condición adicional de titular de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones, según lo previsto en el apartado c) del número 2 de este artículo. Se denominarán «Entidades Gestoras con capacidad restringida» aquellas que pueden realizar con sus comitentes únicamente las operaciones a las que se hace referencia en el número 3 del artículo 8.^º de este Real Decreto.

2.a) La condición de Entidad Gestora podrá ser otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a aquellas Entidades que pertenezcan a alguna de las siguientes categorías:

- I) Sociedades de Valores y Agencias de Valores.

II) Bancos, Cajas de Ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros y Entidades Oficiales de Crédito.

III) Cooperativas de Crédito.

IV) Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero.

2.b) El acceso a la condición de Entidad Gestora y su mantenimiento exigirá la concurrencia de los siguientes requisitos en las Entidades:

I) Que cuenten con un capital o dotación social mínimos desembolsados de 150.000.000 de pesetas y posteriormente con unos niveles mínimos de recursos propios proporcionados al volumen de actividad y a los riesgos asumidos, de acuerdo con su normativa específica.

II) Reconocida honorabilidad comercial o profesional de todos los miembros de su Órgano de Administración, que habrá de contar como mínimo con tres miembros, así como de sus Directores generales y asimilados.

III) Que ninguno de los miembros de su Órgano de Administración, así como ninguno de sus Directores generales o asimilados, haya sido declarado en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado, se encuentre procesado o tenga antecedentes penales por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública, de infidelidad en la custodia de documentos, de violación de secretos, de malversación de caudales públicos, de descubrimiento y revelación de secreto contra la propiedad o esté inhabilitado, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de Entidades Financieras.

IV) Que la mayoría de los miembros de su Órgano de Administración cuente con conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el Mercado de Valores.

V) Que se comprometen a contar con una organización y unos medios personales y materiales técnicamente adecuados al carácter y volumen de la actividad que vayan a desarrollar y cumplan, efectivamente, este compromiso. La Entidad solicitante deberá acreditar suficientemente que está en disposición de cumplirlo desde el primer momento.

Para apreciar la concurrencia de los requisitos a que se refieren los anteriores epígrafes II y IV, se estará a lo dispuesto en las letras g) e i) del artículo 2.^º del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores.

2.c) Las Entidades Gestoras, con la sola excepción de las Agencias de Valores, podrán ser además, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 56 y 58 de la Ley del Mercado de Valores, titulares de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones, siempre que cumplan los requisitos que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda.

Las Agencias de Valores sólo podrán adquirir o mantener por cuenta propia Deuda Pública anotada a través de otra Entidad Gestora.

(1) Nueva redacción, Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio.

(2) Nueva redacción de los núms. 1, 2 y 5, Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio.

2.d) La condición de Entidad Gestora podrá ser denegada, particularmente, a las Entidades solicitantes que, perteneciendo a alguna de las categorías contempladas en los epígrafes II y IV del anterior apartado a) del presente número, formen parte del mismo grupo que otra de tales Entidades que ya hubiese obtenido con anterioridad dicha condición, siempre que resultara aconsejable no incrementar el número de Entidades Gestoras para garantizar el adecuado funcionamiento y supervisión del sistema.

2.e) Será objeto de publicación en el *Boletín Oficial del Estado* el otorgamiento de la condición de Entidad Gestora. El Banco de España mantendrá un registro público de éstas y de los titulares de cuenta.

3. Las Entidades citadas en los números anteriores gestionarán, como comisionistas por cuenta de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la Central de anotaciones, la adquisición, mantenimiento y transmisión de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, haciendo seguir a los titulares las liquidaciones de intereses y amortizaciones que les correspondan. Asimismo, gestionarán la negociación en el mercado secundario y los procesos de compensación y liquidación, formalizando los cambios de titularidad a que den lugar.

4. Las Entidades Gestoras, como delegadas del Tesoro, quedan obligadas a la permanente identificación de sus comitentes titulares de la Deuda en anotaciones, asegurando la continua y exacta correspondencia de los saldos de valores mantenidos por cuenta de aquéllos con los saldos de terceros de sus cuentas en la Central de anotaciones. Igualmente corresponderá a las Entidades Gestoras, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 2.^º 2 y 3, facilitar, en la esfera que les es propia, el adecuado desenvolvimiento de los derechos a que se refieren los citados preceptos.

Las anotaciones que, con los requisitos formales y procedimentales que se establezcan, lleven a cabo las Entidades Gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes comunicados a la Central de anotaciones y asentados por ésta tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central de anotaciones.

5. Las Entidades Gestoras que ostenten la condición adicional de titulares de cuentas a nombre propio llevarán con total separación dentro de sus cuentas los saldos de valores que mantengan por cuenta de terceros y los suyos propios. Asimismo, todas las Entidades Gestoras efectuarán, dentro de sus saldos por cuenta de terceros, los desgloses que se determinen, atendiendo a la situación jurídica en que se encuentren los valores, las necesidades operativas de control del sistema o la conveniencia de contar con información estadística relativa al mismo.

6. Las Entidades Gestoras extenderán resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Dichos resguardos deberán codificarse de modo que se garantice la correspondencia con los registros de la Entidad y con la información comunicada a la Central de anotaciones. Los resguardos no serán transmisibles ni negociables ni representativos del valor y sólo acreditarán la formalización de la anotación y su identificación.

7. Sujetos a la autorización del Ministro de Economía y Hacienda, podrán establecerse sistemas de compensa-

ción y liquidación que agrupen y presten servicios a varias Entidades Gestoras. La autorización será concedida en función de su viabilidad y de que no supongan merma de la seguridad operativa del sistema, y podrá ser retirada si dejan de concurrir las circunstancias que fundamentaron su concesión.

8. (1) El Ministro de Economía y Hacienda podrá conferir la condición de Entidad Gestora al Banco de España, con objeto de facilitar la prestación por éste de los servicios relacionados con la deuda anotada que se determinen a través del correspondiente convenio especial, de acuerdo con lo previsto en el artículo 20 del Decreto-ley 18/1962, de 7 de junio, sobre nacionalización y reorganización del Banco de España.

Art. 7.^º (2) *Del régimen específico de las Bolsas de Valores, de negociación, compensación y liquidación de operaciones.*—1. Las Bolsas de Valores gestionarán un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública, que estará sujeto a la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda en los términos señalados en el número 8 del artículo 12 del presente Real Decreto. Los saldos incluidos en este régimen específico se mantendrán desglosados en las cuentas de los miembros de tal régimen en la Central de Anotaciones.

2. Podrán adherirse a ese régimen específico las Entidades Gestoras de cualquiera de sus modalidades y los titulares de cuentas que cumplan las obligaciones que se establezcan, de conformidad con el número 8 del artículo 12 de este Real Decreto. Estas Entidades y titulares adheridos participarán en los procesos de compensación y liquidación a que se refiere este artículo, introducirán los oportunos controles contables de las operaciones que se efectúen bajo este régimen específico y, cuando se trata de Entidades Gestoras, mantendrán los registros de los titulares de los valores y harán seguir a los mismos las liquidaciones que se deriven de las operaciones de compraventa, pago de intereses o amortizaciones.

Art. 8.^º *De la transmisión y de las operaciones de compraventa con pacto de recompra.*—1. Las transmisiones de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta se tendrán por realizadas en el momento en que la Central de anotaciones o, en su caso, la Entidad Gestora efectúen las anotaciones correspondientes, de acuerdo con lo dispuesto en el número 4 del artículo 6.^º

2. El régimen jurídico de la compraventa se aplicará, en los términos del presente Real Decreto, a las operaciones de compraventa con pacto de recompra de Deuda del Estado, representada en anotaciones en cuenta.

En estas operaciones el titular de los derechos los vende hasta la fecha de la amortización, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal, en una fecha intermedia entre la de venta y la de la amortización más próxima, aunque ésta sea parcial o voluntaria.

En todos los casos, el comprador de los derechos en una operación de compraventa con pacto de recompra adquiere la propiedad de los mismos. La Central de anotaciones o las Entidades Gestoras, en su caso, procederán a inmovilizar los saldos representativos de los dere-

(1) Añadido por Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio.

(2) Nueva redacción, Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio

chos transmitidos para operaciones con pacto de recompra con vencimiento superior al de la operación concertada a plazo, así como para su compraventa simple o su transformación a título-valor.

La realización de operaciones de compraventa con pacto de recompra entre las Entidades Gestoras y sus clientes estará sujeta a las limitaciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda, con el fin de asegurar la supervisión del sistema y la protección de los inversores.

3. (1) Las Agencias de Valores y las restantes Entidades Gestoras con capacidad restringida podrán realizar, con sus comitentes, operaciones de compraventa simple al contado, compraventas simples a plazo y compraventas con pacto de recompra, en fecha fija o a la vista, pero deberán limitarse a actuar como meros comisionistas en nombre de sus clientes, buscando contrapartidas en el mercado, sin que puedan, por consiguiente, dar lugar a anotación alguna en las cuentas a nombre propio.

Art. 9.º De las tarifas aplicables.—Las tarifas aplicables por la Central de anotaciones de Deuda del Estado a los usuarios de la misma serán establecidas por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España. Las tarifas que rijan entre las Entidades Gestoras y las Bolsas Oficiales de Comercio o entre aquéllas y los sistemas a que se refiere el artículo 7.º, y número 7, del 6.º, deberán ser preceptivamente comunicadas a la Central de anotaciones y hechas públicas en la forma que se determine. Las que se apliquen por las Entidades Gestoras a sus clientes se ajustarán a lo que se establezca por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Art. 10. De las liquidaciones a efectuar por emisión, reembolso y pago de intereses.—La liquidación de los importes efectivos por emisión, pago de intereses o por amortización de las anotaciones en cuenta de deuda del Estado se realizarán en la cuenta en efectivo de los titulares de las cuentas en la Central de anotaciones, por la cantidad que corresponda a la totalidad de sus saldos, tanto de su propia cartera como de sus comitentes. Las Entidades Gestoras harán seguir a sus comitentes los importes líquidos que les correspondan.

El pago de los intereses de los saldos que en la fecha de devengo se encuentren sujetos a compromisos de reventa, será abonado a quien resulte propietario en dicha fecha de los referidos intereses, de conformidad con lo establecido en el artículo 8.º.

Art. 11. Del régimen fiscal y obligaciones de información.—1. Las transmisiones o el reembolso de la Deuda del Estado que, por sus condiciones de emisión, no sea activo de rendimiento implícito, de acuerdo con lo establecido en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, no generará la existencia de un rendimiento de capital mobiliario, no existiendo, por tanto, obligación de practicar retención sobre la renta obtenida en tales operaciones, incluso cuando la transmisión sea de las comprendidas en el número 2 del artículo 8.º de este Real Decreto.

2. Los rendimientos de la Deuda emitida por el Tesoro, representada en anotaciones en cuenta, con rendimiento exclusivamente implícito y que sea utilizada como instrumento regulador de intervención en los mercados

monetarios, estarán exentos de retención en virtud de lo dispuesto en el artículo 8.º 1.a) de la Ley 14/1985, de 29 de mayo. El valor nominal unitario mínimo de cada una de estas anotaciones será de 1.000.000 de pesetas.

3. En la liquidación de intereses sujetos a retención la Central de anotaciones abonará los importes líquidos, una vez practicadas las retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades y las Entidades Gestoras certificarán las retenciones soportadas por sus comitentes.

En las transmisiones de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado con rendimiento implícito, distintas de aquellas a que se refiere el apartado 2 de este artículo, estará obligada a retener e ingresar en el Tesoro la Entidad Gestora transmitente o que actúe por cuenta del transmitente de tales anotaciones. En el momento del reembolso, tal obligación afectará al emisor, e instrumentará la retención a través de la Central de anotaciones, salvo que la materialización de la operación se encierre a las Entidades Gestoras, en cuyo caso serán éstas las encargadas de practicar e ingresar la retención que proceda.

4. La Central de anotaciones o las Entidades Gestoras que intervengan en la suscripción y transmisión de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta vendrán obligadas a facilitar a la Administración tributaria respecto a dicha Deuda la información establecida en el Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre.

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 22 del Real Decreto citado, la Central de anotaciones informará de las retenciones practicadas sobre los intereses satisfechos a las Entidades Gestoras por los saldos de sus cuentas de valores en aquélla, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus comitentes. A su vez, las Entidades Gestoras deberán presentar, en el plazo establecido para el resumen anual de retenciones o conjuntamente con dicho resumen, una relación nominativa de sus comitentes perceptores de intereses, ajustada a los modelos establecidos o que establezcan por el Ministerio de Economía y Hacienda.

Las Entidades Gestoras estarán obligadas a suministrar información a la Administración tributaria sobre las operaciones de suscripción, transmisión y reembolso de la Deuda del Estado en anotaciones en cuenta de sus comitentes, según lo establecido en el artículo 23.2 del mencionado Real Decreto. Esta obligación se extiende a las transmisiones y reembolso de las anotaciones en cuenta a las que se refiere el número 2 del presente artículo, y se entenderá cumplida respecto a las operaciones sujetas a retención, con la presentación del resumen anual de retenciones.

Art. 12. De las competencias atribuidas al Ministerio de Economía y Hacienda.—Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda:

1. Establecer las circunstancias en que los tenedores de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta podrán solicitar su transformación en títulos-valores, así como el procedimiento para efectuar esas transformaciones.

2. Establecer cuándo y cómo emisiones de Deuda del Estado que en el momento de su creación no ofrecían al suscriptor la posibilidad de elegir la forma de represen-

(1) Añadido por Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio.

tación —título o anotación en cuenta— puedan incorporarse a ambas formas de representación.

3. Establecer los procedimientos para la movilización de los saldos de Deuda del Estado anotados en la Central de anotaciones o en las Entidades Gestoras, en su caso, así como los controles necesarios para la inmovilización de los mismos cuando se produzcan las situaciones previstas en los números 2 y 3 del artículo 2.^º de este Real Decreto.

4. Concretar, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4.^º, los requisitos de solvencia y capacidad operativa necesarios para que las Entidades o intermediarios financieros puedan ser titulares directos de cuentas de valores en la Central de anotaciones, con la finalidad de asegurar el cumplimiento de sus cometidos, la seguridad del sistema y el funcionamiento eficiente del mercado. A tal efecto podrá imponer la aportación de las garantías técnicas, formales o de otra naturaleza que estime convenientes. Asimismo determinará las condiciones de funcionamiento a cuya observancia han de comprometerse expresamente las Entidades e intermediarios financieros para ser titulares de cuentas de valores en la Central de anotaciones, entre las que se incluirán necesariamente el mantenimiento de los requisitos de solvencia y capacidad operativa establecidos y el sometimiento a la actividad de supervisión y control que incumbe a la Central de anotaciones, facilitándole cuantas informaciones solicite al efecto.

5. (1) Concretar, en la medida en que lo estime preciso para asegurar el buen funcionamiento y supervisión del sistema, con qué requisitos de organización deberá contar y qué medios personales, materiales y técnicos habrá de tener, como mínimo, a su disposición la Entidad que solicite la condición de Entidad Gestora, o habilitar al Banco de España para formular tal concreción. Además de las condiciones señaladas en el número 4 anterior, se incluirá la del estricto cumplimiento de las obligaciones legales de información a la Administración Tributaria respecto a las operaciones relacionadas con el sistema.

6. Determinar los registros que deberán llevar las Entidades Gestoras, su contenido, los requisitos formales para las altas y bajas en los mismos —sea por emisión, amortización, mercado secundario o traspaso de saldos— y las comunicaciones de información que deben establecer de modo sistemático con la Central de anotaciones.

7. Establecer, de acuerdo con lo dispuesto en este Real Decreto, las operaciones que podrán realizarse en el mercado secundario encomendado a las Entidades Gestoras y regular los procedimientos de cotización, negociación y contratación de las mismas, las reglas de compensación y liquidación, las obligaciones de información necesarias para la vigilancia de las prácticas en el mercado secundario y demás requisitos para asegurar la protección de los inversores.

8. (1) Aprobar las reglas de funcionamiento del régimen específico de negociación, compensación y liquidación organizado por las Bolsas de Valores, velando por la seguridad del sistema, la integración y la eficacia de los mercados y los derechos de los inversores. En particular, deberá aprobar los procedimientos de cotización y nego-

ción y las reglas de compensación y liquidación en este mercado, así como los requisitos formales para la garantía y documentación de las operaciones, las obligaciones de las Entidades adheridas y las comunicaciones de información que deberán efectuar con la Central de Anotaciones.

9. Encomendar, si así se estima necesario, al Banco de España: a) la determinación de la mecánica operativa de la Central de anotaciones, incluso en los aspectos referentes a sus relaciones con los titulares de las cuentas; b) el establecimiento de los mecanismos de supervisión y control que garanticen el adecuado funcionamiento de la Central de anotaciones y del conjunto del sistema; c) la vigilancia de las tarifas que rigen entre las Entidades Gestoras o las Bolsas Oficiales de Comercio y sus clientes, tarifas que deberán ser hechas públicas en la forma que se determine; d) el establecimiento de las tarifas aplicables por la Central de anotaciones a los usuarios de la misma, dentro de lo dispuesto en el artículo 9.^º precedente, y e) la fijación del procedimiento de cotización y demás prácticas contenidas en el número 7 anterior a observar por las Entidades Gestoras en relación con las operaciones de mercado secundario autorizadas por el Ministerio de Economía y Hacienda.

10. (1) A propuesta del Banco de España, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y con previa audiencia del interesado, el Ministro de Economía y Hacienda podrá revocar la condición de Entidad Gestora o de titular de cuenta de valores en la Central de anotaciones en los casos siguientes:

a) Por el desarrollo, durante un año, de un volumen de actividad nulo o inferior al que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda.

b) Cuando incumplan, de modo sobrevenido, los requisitos exigidos para el otorgamiento de dichas autorizaciones.

c) Cuando incurran en suspensión de pagos o quiebra.

d) Cuando, en el caso de Entidades Gestoras, no alcancen o no mantengan en la Central de anotaciones los saldos mínimos de Deuda Pública por cuenta de terceros que fije el Ministerio de Economía y Hacienda, en los plazos o durante el período que él mismo determine.

e) Como sanción, en los casos contemplados en el título VIII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Igualmente, cuando por su actuación generen un peligro u ocasionen un grave trastorno para el sistema de anotaciones en cuenta o, tratándose de Entidades Gestoras, para la seguridad de los valores de sus comitentes, el Banco de España podrá acordar su suspensión o la limitación del tipo o del volumen de las operaciones que puedan realizar las correspondientes Entidades durante el tiempo necesario para el restablecimiento de la normalidad. Estas medidas deberán ser comunicadas por el Banco de España al Ministerio de Economía y Hacienda para que el Ministro, en el plazo de dos días, ratifique o, en su caso, levante la medida.

En el caso de que algún titular de cuenta o Entidad Gestora reincida en estas actuaciones y la suspensión sea ratificada por el Ministro de Economía y Hacienda, se procederá a revocarle definitivamente dicha condición,

(1) Nueva redacción, Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio.

siguiendo los requisitos de informe y audiencia señalados en el párrafo primero.

11. Establecer los procedimientos y las normas para el pago de intereses y capitales de la Deuda del Estado, representada en anotaciones en cuenta.

12. Dictar cualquier otra disposición y tomar las medidas que sean precisas para la ejecución de lo previsto en este Real Decreto y para acomodar las normas de gestión de la deuda a las características de la representada en anotaciones en cuenta.

DISPOSICION ADICIONAL

El régimen que para la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta establece este Real Decreto y las Disposiciones que lo desarrollen será aplicable a la Deuda del Tesoro. No obstante, sólo se aplicará a los Pagarés del Tesoro cuando, a la vista de la experiencia adquirida, lo decida el Ministerio de Economía y Hacienda en atención a la mayor eficacia en la gestión y al mejor funcionamiento de sus mercados.

El presente Real Decreto entrará en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

ORDEN DE 19 DE MAYO DE 1987, QUE DESARROLLA EL REAL DECRETO 505/1987, DE 3 DE ABRIL, POR EL QUE SE DISPUSO LA CREACION DE UN SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO Y POR LA QUE SE DELEGAN DETERMINADAS COMPETENCIAS EN EL DIRECTOR GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA (BOE de 20 de mayo. Modificada por: Orden de 11 de junio de 1987, BOE de 13 de junio; Orden de 31 de julio de 1987, BOE de 5 de agosto; Orden de 22 de enero de 1990, BOE de 25 de enero; Orden de 31 de julio de 1990, BOE de 10 de agosto; Orden de 31 de octubre de 1991, BOE de 8 de noviembre; Orden de 26 de noviembre de 1993, BOE de 2 de diciembre)

El Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, al amparo de lo dispuesto en el número 4 del artículo 38, de la Ley 21/1986, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987 y en los artículos 101 y 102 de la Ley 11/1977, de 4 de enero, General Presupuestaria, dispuso la creación de un sistema de representación de la Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, estableciendo en su disposición adicional que dicho sistema sería también de aplicación a la Deuda del Tesoro, si bien su extensión a los pagarés del Tesoro no se produciría hasta que el Ministro de Economía y Hacienda lo decidiera a la vista de la experiencia adquirida.

El Real Decreto citado atribuye al Ministro de Economía y Hacienda, además de determinadas competencias de carácter no normativo, ciertas facultades de regulación dirigidas a completar y posibilitar la debida aplicación de lo dispuesto en el mismo. Así, por destacar algunas de dichas facultades, se le habilita expresamente para establecer los requisitos y las condiciones de funcionamiento a que han de comprometerse las Entidades interesadas en acceder a la condición de titular directo de cuentas en la Central de Anotaciones o de Entidad gestora (artículos 4.^º y 6.^º y números 4 y 5 del artículo 12); para regular la transformación de la modalidad de representación de la Deuda del Estado (números 1 y 2 del artículo 12); para determinar los registros que deben llevar las Entidades gestoras (número 6 del artículo 12); para regular e imponer, en su caso, limitaciones a las operaciones realizadas en el mercado secundario encomendado a las Entidades gestoras (número 7 del artículo 12 y artículo 8.^º). Finalmente, se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda para que establezca o adopte los procedimientos de gestión de la Deuda a las características de la representada en anotaciones en cuenta y, en general, para que dicte cuantas disposiciones sean precisas y medidas resulten necesarias en orden a la ejecución del mencionado Real Decreto 505/1987 (números 11 y 12 del artículo 12).

Conviene advertir que la novedad del sistema y las cuestiones que sin duda planteará su aplicación hacen tener presente a este Ministerio que la regulación contenida en esta Orden no tiene una vocación de inamovilidad y absoluta permanencia en todos sus aspectos. La experiencia puede aconsejar, en un plazo razonable, introducir modificaciones diversas, como la ampliación de los sujetos que puedan acceder a la condición de titular de cuentas en la Central o de Entidad gestora o el establecimiento de procedimientos distintos a los previstos para la canalización de las operaciones entre los referidos sujetos.

Análogas razones a las expuestas, unidas a la conveniencia de posibilitar una respuesta ágil a las necesidades

que puedan derivar de la implantación del sistema aconsejan, de una parte, tomar en consideración el conocimiento de los mercados financieros y la experiencia en la supervisión y control de las Entidades de depósito del Banco de España, atribuyéndole las facultades a que se refiere el número 9 del artículo 12 del Real Decreto y, por otra parte, delegar en el Director general del Tesoro y Política Financiera diversas competencias previstas en el mismo.

En virtud de lo anterior, he tenido a bien disponer:

CAPITULO PRIMERO

Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta

Artículo 1.º Formalización de la Deuda del Estado en anotaciones en cuenta.

1. Estará representada en anotaciones en cuenta la Deuda del Estado en cuyas condiciones de emisión así se determine expresamente.

2. Igualmente, podrán estar representadas en anotaciones en cuenta las emisiones de Deuda del Estado realizadas con anterioridad a la entrada en vigor de esta Orden, incluidas en la relación contenida en su disposición adicional primera.

3. Cuando una emisión de Deuda del Estado pueda formalizarse tanto en anotaciones en cuenta como en títulos valores, los titulares de Deuda del Estado podrán optar entre la inclusión en el sistema de anotaciones o la formalización de sus derechos en títulos-valores. Los titulares de Deuda del Estado podrán ejercitar dicha opción tanto en el momento de la emisión como a lo largo de la vida de la misma, con sujeción a lo previsto en el artículo 15 de esta Orden.

4. Lo dispuesto en la presente Orden será aplicable íntegramente a la Deuda del Tesoro, con excepción de los pagarés del Tesoro. No obstante, las emisiones previstas en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, se representarán exclusivamente en anotaciones en cuenta, sin que les sea de aplicación lo previsto en el número 3 anterior.

CAPITULO II

Titulares de cuentas en la Central de anotaciones

Art. 2.º (1) Acceso a la titularidad de cuentas en la Central.

1. Podrán adquirir y mantener Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta, en las cuentas abiertas a nombre propio en la Central de Anotaciones, además del Banco de España, las Entidades e intermediarios financieros que pertenezcan a alguno de los grupos que se relacionan en el número siguiente.

2. Para ser titular de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones será necesario contar con unos recursos propios de, al menos, 200 millones de pesetas y

(1) Nueva redacción, Orden 31 de octubre de 1991, BOE de 8 de noviembre.

pertenecer a alguna de las siguientes categorías de Entidades:

- a) Instituto de Crédito Oficial.
- b) Entidades de crédito de capital público estatal.
- c) Bancos privados.
- d) Cajas de Ahorro Confederadas.
- e) Confederación Española de Cajas de Ahorro.
- f) Cooperativas de crédito.
- g) Sociedades mediadoras del mercado de dinero.
- h) Sociedades de valores.
- i) Entidades de financiación.
- j) Sociedades de arrendamiento financiero.
- k) Sociedades de crédito hipotecario.
- l) Fondos de regulación del mercado hipotecario.
- m) Sociedades de garantía recíproca.
- n) Sociedades mixtas de segundo aval.
- o) Sociedades y Fondos de inversión mobiliaria y Fondos de inversión en activos del mercado monetario.
- p) Entidades de seguros.
- q) Fondos de garantía de depósitos en Entidades de crédito.
- r) Consorcio de Compensación de Seguros.
- s) Organismos financieros internacionales de los que España sea miembro.
- t) Bancos Centrales de países pertenecientes al Fondo Monetario Internacional.

Para la determinación de las Entidades comprendidas en los apartados b), c), d), f), g), h), i), j), k), l), m), n), o) y p) se estará a lo que resulte de los correspondientes registros a cargo del Banco de España, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y de la Dirección General de Seguros.

3. El acceso a la titularidad de cuentas a nombre propio en la Central deberá solicitarse mediante el oportuno escrito presentado en el Banco de España, que comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores la recepción de solicitudes de las Entidades a que se refieren las letras h) y o), y a la Dirección General de Seguros las que se refieren a la letra p) del número anterior. Dicho escrito estará suscrito por persona con poder bastante para obligar a la Entidad, lo que será debidamente acreditado. El Banco de España remitirá las solicitudes presentadas, junto con su informe, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que procederá, en su caso, al otorgamiento de la condición de titular de cuentas en la Central, comunicándose al Banco de España. Este mantendrá un Registro Público de las presentes Entidades.

4. Los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones estarán sujetos a cuantas reglas y condiciones tenga establecidas el Banco de España respecto de la utilización del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

Art. 3.^º (1) Operaciones de los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones.

1. Las Entidades que, conforme a lo dispuesto en los números 1, 2 y 3 del artículo anterior hayan accedido a la titularidad de cuenta en la Central de Anotaciones, podrán realizar operaciones sobre Deuda Pública representada en anotaciones en cuenta de su propia cartera a través de dicha Central, siempre que tales operaciones estén admitidas de conformidad con lo dispuesto en el número 4 del artículo 5.^º del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y en el número 2 del artículo 16 de esta Orden.

2. Las operaciones sobre Deuda Pública a que se refiere el número 1 anterior deberán ser ordenadas, realizadas y liquidadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España.

Art. 4.^º Compensación y liquidación de operaciones entre titulares de cuentas en la Central.

1. En las cuentas de valores abiertas en la Central de anotaciones se asentarán los movimientos producidos por operaciones de suscripción, amortización, transformación o negociación de la Deuda del Estado anotada, reflejándose en las mismas, igualmente, la constitución de derechos de garantía u otros que determinen la inmovilización de los saldos correspondientes.

2. Las contrapartidas de efectivo de los anteriores movimientos, así como las liquidaciones de intereses o de cualquier derecho económico que derive de la titularidad de los saldos de valores, serán objeto de cargo o abono en las cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España designadas al efecto por los titulares de las cuentas de valores en la Central de anotaciones.

3. De acuerdo con lo previsto en el número 3 del artículo 5.^º del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, la Central de anotaciones podrá denegar el asiento de las operaciones de suscripción o de compraventa, en sus diversas modalidades, de Deuda del Estado, cuando la cuenta de efectivo correspondiente no presente saldo suficiente para efectuar en la misma el cargo simultáneo del importe de la operación.

CAPITULO III

Entidades gestoras

Art. 5.^º (1) Acceso a la condición de Entidad gestora.

1. Las Entidades gestoras llevarán las cuentas de quienes no están autorizados a operar a través de la Central de Anotaciones, y mantendrán en ésta una cuenta global que constituirá en todo momento la contrapartida exacta de aquellas cuentas. Las Entidades gestoras, con la excepción de las Agencias de valores, podrán ostentar la condición adicional de titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones. Dicha condición adicional será obligatoria para que las Entidades gestoras puedan actuar con sus comitentes ofreciendo contrapartidas en nombre propio.

Se denominarán "Entidades gestoras con capacidad plena" aquellas entidades autorizadas a realizar todo tipo

de operaciones con sus comitentes y que ostenten la condición adicional de titular de cuentas a nombre propio en la Central de Anotaciones, de acuerdo con lo establecido en el número 4; y "Entidades gestoras con capacidad restringida", aquéllas autorizadas a llevar a cabo con sus comitentes únicamente las operaciones a que se refiere el número 11 del artículo 10.

2. La condición de Entidad gestora podrá ser otorgada por el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a aquellas Entidades que pertenezcan a alguna de las siguientes categorías:

- a) Sociedades de valores y Agencias de valores.
- b) Bancos, Cajas de Ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro, Instituto de Crédito Oficial y Entidades de crédito de capital público estatal.
- c) Cooperativas de crédito.
- d) Sociedades mediadoras del Mercado de Dinero.

3. El acceso a la condición de Entidad gestora y su mantenimiento exigirá la concurrencia de los siguientes requisitos en las Entidades:

a) Que cuenten con un capital o dotación social mínimos desembolsados de 150 millones de pesetas, y, posteriormente, con unos niveles mínimos de recursos propios proporcionados al volumen de actividad y a los riesgos asumidos, de acuerdo con su normativa específica.

b) Reconocida honorabilidad comercial o profesional en todos los miembros de su Consejo de Administración, que habrá de contar como mínimo con tres miembros, así como en sus Directores generales y asimilados.

c) Que ninguno de los miembros de su Consejo de Administración, así como ninguno de sus Directores generales o asimilados, haya sido declarado en quiebra o concurso de acreedores sin haber sido rehabilitado, se encuentre procesado o tenga antecedentes penales por delitos de falsedad contra la Hacienda Pública, de infidelidad en la custodia de documentos, de violación de secretos, de malversación de caudales públicos, de descubrimiento y revelación de secretos contra la propiedad o esté inhabilitado, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de Entidades financieras.

d) Que la mayoría de los miembros de su Consejo de Administración cuente con conocimientos y experiencias adecuados en materias relacionadas con el Mercado de Valores.

e) Que se comprometan a contar con una organización y unos medios personales y materiales técnicamente adecuados al carácter y volumen de la actividad que vayan a desarrollar y cumplan efectivamente este compromiso. La Entidad solicitante deberá acreditar suficientemente que está en situación de cumplir tal compromiso desde el primer momento. Con el fin de asegurar un buen nivel de funcionamiento y de supervisión del sistema, el Banco de España podrá definir los requisitos de organización con que deberán contar las Entidades gestoras, y los medios personales y materiales mínimos que deberán tener a su disposición, según sean con capacidad plena o restringida, requisitos y medios a los que deberá referirse la citada acreditación.

(1) Nueva redacción, Orden 31 de octubre de 1991, BOE de 8 de noviembre.

Para apreciar la concurrencia de los requisitos a que se refieren las anteriores letras *b*) y *d*), se estará a lo dispuesto en las letras *g*) e *i*) del artículo 2.^º del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de valores.

4. Las Entidades gestoras, con la sola excepción de las Agencias de valores, podrán ser, además, titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, mediando la correspondiente autorización del Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La cifra de capital social mínimo desembolsado de que deberán disponer será de 750 millones de pesetas.

Las Agencias de valores sólo podrán adquirir o mantener por cuenta propia Deuda Pública. Anotada a través de otra Entidad gestora, con capacidad plena o restringida.

5. Las Entidades que pretendan obtener la condición de Entidad gestora presentarán la correspondiente solicitud en el Banco de España, especificando si desean operar con sus comitentes en régimen de capacidad plena o de capacidad restringida. En el supuesto de Entidades con capacidad plena, en el mismo expediente deberán solicitar la titularidad de cuentas a nombre propio. Obtenido en el expediente el perceptivo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se elevará por el Banco de España la oportuna propuesta de resolución al Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. El otorgamiento de la condición de Entidad gestora será comunicado por este Centro directivo a la Central de Anotaciones.

6. La condición de Entidad gestora podrá ser denegada, particularmente, a las Entidades solicitantes que, perteneciendo a alguna de las categorías contempladas en las letras *b*) y *d*) del anterior número 2, formen parte del mismo grupo que otra de tales Entidades que ya hubiese obtenido con anterioridad dicha condición, siempre que resulte aconsejable no incrementar el número de Entidades gestoras para garantizar un adecuado nivel de funcionamiento y supervisión del sistema.

7. El otorgamiento de la condición de Entidad gestora será objeto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado». El Banco de España mantendrá un registro de Entidades gestoras.

Art. 6.^º Obligaciones de información a la Central de anotaciones.

1. Las Entidades gestoras deberán comunicar a la Central de anotaciones la información que, de acuerdo con lo establecido en el número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, y en esta Orden, establezca el Banco de España en relación con los saldos agregados de sus comitentes incluidos en las cuentas a su nombre en la Central.

2. Con el fin de garantizar la coherencia de los registros individualizados de las Entidades gestoras con los saldos agregados de terceros comunicados a la Central y facilitar la supervisión estadística y funcional del sistema, dichas Entidades comunicarán, con la periodicidad y en la forma que el Banco de España establezca, información detallada sobre las operaciones realizadas en el período de referencia y sobre las condiciones de negociación.

3. Las tarifas que establezcan las Entidades gestoras para sus operaciones con sus comitentes por Deuda representada en anotaciones en cuenta, o por servicios prestados a sus clientes en relación con la misma, así como sus modificaciones, habrán de comunicarse a la Central de anotaciones previamente a su aplicación.

Art. 7.^º (1) Registros a mantener por las Entidades gestoras.

1. Las Entidades Gestoras mantendrán permanentemente actualizados los registros correspondientes a sus saldos de terceros, con identificación de sus titulares por nombre y apellidos o razón social, número de identificación fiscal y domicilio, datos de la emisión, saldos nominales, condiciones de adquisición, situación jurídica y, en su caso, compromisos de reventa.

No obstante lo anterior, de acuerdo con lo previsto en el artículo 109 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y en el artículo 6.^º, 2, del Real Decreto 338/1990, de 9 de marzo, por el que se regula la composición y la forma de utilización del número de identificación fiscal, así como en la disposición adicional primera de la Ley 14/1985, de Régimen Fiscal de determinados Activos Financieros, y en los artículos 21.2 y 23 del Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre, que la desarrolla, en el caso de los Pagarés del Tesoro las Entidades Gestoras, que aplicarán los procedimientos internos de control que tengan voluntariamente establecidos con el fin de conocer la identidad de sus potenciales clientes y, en su caso, la finalidad de las operaciones que les soliciten o encomienden, no precisarán sin embargo registrar el número de identificación fiscal de quienes efectivamente adquieran la condición de titular de Pagarés del Tesoro, pudiendo sustituir sus datos identificativos por procedimientos de codificación que garanticen tanto la seguridad del sistema como los derechos de los titulares.

2. La suma de los saldos de valores anotados en el conjunto de registros a favor de sus comitentes que, para cada emisión mantenga la Entidad gestora habrá de coincidir, en cada fecha, con el saldo agregado de terceros comunicado a la Central de Anotaciones correspondiente a la emisión.

3. La llevanza de los registros se hará con arreglo a los formatos que establezca el Banco de España.

Art. 8.^º (2) Obligación de expedición de resguardos.

1. Las Entidades Gestoras deberán extender y entregar resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Dichos resguardos deberán estar codificados de modo que se garantice la correspondencia con los registros de la Entidad Gestora expedidora de los mismos. Los resguardos no serán representativos del valor, ni transmisibles, ni negociables, y sólo acreditarán la formalización de la anotación y su identificación. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecerá las especificaciones que deben cumplir estos resguardos.

2. A propuesta de las Entidades Gestoras, previo informe del Banco de España, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera homologará los modelos de resguardos, siempre que cumplan los requisitos y especi-

(1) Modificado por Orden de 31 de julio de 1990.

(2) Nueva redacción por Orden 26 de noviembre de 1993.

ficaciones que se establezcan, garanticen el buen funcionamiento del sistema y aseguren la defensa de los intereses de los inversores.»

Art. 9.^º *Obligaciones con los clientes.*

1. Las Entidades gestoras gestionarán, como comisionistas por cuenta de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la Central de anotaciones, la suscripción, mantenimiento, canje, conversión y reembolso de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, así como el ejercicio de los demás derechos que correspondan a los tenedores. Las Entidades gestoras facilitarán, además, a sus clientes la negociación en el mercado secundario de sus saldos de Deuda representada en anotaciones en cuenta en los términos previstos en el artículo siguiente.

Las Entidades gestoras, a petición de sus comitentes, procederán al desglose y, en su caso, al bloqueo de saldos a efectos de la constitución sobre los mismos de derechos que afecten a su fungibilidad o exijan su individualización e identificación, y a la expedición, si es precisa, de la correspondiente certificación. Asimismo, darán curso a la Central de anotaciones de la información pertinente.

3. Sin perjuicio de la expedición del resguardo al que se refiere el artículo anterior, las Entidades gestoras facilitarán a sus clientes documentos acreditativos de los saldos que mantengan por cuenta de aquéllos en sus cuentas en la Central de anotaciones.

4. Las Entidades gestoras facilitarán la transferencia entre ellas de los saldos de anotaciones de Deuda de sus comitentes, quienes, a estos efectos, podrán dar la orden de transferencia tanto a la Entidad que deba realizarla como a la Entidad destinataria. La transferencia será realizada por los procedimientos y en los plazos que establezca el Banco de España, como gestor de la Central de anotaciones, y se hará efectiva una vez comprobada la existencia de saldo. Dichos plazos no podrán exceder de siete días hábiles desde la presentación de la orden por el comitente.

5. En virtud de lo dispuesto en el número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, y en el artículo siguiente de esta Orden, el Banco de España establecerá los términos en que las Entidades gestoras expondrán a la vista de los clientes y mantendrán a su disposición:

- a) Las tarifas de comisiones aplicables por servicios.
- b) Las condiciones de negociación de Deuda representada en anotaciones en cuenta, especificando precios de compra y venta, así como plazos de liquidación, fechas valor y, en general, cuantas circunstancias sean precisas para que el cliente valore con exactitud sus obligaciones y derechos.
- c) Las informaciones que determine el Banco de España referentes sea a la propia Entidad, sea al conjunto del sistema.

Art. 10. *Operaciones de compraventa en el mercado secundario encomendadas a las Entidades gestoras.*

1. Las Entidades gestoras, en sus relaciones con sus comitentes, podrán realizar o gestionar las siguientes operaciones:

- a) Operaciones de compraventa simple al contado.

- b) Operaciones de compraventa simple a plazo.
- c) Operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija.
- d) Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista.

2. Las Entidades gestoras podrán actuar en tales operaciones:

- a) Ofreciendo contrapartidas en nombre propio.
- b) Como meros comisionistas en nombre de terceros, bastando contrapartidas en el mercado.
- c) Realizando las anotaciones pertinentes por orden conjunta de las partes contratantes.

Las Entidades gestoras que decidan prestar a los titulares de cuentas el servicio de registro de las operaciones de Deuda anotada que estos últimos efectúen con terceros, deberán comunicarlo a la Central de Anotaciones juntamente con la tarifa que vayan a aplicar por la prestación de dicho servicio; en la citada comunicación, la Entidad gestora se comprometerá, en cualquier caso, a respetar la relación entre el titular de cuentas y terceras personas.

El traspaso de los valores objeto de la operación desde el titular de cuentas a la Entidad gestora y el registro de dicha operación por parte de esta última se efectuarán de conformidad con las normas de la Central de Anotaciones.

El resguardo que, en cumplimiento del artículo 8.^º, expida la Entidad gestora, reflejará la situación anteriormente descrita mediante la expresión "por orden de..." referida al titular de cuentas, quien vendrá obligado a facilitar a la Entidad gestora todos los datos necesarios para que ésta pueda mantener su registro de terceros de acuerdo con el artículo 7.^º (1).

3. Se considerarán operaciones de compraventa siempre al contado, aquéllas en que se determine, en el momento de la contratación, la emisión objeto de la operación y se estipulen las condiciones en que se realizará la transacción, que incluirán la transmisión del valor antes del quinto día hábil siguiente al de contratación. Cuando no se especifique fecha de transmisión, se entenderá por estipulada la fecha hábil siguiente a la de contratación.

4. Se considerarán operaciones de compraventa simple a plazo, aquéllas en que la transmisión del valor se efectúe en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la de contratación.

5. Se considerarán operaciones de compraventa con pacto de recompra en fecha fija, aquellas en que se determine, en el momento de la contratación, además de la emisión objeto de la operación, los precios de ambas compraventas y las fechas para las transmisiones de valores. Las fechas que se estipulen para la transmisión de valores en la compraventa inicial se establecerán con las condiciones señaladas en el número 3 anterior. El precio de la recompra podrá, alternativamente, estipularse en el momento de la contratación, o bien referirse en dicho acto al tipo de interés resultante de la aplicación de un diferencial preestablecido, positivo o negativo, al valor que presente, en la fecha de ejecución de la compraventa inicial, algún tipo de interés de referencia.

(1) Añadido por Orden del 31 de octubre de 1991.

6. (1) Se considerarán operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista aquellas que se concreten en las condiciones a que se refiere el número anterior e incluyan, además, una opción en favor del comprador-vendedor para exigir la recompra anticipada durante el período que medie entre ambas compraventas, en las condiciones que queden también determinadas en el momento de la contratación. Dichas condiciones se fijarán de manera que la rentabilidad interna de la adquisición temporal de la deuda sea la acordada, cualquiera que sea el momento en que se ejerzte la opción. La recompra anticipada se ordenará con un preaviso mínimo de un día sobre la fecha de transmisión de los valores.

7. La documentación que acredite ante el comitente la contratación deberá identificar si la operación realizada por la Entidad gestora se ha atendido actuando ésta en nombre propio o, por el contrario, actuando como comisionistas en nombre de tercero. En este último caso, dicha documentación deberá recoger los términos de la orden, la fecha de la operación, el coste para la Entidad gestora y las comisiones aplicadas al comitente.

8. Las Entidades gestoras que deseen ofrecer contrapartidas en nombre propio a las órdenes que reciban de sus clientes, deberán cotizar públicamente cambios comprador y vendedor de las emisiones en que estén dispuestas a operar. A dichos cambios, la Entidad gestora estará obligada a realizar las operaciones que propongan sus clientes, siempre que no excedan de 5.000.000 de pesetas nominales; a estos efectos, se acumularán todas las propuestas por cada cliente.

9. En el caso de las operaciones previstas en la letra c) del número 2 anterior, no será de aplicación lo dispuesto en los números 7 y 8 precedentes. Las Entidades gestoras que gestionen dichas operaciones quedan obligadas a velar por que éstas se ajusten a lo previsto en la presente Orden y a los términos convenidos por las partes contratantes.

10. La transmisión de los valores en las operaciones previstas en el número 1, anterior, se tendrá por realizada, a tenor de lo dispuesto en el número 1 del artículo 8.^º y en el número 4 del artículo 6.^º del Real Decreto 505/1987, una vez que la Entidad gestora actualice sus registros de saldos y comunique, en las condiciones previstas en las normas de funcionamiento de la Central de anotaciones, los saldos de sus comitentes resultantes tras la actualización de los registros.

11. (2) Las referencias contenidas en los números anteriores de este artículo sólo se aplicarán en toda su extensión a las Entidades gestoras con capacidad plena. En sus relaciones con sus comitentes, las Entidades gestoras con capacidad restringida podrán realizar o gestionar todas las operaciones descritas en el número 1 de este artículo, actuando como meros comisionistas en nombre de terceros, buscando contrapartida en el mercado, o realizando las anotaciones pertinentes por orden conjunta de las partes contratantes, pudiendo, cuando ostenten la condición adicional de titulares de cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones, ofrecer contrapartida en nombre propio sólo en operaciones de compraventa simple al contado.

(1) Nueva redacción, Orden de 31 de julio de 1987.

(2) Introducido por Orden de 31 de octubre de 1991.

Art. 11. *Contabilización por las Entidades gestoras.*

Las Entidades gestoras habrán de ajustar la contabilización de las anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, tanto perteneciente a la cartera propia como a los saldos de terceros, y la de los procesos de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre la misma, en lo que se refiere a los movimientos de valores o de efectivo, a las normas que establezca el Banco de España en su calidad de gestor de la Central de anotaciones y supervisor de sistema.

CAPITULO IV

Sistemas de compensación y liquidación entre Entidades gestoras y régimen específico de las Bolsas Oficiales de Comercio

Art. 12. *Sistemas de compensación y liquidación entre Entidades gestoras.*

1. De acuerdo con lo dispuesto en el número 7 del artículo 6.^º del Real Decreto 505/1987, las Entidades gestoras podrán, con autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, establecer sistemas que faciliten la compensación de los movimientos de valores y de efectivo que deriven de la liquidación de operaciones cruzadas entre las Entidades gestoras asociadas a los mismos por operaciones realizadas, bien sea por cuenta propia, bien sea por cuenta de sus comitentes.

2. A tal fin, quien promueva el sistema presentará en el Banco de España el correspondiente proyecto acompañado de una Memoria. El Banco de España remitirá el proyecto y la Memoria con su informe a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que lo elevará a la aprobación del Ministro.

3. Los Estatutos de estos sistemas reflejarán la obligación de remitir al Banco de España, como supervisor del sistema, la información, periódica u ocasional, que solicite y de cumplir las reglas de publicidad de sus operaciones que aquél establezca. Asimismo, contendrán previsiones suficientes, a juicio de este Ministerio para la cobertura de posibles fallidos en operaciones entre Entidades asociadas cuya compensación y liquidación se canalice por el sistema.

4. Los sistemas de compensación a que se refiere este artículo comunicarán a la Central de anotaciones previamente a su aplicación las tarifas que rijan entre aquéllos y las Entidades gestoras integradas en los mismos y sus modificaciones.

Art. 13. (1) *Régimen específico de las Bolsas de Valores.*

1. Las Bolsas de Valores, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 del Real Decreto 505/1987, organizarán un régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda Pública, que estará sujeto a la aprobación del Ministerio de Economía y Hacienda. A tal efecto, presentarán en el Banco de España el correspondiente proyecto, acompañado de una Memoria. El Banco de España remitirá el proyecto y la Memoria con su informe a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que lo elevará a la aprobación.

(1) Nueva redacción, Orden de 31 de octubre de 1991.

2. El régimen específico a que se refiere el número anterior deberá contemplar un sistema que identifique las operaciones realizadas en su seno y que se corresponda con los registros de las Entidades adheridas, quienes harán seguir a sus clientes los resguardos correspondientes.

3. Serán miembros del sistema bursátil las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa que ostenten la condición adicional de Entidad gestora. Podrán ser Entidades adheridas las Entidades gestoras en cualquiera de sus modalidades y los titulares de cuentas que cumplan las exigencias materiales y formales que comporta la adhesión al régimen aprobado. Estas Entidades y titulares adheridos participarán en los procesos de compensación y liquidación, introduciendo al efecto los oportunos controles contables de las operaciones que se efectúen bajo este régimen específico.

4. Las Entidades gestoras adheridas podrán negociar sus saldos de terceros a través de los miembros del sistema bursátil a que se refiere el número anterior. El resultado de dicha negociación, dará lugar a los procesos de altas y bajas en los saldos del sistema bursátil, y a los traspasos correspondientes de o hacia el mismo, en función de que la Entidad en cuya cuenta de terceros vayan a permanecer los mencionados saldos sea o no miembro del citado sistema.

5. El Ente coordinador del sistema específico bursátil comunicará diariamente a la Central de Anotaciones el resultado de la negociación efectuada en él, así como los saldos de terceros, desglosados por emisiones, de las Entidades miembros del citado sistema.

CAPITULO V

Central de anotaciones

Art. 14. *Régimen de funcionamiento de la Central.*

1. De acuerdo con lo dispuesto en el número 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, la Central de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado, funcionará con arreglo al régimen que para la misma establezca el Banco de España y que se extenderá a sus relaciones no sólo con los titulares de cuentas en la Central, sino también con los sistemas bursátil o de compensación a que se refiere el capítulo IV de esta Orden y con los demás titulares de deuda en anotaciones en cuenta.

2. Dicho régimen especificará las normas con arreglo a las que las mencionadas relaciones han de producirse, estableciendo horarios, frecuencia, procedimiento, medios y contenido de las comunicaciones entre los distintos integrantes del sistema y la Central, así como las restricciones a que puedan estar sujetas.

Art. 15. *Gestión de la Deuda en anotaciones en cuenta.*

1. La Central de anotaciones efectuará las anotaciones y demás actuaciones precisas para llevar a cabo los procesos de emisión, conversión y amortización de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta, así como las necesarias para el ejercicio de los derechos económicos de los titulares de las mismas.

2. Para el cobro de intereses y en el caso de amortización mediante reembolso, la Central de anotaciones presentará en la Dirección General del Tesoro y Política

Financiera la factura pertinente para el conjunto de la emisión representada en anotaciones entre los días hábiles decimonoveno y décimo anteriores a la fecha de vencimiento de la emisión de que se trate, y abonará en esta última fecha los importes correspondientes en las cuentas de efectivo señaladas al efecto en el Banco de España por los titulares de cuentas de valores en la Central de anotaciones o por las Entidades gestoras, quienes los harán seguir a sus comitentes. En los casos de conversión la factura se presentará en el período que se fije en la disposición que la regule.

En todos los casos, la factura oficial habrá de ir acompañada por certificación del saldo nominal de la Deuda cuyos derechos se ejercen, así como por cinta magnética con la información y el formato que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera determine.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecerá las normas de asignación de código de valor de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, tanto en el momento de la emisión como en las transformaciones.

3. Los titulares de Deuda representada en anotaciones en cuenta sobre la que no se haya constituido derecho o traba que afecte a su fungibilidad y no estuvieran sujetos a obligación de transmisión podrán solicitar de la Central de anotaciones, directamente si son titulares de cuentas en la misma o a través de las Entidades gestoras en otro caso, el cambio de representación de la Deuda a títulos-valores, salvo que se trate de la contemplada en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987. Esta transformación a título-valor requerirá la intervención de fedatario público.

4. Los titulares de Deuda representada en títulos-valores integrantes de emisiones susceptibles de estar representadas en anotaciones en cuenta podrán solicitar la transformación de aquéllos en éstas, siempre que no esté constituido derecho o traba sobre los mismos que afecte a su fungibilidad y que estén al corriente en el ejercicio de todos los derechos. Este cambio de representación no requerirá la intervención de fedatario público y estará precedido por la entrega de los títulos. Cuando se trate de títulos incluidos en el sistema establecido por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, el procedimiento de transformación requerirá la previa exclusión del mismo.

5. Las transformaciones se suspenderán antes de los vencimientos de interés, o de los canjes, conversiones o amortizaciones, durante un período suficiente para que no se altere la normalidad de tales procesos por la existencia de transformaciones en curso.

6. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera y el Banco de España, como gestor de la Central de anotaciones, desarrollarán en sus respectivas áreas lo dispuesto en los números 3, 4 y 5 precedentes.

7. En lo no previsto en esta Orden serán de aplicación a la deuda representada en anotaciones en cuenta lo establecido para los procesos de emisión, amortización, conversión o canje y cobro de intereses para la Deuda representada en títulos-valores, en cuanto resulte congruente con su naturaleza propia.

Art. 16. *Mercado secundario organizado por la Central de anotaciones.*

1. La Central de anotaciones, en su papel de organizadora de un mercado secundario entre los titulares direc-

tos de cuentas en la propia Central, establecerá los procedimientos de cotización y negociación, así como los de compensación y liquidación derivados de éstos, y velará en todo momento por la transparencia de los mismos y su correcta aplicación. La liquidación de operaciones se efectuará mediante el asiento simultáneo de las transferencias de valores en las cuentas de la Central y de las contrapartidas correspondientes en las cuentas corrientes de efectivo en el Banco de España.

2. De conformidad con lo dispuesto en el número 4, del artículo 5.^o del Real Decreto 505/1987, la Central de anotaciones queda autorizada a determinar el momento en que podrán practicarse en el mercado organizado por ella las distintas modalidades de operación.

Art. 17. Desgloses, certificaciones e inmovilizaciones de saldos.

1. En cumplimiento de lo establecido en los apartados 2 y 3, del artículo 2.^o del Real Decreto 505/1987, y a solicitud de los titulares de los valores, la Central de anotaciones efectuará el desglose, dentro de las cuentas mantenidas en la misma, de los saldos de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta sobre los que se constituya una garantía o cualquier otro derecho o traba que impida su fungibilidad con los restantes de la misma emisión, de forma que permita su individualización e identificación y, en su caso, su inmovilización y extenderá las certificaciones correspondientes.

2. La Central de anotaciones establecerá el procedimiento de inmovilización de saldos necesario para la constitución de derechos o garantías sobre la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta. Dichos saldos se mantendrán desglosados dentro de las cuentas incluidas en la Central de anotaciones conservando sus derechos económicos, pero no podrán ser movilizados, ni reembolsados a su amortización a sus titulares en tanto no se haya procedido al levantamiento de la garantía previamente constituida.

CAPITULO VI

Obligaciones de retención e información fiscal

Art. 18. Obligación de retención fiscal a cuenta y de información a la Administración tributaria.

1. Los rendimientos de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta estarán sujetos al régimen fiscal propio de los rendimientos derivados de activos financieros, de acuerdo con las correspondientes condiciones de emisión.

En la liquidación de intereses sujetos a retención, la Central de anotaciones abonará a los titulares de cuentas en la misma los importes líquidos, una vez practicadas las retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedad y las Entidades gestoras certificarán las retenciones soportadas por sus comitentes.

Sin perjuicio de las obligaciones de información a la Administración tributaria, no se practicará retención, a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ni del Impuesto sobre Sociedades, sobre los rendimientos obtenidos con ocasión de transmisiones, incluso en operaciones de compraventa con pacto de recompra,

o del reembolso de Deuda representada en anotaciones en cuenta en los casos previstos en los números 1 y 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987.

2. En las transmisiones de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado con rendimiento implícito que no sean instrumento regulador de los mercados monetarios, estará obligada a retener e ingresar en el Tesoro la Entidad gestora que actúe por cuenta del transmitente de tales anotaciones. En el supuesto de que estas transmisiones se realicen por los titulares directos de cuentas en la Central de anotaciones, ésta efectuará el ingreso a cuenta del Impuesto sobre Sociedades equivalente a la retención que proceda sobre los rendimientos obtenidos en la transmisión.

En el momento del reembolso tal obligación afectará al emisor, que instrumentará la retención a través de la Central de anotaciones, salvo que la materialización de la operación se encomiende a las Entidades gestoras, en cuyo caso serán éstas las encargadas de practicar e ingresar la retención que proceda.

3. La Central de anotaciones y las Entidades gestoras ingresarán las retenciones sobre rendimientos del capital mobiliario que deban realizar a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto sobre Sociedades mediante los modelos de declaración-documento de ingreso aprobados para los ingresos de esta naturaleza por el Ministerio de Economía y Hacienda.

4. La Central de anotaciones informará a la Administración tributaria, de acuerdo con el artículo 22 del Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre, de las retenciones practicadas sobre los intereses satisfechos a los titulares de cuentas en la misma. Cuando estos titulares tengan la condición de Entidades gestoras, la Central de anotaciones informará de las retenciones practicadas sobre los intereses satisfechos a aquéllos por sus saldos globales, distinguiendo sus saldos por cuenta propia de los saldos agregados de sus comitentes.

A su vez, las Entidades gestoras informarán a la Administración tributaria acerca de sus comitentes perceptores de intereses.

A estos efectos, tanto la Central de anotaciones como las Entidades gestoras incluirán esta información en la declaración o resumen anual de retenciones del capital mobiliario que deban presentar o presentarán dicha declaración anual a tal fin, consignando cuantos datos se exijan en la misma.

5. La Central de anotaciones o las Entidades gestoras que intervengan en la suscripción y transmisiones de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta vendrán obligadas a facilitar a la Administración tributaria la información exigida por el Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre.

Las Entidades gestoras estarán obligadas a suministrar información a la Administración tributaria sobre las operaciones de suscripción, transmisión y reembolso de la Deuda del Estado de sus comitentes, según lo establecido en el artículo 23.2 del mencionado Real Decreto. Esta obligación se entenderá cumplida, respecto de las operaciones sujetas a retención, con la presentación del resumen anual de retenciones.

Tanto la Central de anotaciones, respecto de los titulares de cuentas en ella, como las Entidades gestoras, res-

pecto de sus comitentes, facilitarán estos datos a la Administración tributaria a través de los modelos de declaración o retención anual aprobados por el Ministerio de Economía y Hacienda en relación con las obligaciones previstas en el artículo 23 del Real Decreto 2027/1985, de 23 de octubre, consignando cuantos datos se exijan para dicha declaración anual.

6. En la información a suministrar por la Central de anotaciones y las Entidades gestoras, así como en el resumen anual de retenciones se acumularán todas las operaciones y retenciones referentes a una misma persona.

CAPITULO VII

Supervisión del sistema de anotaciones

Art. 19. Competencias de supervisión.

1. De conformidad con lo previsto en el apartado b), del número 9, del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, y en la presente Orden, se encomienda al Banco de España la supervisión y control de la Central y del conjunto del sistema de anotaciones.

2. En consecuencia, los titulares de anotaciones en la Central de anotaciones y, de modo especial, las Entidades gestoras estarán sujetas a las reglas de limitación de riesgos, de supervisión y de inspección que el Banco de España establezca con objeto de garantizar el buen funcionamiento del sistema, la solidez de las operaciones y la adecuada defensa de los intereses de los inversores.

3. A fin de facilitar el conocimiento por el Ministerio de Economía y Hacienda de las incidencias que surjan en el desarrollo y actuación de los mercados de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, el Banco de España dará traslado a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de las actas levantadas por sus servicios de inspección en cuestiones relacionadas con dicho mercado y comunicará a dicho Centro las actuaciones o propuestas de actuación que de ellas se deriven.

4. Sin perjuicio de lo previsto en los números anteriores, y de conformidad con lo previsto en el número 10 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá disponer las comprobaciones de las actuaciones de los titulares de anotaciones en la Central de anotaciones y de las Entidades gestoras que estime necesarias y solicitar del Banco de España la información que considere precisa sobre el funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta y la actuación del Banco como gestor del mismo y como Entidad gestora (1).

5. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá recabar del Banco de España cuanta información estadística estime pertinente sobre cualquier aspecto del funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta y de los mercados primario y secundario de Deuda del Estado anotada. Igualmente procederá a la publicación de los datos, cuya difusión sea relevante para la actuación de los operadores en el mercado de Deuda del Estado o de interés general, pudiendo encomendar esta tarea, en todo o en parte, al Banco de España.

6. El Banco de España elevará al Ministro de Economía y Hacienda, al menos una vez por año, un informe

que contenga una evaluación del funcionamiento del sistema y de los problemas observados, con propuesta, en su caso, de las soluciones posibles, así como un resumen de su actuación inspectora y disciplinaria en cuanto supervisor del sistema de anotaciones.

Art. 20. Servicio de Reclamaciones.

1. El Servicio de Reclamaciones previsto en el artículo 9.º de la Orden de 3 de marzo de 1987, sobre liberalización de los tipos de interés y comisiones y sobre normas de actuación de las Entidades de depósito, atenderá también las reclamaciones que, con referencia a lo dispuesto en la normativa reguladora del sistema, pudieran formular los comitentes de operaciones de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta siendo extensivo a las mismas cuanto dicha Orden establece respecto al mencionado servicio.

Art. 21. (2) Retirada, suspensión y limitación de la condición de titular de cuentas en la Central de Anotaciones o de Entidad gestora.

1. La revocación y suspensión de la condición de Entidad gestora o de titular de cuentas en la Central de Anotaciones, así como lo relativo a las limitaciones del tipo o del volumen de las operaciones de las presentes Entidades y titulares, se ajustarán a lo dispuesto en el artículo 12.10 del Real Decreto 505/1987, entendiéndose referidos los supuestos a) y d) del citado artículo a lo previsto en el artículo 23 de la presente Orden ministerial.

2. La revocación de la condición de titular de cuentas en la Central implicará que la Entidad o intermediario financiero afectado no podrá, a partir de la adopción de tal medida, realizar otras operaciones que aquéllas de las que derive una reducción definitiva de sus saldos en dicha Central. La suspensión de la condición de titular de cuentas en la Central producirá el mismo efecto, pero sólo durante el plazo que se determine en la resolución correspondiente.

3. La revocación de la condición de Entidad gestora implicará que la Entidad no pueda, a partir de la adopción de tal medida, realizar o gestionar con o para sus comitentes otras operaciones que aquéllas de las que derive una reducción definitiva de sus saldos de terceros. Sin perjuicio de ello, mientras la Entidad conserve saldos de terceros anotados en la Central, deberá seguir cumpliendo estrictamente las obligaciones previstas en esta Orden. La suspensión de la condición de Entidad gestora producirá el mismo efecto, pero sólo durante el plazo que se determine en la resolución en la que se adopte tal medida.

4. La resolución que imponga limitaciones al tipo o volumen de las operaciones que puedan realizar los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones o las Entidades gestoras determinará concretamente las operaciones afectadas y los volúmenes máximos autorizados, que puedan referirse tanto a las operaciones individuales como al conjunto de las mismas, así como el plazo de duración de dichas limitaciones.

5. La revocación de la condición de titular de cuentas en la Central, cuando la Entidad afectada sea Entidad gestora, implicará también la pérdida de esta condición, con los efectos previstos en el número 3.

(1) Añadido por Orden de 22 de enero de 1990.

(2) Nueva redacción, Orden de 31 de octubre de 1991.

6. La revocación de la condición de titular de cuentas en la Central de Anotaciones o de Entidad gestora sólo podrá acordarse en los casos a que hace referencia el artículo 12.10 del Real Decreto 505/1987.

7. La resolución en la que se acuerde la revocación de la condición de titular de cuentas en la Central o de Entidad gestora ordenará su publicación, determinando la forma en que la misma haya de tener lugar. Tal publicación podrá o no ordenarse en los casos de suspensión o limitación del tipo y volumen de operaciones.

CAPITULO VIII

Art. 22. Competencias atribuidas al Banco de España.

Se encomiendan al Banco de España, además de las funciones que le son atribuidas en los artículos anteriores, las restantes contempladas en el apartado 9 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril. Asimismo, en general, le corresponderá, en su calidad de gestor de la Central de anotaciones y supervisor del sistema, la adopción de las medidas y disposiciones precisas para la debida aplicación de lo dispuesto en el citado Real Decreto y en esta Orden.

Art. 23. (1) Saldos mínimos a mantener por las Entidades gestoras.

Los saldos mínimos de Deuda Pública por cuenta de terceros mencionados en el número 1 del artículo 21 serán:

1. En el caso de Entidades gestoras con capacidad plena, será 20.000 millones de pesetas nominales el saldo mínimo a que hacen referencia el número 10 del artículo 12 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, y el número 1 del artículo 21. Tal saldo mínimo será de 1.000 millones de pesetas para las Agencias de Valores y demás Entidades gestoras con capacidad restringida.

2. Los saldos mínimos citados deberán alcanzarse en el plazo de un año contado desde el primer día del mes siguiente a aquel en que tenga lugar el acceso a la condición de Entidad gestora. Tratándose de Entidades que ostenten ya esta condición en el día de la publicación de esta Orden, el plazo será de seis meses, contados desde el primer día del mes siguiente a aquel en que se produzca dicha publicación.

3. Se entenderán incumplidas las obligaciones derivadas de lo dispuesto en los dos números anteriores cuando, a partir del momento en que deba alcanzarse el correspondiente saldo mínimo conforme a los mismos, el saldo medio de los importes diarios de la Deuda anotada por cuenta de terceros en la Central por la Entidad gestora se sitúe durante tres meses naturales consecutivos por debajo del mínimo establecido. La circunstancia de que durante la tramitación del expediente de revocación de la condición de Entidad gestora ésta recupere el saldo medio mínimo correspondiente no impedirá dicha revocación.

(1) Añadido por Orden de 31 de octubre de 1991.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—Emisiones de Deuda del Estado que podrán formalizarse en anotaciones en cuenta.

De conformidad con lo establecido en el artículo 1.^o serán susceptibles de inclusión en el sistema de anotaciones a voluntad de sus tenedores las siguientes emisiones:

Obligaciones del Estado 13,75 por 100, emisión marzo 1985.

Bonos del Estado 13,50 por 100, emisión abril 1985.

Deuda amortizable 12,25 por 100, emisión junio 1985.

Obligaciones del Estado 13,50 por 100, emisión junio 1985.

Obligaciones del Estado 11,75 por 100, emisión noviembre 1985.

Deuda amortizable 11,50 por 100, emisión diciembre 1985.

Bonos del Estado 11,70 por 100, emisión diciembre 1985.

Obligaciones del Estado 11,70 por 100, emisión marzo 1986.

Bonos del Estado 11,60 por 100, emisión marzo 1986.

Bonos del Estado 10,10 por 100, emisión junio 1986.

Deuda amortizable 10 por 100, emisión julio 1986.

Obligaciones del Estado 9,95 por 100, emisión julio 1986.

Obligaciones del Estado 10,65 por 100, emisión julio 1986.

Bonos del Estado 9,40 por 100, emisión octubre 1986.

Bonos del Estado 8,25 por 100, emisión diciembre 1986.

Deuda amortizable 8,50 por 100, emisión diciembre 1986.

Bonos del Estado 9,80 por 100, emisión febrero 1987.

Bonos del Estado 10,15 por 100, emisión marzo 1987.

Bonos del Estado 11,70 por 100, emisión abril 1987.

Segunda.—Se delegan en el Director general del Tesoro y Política Financiera las siguientes competencias:

«a) (2) El otorgamiento y la revocación de la condición de Entidad gestora, así como las limitaciones del tipo o volumen de operaciones conforme a lo previsto en los artículos 5 y 21 de esta Orden.»

b) La autorización de los sistemas de compensación y liquidación que agrupen y presten servicio a varias Entidades gestoras a que se refiere el artículo 12 de esta Orden.

c) La aprobación del régimen específico de negociación, compensación y liquidación de operaciones sobre anotaciones en cuenta de Deuda del Estado organizado por las Bolsas Oficiales de Comercio, de conformidad con el artículo 13 de esta Orden.

d) La adopción de las medidas de suspensión de la condición de titular de cuentas en la Central de anotaciones o de Entidad gestora, o de limitación del tipo y volumen de las operaciones que puedan realizar dichas Entidades, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 21 de esta Orden.

Tercera.—La letra f) del número segundo de la Orden de 26 de diciembre de 1983 queda redactada como sigue:

(2) Nueva redacción, Orden de 31 de octubre de 1991.

«f) Letras, pagarés u otros efectos de la cartera endosados o cedidos a terceros, participaciones a favor de terceros en activos de la cartera, incluyendo las participaciones hipotecarias reguladas por la Ley 2/1981 y Real Decreto 685/1982 y ventas de efectos o títulos con pacto de recompra; se excluyen los endosos de pagarés u otra Deuda del Tesoro, también se excluyen las ventas con pacto de recompra de pagarés del Tesoro y de Deudas del Estado y del Tesoro cuando tales operaciones afecten a pagarés o deudas formalizados en anotaciones en cuenta.»

Cuarta.—Las referencias contenidas en la legislación vigente a los títulos de la Deuda del Estado o a conceptos más generales que la incluyan, cuya finalidad no esté directamente relacionada con su representación en títulos-valores, se entenderán efectuadas también a la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

DISPOSICION TRANSITORIA (1)

1. La autorización de las operaciones de compraventa simple a plazo entre las Entidades gestoras y sus comitentes queda condicionada a la organización previa del mercado a plazo entre titulares de cuentas en la Central de anotaciones y a la ulterior decisión de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. A la vista de la experiencia adquirida, este Centro directivo regulará los requisitos de dichas operaciones y, en particular, establecerá las garantías necesarias para el mejor funcionamiento del mercado y la protección de los inversores.

2. De conformidad con lo establecido en el número 2 del artículo 8.^º del Real Decreto 505/1987, los valores de Deuda del Estado anotada vendidos por las Entidades gestoras a sus comitentes con pacto de recompra, no podrán estar sujetos a obligaciones de reventa anteriormente contraídas por la Entidad vendedora, hasta que la Central de anotaciones establezca los mecanismos complementarios de información y control que permitan asegurar la supervisión del sistema y la protección de los inversores y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera así lo autorice a la vista de la experiencia adquirida. Esta restricción operativa no se aplicará a las emisiones de Deuda del Tesoro representadas en anotaciones en cuenta, para las que el Banco de España establecerá las obligaciones complementarias de información de las Entidades gestoras a la Central de anotaciones.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

(1) Modificada por la Orden de 11 de junio de 1987, BOE de 13 de julio.

RESOLUCION DE 24 DE JUNIO DE 1987, DE LA DIRECCION GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA, MEDIANTE LA QUE SE DA CUMPLIMIENTO A LO DISPUESTO EN LOS ARTICULOS 8.^º Y 15 DE LA ORDEN DEL MINISTERIO DE ECONOMIA Y HACIENDA DE 19 DE MAYO DE 1987, SOBRE APLICACION DEL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA PARA LA DEUDA DEL ESTADO (BOE de 27 de junio)

El artículo 8.^º de la Orden de 19 de mayo de 1987 establece la obligación de las Entidades gestoras de anotaciones en cuenta de Deuda de extender y entregar resguardos acreditativos de la formalización de la anotación a nombre del titular de los derechos y encarga a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera el establecimiento de las especificaciones que tales resguardos han de cumplir, así como la homologación, previo informe del Banco de España, de los modelos de los repetidos resguardos que propongan las Entidades gestoras, siempre que las características que reúnan garanticen el buen funcionamiento del sistema y aseguren la defensa de los intereses de los inversores.

El artículo 15 de la mencionada Orden regula la gestión de la Deuda representada en anotaciones de cuenta y, entre otras, encomienda en su número 2 a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecer las normas de asignación de código de valor de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, tanto en el momento de la emisión como en las transformaciones. En el número 6 del mismo artículo se dispone que la Dirección General citada desarrollará en el área de su competencia el contenido de los números 3, 4 y 5 que le preceden.

En virtud de lo que antecede, esta Dirección General ha adoptado la siguiente Resolución:

1. *De la extensión y entrega de resguardos.*

1.1. En cumplimiento de lo establecido en el artículo 8.^º de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987, las Entidades Gestoras de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado o del Tesoro, deberán extender y entregar a sus comitentes titulares de anotaciones en cuenta resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta de la Deuda de la que son titulares.

Los resguardos no serán representativos del valor, ni transmisibles, ni negociables, y sólo acreditarán la formalización de la anotación a favor del comitente titular de la misma y su identificación.

1.2. La extensión de los resguardos habrá de hacerse en el modelo oficial que a petición de la Entidad gestora facilitará el Banco de España.

1.3. a) Cada Entidad gestora habrá de extender y entregar un resguardo siempre que se origine un nuevo registro representativo de Deuda anotada a favor de un comitente de la misma.

b) En los citados resguardos deberá constar: 1. La numeración que los relacione de modo biunívoco con el registro al que correspondan. La numeración estará formada por el código de Entidad gestora, el código de valor y el número correlativo del registro definidos en la norma primera y el anexo 1 de la Circular 20/1987, de 9 de junio, del Banco de España, y, en lo relativo al código de valor

de las Letras del Tesoro, en la norma primera de la Circular 21/1987, de 16 de junio, del citado Banco. 2. El nombre de la Entidad gestora bajo cuya exclusiva responsabilidad se expide. 3. La identificación del comitente titular de la Deuda. 4. La identificación de la Deuda. 5. El capital nominal de la Deuda anotada en el registro al que corresponde el resguardo. 6. La fecha valor de la operación que dé origen a la expedición del resguardo. 7. La fecha de expedición del mismo. 8. La manifestación de haber realizado la comunicación pertinente a la Central de anotaciones, y 9. La condición de intransferible y no negociable del resguardo.

1.4. El resguardo oficial será justificativo de la titularidad de la Deuda anotada en el registro con el que se corresponde en el momento de la expedición de aquél, pero no en ningún momento posterior. No será precisa, por tanto, la anulación del resguardo oficial ni su presentación para realizar operaciones sobre la Deuda a la que el mismo se refiere.

1.5. Las matrices de los resguardos oficiales se mantendrán a disposición del Banco de España hasta que éste disponga su entrega o autorice su destrucción. Cuando la expedición de los resguardos se realice por medios informáticos, las matrices se sustituirán por listados o soportes informáticos, elaborados según normas que establezca el Banco de España, con el mismo contenido que los resguardos y que se mantendrán a disposición de dicho Banco hasta que disponga su entrega o autorice su destrucción.

a) De acuerdo con lo establecido en el número 2 del artículo 8.^º de la Orden de 19 de mayo de 1987, las Entidades gestoras podrán proponer a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la homologación de los modelos de resguardo distintos del oficial.

b) La homologación de un modelo de resguardo a una Entidad gestora eximirá a ésta de la entrega del modelo oficial, pero estará obligada a entregar en su sustitución un resguardo extendido en el modelo homologado y a cumplir todas las obligaciones que en relación con la expedición y entrega de resguardos afectan a las Entidades gestoras.

c) La solicitud de homologación de resguardo habrá de presentarse, acompañada de modelo por duplicado del resguardo propuesto, en el Banco de España, quien la trasladará a esta Dirección General acompañada de informe en el que, al menos, se valore la adecuación del modelo propuesto para el buen funcionamiento del sistema y para la defensa de los intereses de los inversores.

d) Todos los modelos cuya homologación se proponga habrán de contener, al menos, la información relacionada en el apartado 1.3.b) anterior de esta Resolución habrán de reconocerse en ellos con suficiente claridad, a juicio de esta Dirección General, elementos identificativos del Tesoro Público como emisor o de la modalidad de Deuda de que se trate.

e) La homologación del modelo de resguardo propuesto o su denegación será comunicada a la Entidad gestora por conducto del Banco de España.

1.7. a) Hasta el momento en que los resguardos en modelo oficial estén disponibles o las Entidades gestoras tengan homologados modelos propios de resguardos, éstas deberán entregar a sus comitentes resguardos provisionales, sin perjuicio de que, tan pronto como sea posi-

ble, hagan llegar a estos comitentes el resguardo extendido en modelo oficial o en el que de modo expreso pueda, en su caso, haberles sido homologado, de acuerdo con lo previsto en el número 2 del artículo 8.^º de la Orden de 19 de mayo de 1987 y en el apartado 1.6 de esta Resolución.

b) Los resguardos provisionales contemplados en el apartado 1.2 precedente habrán de contener, cuando menos, los datos relacionados en el apartado 1.3.b) anterior.

1.8. El Banco de España establecerá los mecanismos de supervisión y control que le permitan comprobar el cumplimiento por las Entidades gestoras de las obligaciones establecidas sobre la expedición y entrega de resguardos y elaboración de matrices. Asimismo, comunicará a las Entidades gestoras la disponibilidad de los modelos oficiales de resguardo y, a partir de ese momento, sólo podrán extender y entregar resguardos en dicho modelo oficial o, en su caso, en el homologado al que se refiere el apartado 1.6 precedente.

2. Asignación del código valor.

2.1. El código de valor de las emisiones de Deuda representadas en anotaciones en cuenta será establecido por el Banco de España. El código de valor de los títulos representativos de la misma Deuda, bien sea por elección de los suscriptores, cuando esto es posible, bien sea como resultado de la transformación de anotaciones en cuenta se construirá en la forma habitual a partir del código asignado a la misma Deuda en su representación en anotación en cuenta.

2.2. Para el ejercicio de los derechos ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, ésta fijará un código único por emisión que será difundido en la forma habitual a través del Banco de España y del Servicio de Coordinación de Bolsas y de la Subdirección General de Deuda Pública.

3. Numeración de títulos en emisiones susceptibles de ser representadas en anotaciones en cuenta y en títulos valores.

3.1. La numeración de los títulos de cada emisión de Deuda del Estado susceptible de estar representada en anotaciones en cuenta y en títulos valores estará comprendida entre el número 1 y el número resultante de dividir el importe nominal de la emisión por el valor nominal unitario de un título de la misma.

3.2. En las emisiones que se realicen a partir de la publicación de la presente Resolución, los títulos que resulten de la suscripción recibirán números correlativos crecientes comenzando por el número uno sin sobrepasar el que resulte de lo establecido en el apartado 3.1 precedente.

3.3. En la asignación de numeración a los títulos que resulten de la transformación de anotaciones en cuenta se procederá del siguiente modo:

a) Emisiones realizadas después del 19 de mayo de 1987: Se iniciará la asignación de números correlativos crecientes a partir del número siguiente al último de los asignados a los títulos procedentes de la suscripción hasta alcanzar el más alto de los posibles de la emisión, según lo establecido en el apartado 3.1 anterior. A partir de este momento, a los títulos procedentes de nuevas transformaciones se les asignarán los números disponibles —por transformación previa a anotación en cuenta—,

de menor a mayor hasta alcanzar, en su caso, de nuevo el mayor de los posibles y así sucesivamente.

b) Emisiones realizadas antes del 19 de mayo de 1987 y susceptible de representación en anotaciones en cuenta: A los títulos procedentes de transformaciones de anotaciones en cuenta se les asignarán los números disponibles —por transformación previa de títulos a anotaciones—, de menor a mayor, hasta alcanzar el más alto de los disponibles reiniciándose el proceso a partir del menor de los disponibles y así sucesivamente.

4. *Transformaciones de títulos en anotaciones o de anotaciones en títulos.*

4.1. La Central de anotaciones no efectuará transformaciones de títulos a anotaciones o viceversa, desde el vigésimo día hábil anterior a la fecha de vencimiento de cupones o a la fijada para un canje, conversión, o para la amortización. Se reanudarán las transformaciones, en su caso, pasada la fecha de que se trate entre las mencionadas.

4.2. Antes de procederse a la transformación de la forma de representación de la Deuda de títulos en anotación en cuenta, el Banco de España se cerciorará de que no esté constituido derecho a traba sobre aquellos que afecte a su fungibilidad y de que están al corriente en el ejercicio en todos los derechos. De igual modo, en el cambio de forma de representación de anotación en cuenta a título físico, se cerciorará de que no exista constituido derecho o traba sobre aquella que afecte a su fungibilidad y hará constar sobre los títulos que entrega que están al corriente en el ejercicio de los derechos.

4.3. Las transformaciones de anotaciones a títulos valores se atenderán mediante láminas nuevas en las que se hará constar que se entregan por transformación, siendo la fecha de expedición la de transformación.

RESOLUCIÓN DE 21 DE MARZO DE 1989, DE LA DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA, SOBRE OPERACIONES A PLAZO, A FUTUROS Y OPCIONES SOBRE DEUDA DEL ESTADO ANOTADA (BOE de 28 de marzo)

El firme propósito del Gobierno de que el Estado se financie exclusivamente a través de mecanismos de mercado —propósito que ha tenido reciente reflejo en el Real Decreto 37/1989, de 13 de enero, sobre Coeficiente de Inversión Obligatoria de Entidades de Depósito— hace preciso el desarrollo inmediato de cuantas medidas se encaminan a dotar de mayor eficiencia y profundidad al mercado de Deuda Pública. En particular, resulta urgente proporcionar a los inversores, Entidades gestoras y demás operadores del mercado de Deuda del Estado mecanismos ágiles de cobertura del riesgo de tipo de interés.

Por ello, esta Dirección General, previa consulta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España —habida cuenta de la imposibilidad de solicitar informe previo de la todavía no constituida Comisión Asesora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, prevista en el artículo 57 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores—, ha considerado oportuno autorizar de inmediato, en ejercicio de las facultades delegadas a las que más adelante se hace referencia, la contratación a plazo con particulares de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, así como el establecimiento por las Entidades gestoras de un sistema de compensación y liquidación que permita la contratación de futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada.

Sin duda, la contratación de tales instrumentos, que ahora se circunscribe exclusivamente a Deuda del Estado anotada, pudiera ser el embrión de un más amplio desarrollo en España de mercados de futuros financieros, en los que podría negociarse en su día una gama más amplia de contratos, y a los que el Gobierno, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 31 y 59 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, pudiera elevar oportunamente a la condición de mercado secundario oficial.

Por ello, de acuerdo con la delegación contenida en la disposición transitoria y en la disposición adicional segunda, letra b), de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril («Boletín Oficial del Estado» de 20 de mayo), esta Dirección General ha dispuesto:

1. De acuerdo con el artículo 10 de la Orden de 19 de mayo de 1987, se considerarán operaciones de compra-venta simple a plazo de deuda anotada (en lo sucesivo operaciones a plazo), aquellas en las que la transmisión del valor se efectúe en alguna fecha posterior a las cinco hábiles siguientes a la fecha de contratación.

2. Las personas físicas o jurídicas que no sean titulares de cuenta en la Central de Anotaciones (en lo sucesivo particulares), únicamente podrán realizar operaciones a plazo que se ajusten a lo establecido en esta Resolución.

Los titulares de cuenta en la Central de Anotaciones podrán realizar, además de las operaciones reguladas en la circular 12/1988, de 8 de septiembre, del Banco de España, las contempladas en el número 3 b) de esta

Resolución, en las condiciones que establezca mediante circular el Banco de España.

3. Las operaciones a plazo contempladas en la presente Resolución podrán instrumentarse mediante los dos tipos de contratos siguientes:

a) Contratos individualizados («contratos a plazo»):

En estos contratos deberá siempre figurar como parte contratante una Entidad gestora de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado; el importe nominal de los valores anotados objeto de la operación no podrá ser inferior a 100.000.000 de pesetas. Las partes podrán acordar que la operación a plazo sea liquidada por diferencias en cualquier fecha dentro del plazo o incluso en la fecha pactada para su ejecución.

Las Entidades gestoras podrán exigir a los clientes, con los que realicen este tipo de operaciones a plazo, depósitos de valores o efectivo, destinados a garantizar el buen fin de las mismas.

Los modelos de contratos utilizables por las Entidades gestoras en estas operaciones a plazo, tanto si son simples como combinadas con otras operaciones de signo contrario al contado o a plazo, deberán ser previamente autorizados por la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, quien velará por que se ajusten al contenido de esta Resolución y garanticen suficientemente la protección de los inversores. Si lo entendiera necesario, la Central de Anotaciones podrá exigir la liquidación diaria de pérdidas y ganancias en los términos previstos en este mismo número para los contratos normalizados.

b) Contratos normalizados («contratos de futuros y opciones»):

Para facilitar la transmisibilidad de estos contratos entre las partes contratantes deberá interponerse, ofreciendo contrapartida a ambas y garantizando el buen fin de las operaciones, una Entidad que presente las características reguladas en los números 4 a 8 de esta Resolución, que será, además, responsable de organizar los procedimientos de cotización, negociación, compensación y liquidación correspondientes.

El objeto de estos contratos normalizados podrá ser:

b.1) La compraventa aplazada (simple o con pacto de recompra) de Deuda del Estado instrumentada mediante anotaciones en cuenta.

b.2) La compraventa aplazada (simple o con pacto de recompra) de un valor nocional o de una combinación o cesta de valores, cuyo precio y demás características deriven de valores concretos de Deuda del Estado representados en anotaciones en cuenta, con los que a efectos de liquidación se podrán establecer los factores de correspondencia que proceda.

b.3) El derecho de opción a exigir el cumplimiento de las compraventas de valores citadas en los epígrafes b.1 y b.2 o de los contratos normalizados a que se refieren dichos apartados. En la contratación del derecho de opción podrá pactarse tanto que su titular pueda ejercerlo en cualquier momento anterior a la fecha de vencimiento como que sólo lo pueda ejercer en dicha fecha.

El objeto de los contratos citados en los epígrafes b.1, b.2 y b.3 deberá ser normalizado en cuanto a las características de los tipos de valores contratados y al importe nominal y vencimiento de cada contrato. En los tres casos

será obligatoria la liquidación diaria de las pérdidas y ganancias latentes en los contratos, que se calcularán en base a la diferencia entre el precio inicialmente convenido y el vigente en el mercado para cada tipo de contrato.

Llegado el vencimiento del contrato, su cumplimiento se efectuará en los casos b.1 y b.2, antes citados, bien entregando al precio convenido el valor acordado u otro que resulte financieramente equivalente al pactado, previa aplicación de los factores de concordancia correspondientes, bien mediante la liquidación por diferencias, abonándose por la parte que resulte obligada a ello la diferencia entre el precio inicialmente convenido y el vigente a la fecha de liquidación. La elección entre las fórmulas alternativas de cumplimiento corresponderá, en los contratos b.1 y b.2, a la parte que actúe como vendedora a plazo. En los contratos tipo b.3, la decisión de ejercer o no la opción corresponderá a quien la posea; si ésta se ejerce, la decisión sobre la forma de liquidación corresponderá a la parte que actúe como vendedora a plazo.

4. De acuerdo con lo establecido en el número 7 del artículo sexto del Real Decreto 505/1987, y en el artículo 12 y disposición adicional segunda, letra b), de la Orden de 19 de mayo de 1987, que la desarrolla, podrá autorizarse por esta Dirección General el establecimiento por las Entidades gestoras de sistemas que faciliten la compensación de los movimientos de valores y efectivo que deriven de la liquidación de operaciones a plazo de las señaladas en el número 3.b anterior.

Las Entidades gestoras asociadas al correspondiente sistema podrán contratar, compensar y liquidar operaciones, tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros. Los titulares de cuenta en la Central de Anotaciones que no sean Entidad gestora y se adhieran al sistema sólo podrán acceder a él para negociar, compensar y liquidar operaciones por cuenta propia.

Para su autorización, los sistemas de compensación y liquidación deberán cumplir, al menos, los siguientes requisitos:

a) Que la Sociedad anónima a la que se refiere el número 5 siguiente se interponga entre las dos partes de cada contrato, ofreciendo contrapartida a ambas, y garantizando el buen fin de la operación.

b) Definir los procedimientos de cotización de los contratos admitidos en el sistema, que deberán ajustarse a lo establecido en el número 3, letra b), de esta Resolución.

c) Establecer los sistemas de negociación y difusión suficiente y actualizada de los precios e importes de las operaciones casadas.

d) Gestionar la compensación y liquidación de las operaciones contratadas, tanto diariamente, como consecuencia de la valoración a precios de mercado de los contratos vigentes, como al vencimiento de éstos.

e) Garantizar el principio de igualdad de oportunidades en el acceso a los sistemas de cotización, negociación, compensación y liquidación para Entidades con niveles similares de solvencia y capacidad técnica.

f) Establecer la tarifa de comisiones y comunicarlas a la Central de Anotaciones, previamente a su aplicación.

g) Remitir al Banco de España la información periódica y ocasional que solicite, y cumplir las reglas de publicidad y supervisión que establezca.

5. Cada sistema de compensación y liquidación deberá ser gestionado por una Sociedad Anónima que deberá contar con recursos suficientes para garantizar en todo momento el buen fin de todos los contratos vigentes. Estos recursos podrán ser:

- a) Propios, formados por la parte del capital y las reservas no destinadas a financiar inmovilizado.
- b) Ajenos, formados por los depósitos en garantía constituidos a su favor, ya sean estables, exigidos como cuotas para acceder al mercado y al sistema de compensación y liquidación, o variables, en función de las posiciones, abiertas o totales, mantenidas en cada momento.

6. Los promotores de sistemas de compensación y liquidación de los mencionados en los números 4 y 5 de esta Resolución deberán presentar al Banco de España el correspondiente proyecto, acompañado de una Memoria, ajustada a lo dispuesto en el anexo de esta Resolución, y de los Estatutos, Reglamento y normas de funcionamiento de la Sociedad Anónima que deba gestionar el sistema que se promueve.

Tanto los Estatutos como la Memoria y anexos que los desarrolle y complementen deberán ajustarse a lo establecido en el número 4 de esta Resolución, debiendo describir con precisión y detalle los siguientes extremos:

- a) Identificación y funciones de los promotores.
- b) Naturaleza jurídica, capital, accionariado, funciones, organización y garantías del sistema de compensación y liquidación.
- c) Clases de miembros, sus funciones, criterios de admisión y exclusión, cuotas de inscripción, control y supervisión.
- d) Acceso de los particulares, contratos, órdenes y su cumplimiento, garantías, comisiones y reclamaciones.
- e) Marco jurídico, objeto, nominal, cotización y ejecución de los contratos negociables.
- f) Organización del mercado: Estructura, horarios, procedimientos de cotización, negociación y cese de operaciones, fijación de posiciones, información, control y criterios de resolución de incidencias.
- g) Sistemas de compensación y liquidación, tanto diarios, consecuencia de la valoración a precios de mercado de los contratos, como al vencimiento de los mismos, con criterios de resolución de incidencias.
- h) Soporte informático, relativo, en especial, a los aspectos enumerados en las letras f) y g) de este número.

- i) Presupuestos y calendario de actuación previstos.
- j) Tarifa de comisiones prevista.

El Banco de España remitirá la documentación citada en este número, junto con su informe, a esta Dirección General del Tesoro y Política Financiera, quien resolverá en el plazo de un mes.

De conformidad con lo dispuesto en el número 12 de esta Resolución, la autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera se entenderá condicionada a la observancia por los promotores de lo establecido en la presente norma.

7. Cualquier modificación de los Estatutos de la Sociedad que gestione el sistema de compensación y

liquidación deberá ser comunicada a esta Dirección General, a través del Banco de España, para su aprobación, entendiéndose autorizada la modificación cuando transcurra un mes desde su comunicación a la Dirección General sin que hubiera recaído resolución expresa.

Asimismo, incluso en el caso de que no forme parte de los mencionados Estatutos, deberá comunicarse, por el mismo procedimiento, cualquier modificación relativa a:

- a) Criterios de admisión y exclusión de los miembros del sistema y sus cuotas de inscripción.
- b) Fijación de los depósitos en garantía exigidos por el sistema a sus miembros y a los particulares.
- c) Tipo de órdenes de los particulares y su cumplimiento.
- d) Modelos de los contratos entre miembros del sistema y particulares, y garantías de estos últimos.
- e) Características de los contratos negociables.
- f) Procedimientos de cotización, negociación, compensación y liquidación.
- g) Criterios de resolución de incidencias.
- h) Tarifa de comisiones.
- j) Cualquier otro aspecto que incida significativamente en el funcionamiento del sistema o afecte a la protección de los inversores.

8. Correspondrá al Banco de España, como supervisor del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, autorizar las modificaciones relativas a las materias contenidas en las letras b) y f) del número anterior.

9. El Banco de España, como supervisor del Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, establecerá la información inmediata, periódica y ocasional que obligatoriamente deberán remitirle la Sociedad Anónima que gestione el sistema o los miembros del mismo. Fijará, igualmente, las reglas de publicidad de las operaciones realizadas y cuantas normas sean precisas para el cumplimiento y supervisión de lo establecido en esta Resolución.

10. Será de aplicación a los inversores particulares en estos mercados lo dispuesto en el artículo 20 de la Orden de 19 de mayo de 1988.

11. Los contratos regulados en el número 3, letra a), de esta Resolución podrán negociarse por los particulares a partir de la fecha que establezca el Banco de España. Los contratos regulados en el número 3, letra b), de esta Resolución podrán negociarse por particulares tan pronto como entren en funcionamiento los sistemas de compensación y liquidación regulados en el número 4 y siguientes de esta Resolución.

12. Esta Dirección General del Tesoro y Política Financiera, a propuesta del Banco de España y previa audiencia de la Sociedad que gestione el sistema de compensación y liquidación, podrá retirar la autorización contemplada en el número 6 de esta Resolución en los casos de no sujeción de la actividad a sus Estatutos sociales, de incumplimiento de lo establecido en los números 7 y 8 anteriores, o de realización de cualquier actividad que perturbe gravemente el funcionamiento de los mercados, haga peligrar su estabilidad o atente a la debida protec-

ción de los inversores, así como en los casos de reincidencia, cualquiera que sea la gravedad de la infracción.

La retirada de la autorización implicará que la Sociedad afectada no pueda, a partir de la adopción de tal medida, realizar otras operaciones que aquellas de las que se derive una reducción definitiva de sus operaciones de liquidación y compensación.

13. Esta Resolución entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

ANEXO

Contenido de la Memoria que los promotores deben presentar al Banco de España

1. Promotores.
 - 1.1. Identificación.
 - 1.2. Funciones.
 - 1.3. Horizonte temporal de su actuación.
 - 1.4. Eventuales ventajas que se reservan.
2. Cámara de compensación.
 - 2.1. Naturaleza jurídica.
 - 2.2. Capital y accionariado.
 - 2.2.1. Capital mínimo.
 - 2.2.1.1. Suscripción.
 - 2.2.1.2. Desembolso.
 - 2.2.2. Constitución de reservas.
 - 2.2.3. Acciones.
 - 2.2.3.1. Nominativas o al portador.
 - 2.2.3.2. Nominal.
 - 2.2.3.3. Negociabilidad.
 - 2.2.4. Accionistas.
 - 2.2.4.1. Iniciales: Requisitos.
 - 2.2.4.2. Altas y bajas.
 - 2.3. Funciones.
 - 2.3.1. Respecto al mercado.
 - 2.3.1.1. Admisión.
 - 2.3.1.2. Cotización.
 - 2.3.1.3. Negociación.
 - 2.3.2. Respecto a la compensación y liquidación.
 - 2.3.3. Respecto al control y supervisión.
 - 2.4. Garantías.
 - 2.4.1. Recursos estables.
 - 2.4.1.1. Propios.
 - 2.4.1.2. Ajenos.
 - 2.4.2. Depósitos en garantía.
 - 2.4.2.1. Exigidos a los miembros.
 - 2.4.2.1.1. Base, bruta o neta, para el cálculo.
 - 2.4.2.1.2. Porcentaje sobre la base.
 - 2.4.2.1.2.1. Determinación.
 - 2.4.2.1.2.2. Modificaciones.
 - 2.4.2.1.3. Materialización.
 - 2.4.2.2. Exigidos a clientes.
 - 2.4.3. Responsabilidades.
 - 2.4.3.1. Frente a los miembros.
 - 2.4.3.2. Frente a los clientes.
 - 2.4.4. Resolución de incidencias.
 - 2.4.4.1. En la negociación.
 - 2.4.4.2. En la comunicación de operaciones y confirmación de posiciones.
 - 2.4.4.3. En la liquidación diaria de pérdidas y ganancias.
 - 2.4.4.4. En la liquidación definitiva, al vencimiento de los contratos.
 - 2.5. Organización.
 - 2.5.1. Órganos rectores: Descripción y composición.
 - 2.5.2. Áreas operativas.
 - 2.5.3. Órganos de control.
 - 2.5.4. Necesidades de personal.
 3. Miembros.
 - 3.1. Clases.
 - 3.1.1. Por su participación en la liquidación.
 - 3.1.2. Por operar en nombre propio o de clientes.
 - 3.1.3. Otros criterios.
 - 3.2. Por cada clase de miembros.
 - 3.2.1. Funciones y responsabilidades.
 - 3.2.1.1. Frente a la Cámara.
 - 3.2.1.2. Frente a clientes.
 - 3.2.2. Admisión: Requisitos.
 - 3.2.2.1. Legales.
 - 3.2.2.2. Financieros.
 - 3.2.2.3. Organizativos y de control.
 - 3.2.2.4. Otros.
 - 3.2.3. Cuotas de inscripción.
 - 3.2.3.1. Fijas.
 - 3.2.3.2. Variables (independientes de los depósitos en garantía).
 - 3.2.4. Exclusiones.
 - 3.2.4.1. Causas.
 - 3.2.4.2. Órgano competente.
 - 3.2.5. Control y supervisión.
 4. Clientes.
 - 4.1. Información previa.
 - 4.2. Formas de participación.
 - 4.3. Provisión de fondos.
 - 4.4. Ordenes y su cumplimiento.
 - 4.5. Contenido de los contratos entre miembros y clientes.
 - 4.6. Garantías.
 - 4.6.1. Miembros.

- 4.6.2. Cámara.
- 4.7. Comisiones.
- 4.7.1. Tarifa aplicable.
 - 4.7.2. Procedimientos de difusión.
- 4.8. Procedimiento de atención de reclamaciones.
5. Contratos negociables.
- 5.1. Marco jurídico.
 - 5.2. Objeto de los contratos.
 - 5.3. Importe nominal.
 - 5.4. Cotización.
 - 5.4.1. Expresión de los precios.
 - 5.4.2. Variación mínima.
 - 5.4.3. Variación máxima diaria.
 - 5.4.3.1. Nivel.
 - 5.4.3.2. Modificaciones: Condiciones y órgano competente. - 5.4.4. Vencimientos con cotización simultánea.
 - 5.4.5. Último día de cotización. - 5.5. Liquidación al vencimiento.
 - 5.5.1. Período de liquidación.
 - 5.5.2. Materialización de la liquidación.
 - 5.5.2.1. Alternativas.
 - 5.5.2.1.1. Efectivo: Formación de precios.
 - 5.5.2.1.2. Valores: Coeficientes de equivalencia. - 5.5.2.2. Quién decide. - 5.5.3. Procedimiento.
 - 5.5.4. Incidencias.

6. Procedimiento de negociación y difusión de información.

 - 6.1. Estructura general.
 - 6.2. Horario.
 - 6.3. Acceso al mercado.
 - 6.4. Ordenes de la clientela y su cumplimiento.
 - 6.5. Procedimientos de cotización: Prioridades.
 - 6.6. Cauces de cotización.
 - 6.6.1. Internos.
 - 6.6.2. Redes comerciales de información. - 6.7. Procedimientos de negociación (tradicional, anónimo, bloques, etc.).
 - 6.8. Clase de operaciones: Prioridades.
 - 6.9. Información y estadística.
 - 6.10. Control y supervisión.
 - 6.11. Incidencias.

7. Compensación y liquidación.

 - 7.1. Diaria.
 - 7.1.1. Asignación de las operaciones a cada miembro.
 - 7.1.1.1. Procedimiento y notificación de posiciones.
 - 7.1.1.2. Conformidad e incidencias. - 7.1.2. Valoración de las posiciones: Precio de liquidación aplicable.
 - 7.1.3. Liquidación de pérdidas y ganancias.
 - 7.1.3.1. Establecimiento de importes y conformidad.
 - 7.1.3.2. Sistema de liquidación.
 - 7.1.3.2.1. Materialización.
 - 7.1.3.2.2. Bilateral o multilateral.
 - 7.1.3.2.3. A través del Banco de España u otros procedimientos. - 7.1.3.3. Incidencias. - 7.2. Al vencimiento de los contratos.
 - 7.2.1. Procedimiento de case de contratos no cancelados.
 - 7.2.1.1. Entre miembros.
 - 7.2.1.2. Entre clientes de cada miembro. - 7.2.2. Comunicación: Procedimiento y plazos.
 - 7.2.3. Otros aspectos.

8. Soporte informático.

 - 8.1. Equipo.
 - 8.1.1. Proveedor y modelos.
 - 8.1.2. Características. - 8.2. Programas:
 - 8.2.1. Proveedor.
 - 8.2.2. Paquetes: Características.
 - 8.2.3. Seguridad.
 - 8.2.3.1. En las comunicaciones.
 - 8.2.3.2. En los procesos.

9. Presupuestos.

 - 9.1. Estimación del balance inicial.
 - 9.2. Estimación anual de ingresos y gastos.
 - 9.3. Tarifa de comisiones.
 - 9.3.1. Aplicables a los miembros.
 - 9.3.2. Aplicables a clientes.

10. Calendario de actuación previsto.

ORDEN DE 7 DE JULIO DE 1989 POR LA QUE SE REGULAN LAS DENOMINADAS «CUENTAS FINANCIERAS» RELATIVAS A DEUDA DEL ESTADO ANOTADA (BOE de 8 de julio, con las modificaciones introducidas por la Orden de 11 de diciembre de 1989, BOE de 14 de diciembre)

El desarrollo del mercado de Deuda del Estado desciende, en gran medida, en la transformación de ésta en otros instrumentos financieros dirigidos a satisfacer las necesidades especiales de diversos grupos de inversores. Una de esas recientes transformaciones es la que se ha venido en denominar genéricamente «cuenta financiera». Mediante las cuentas financieras las instituciones financieras captan fondos y los invierten de inmediato, por cuenta de sus clientes, a menudo en régimen de copropiedad, en Deuda del Estado u otros activos financieros, comprometiéndose la propia Entidad, de forma regular y con periodicidad muy breve, a comprar e inmediatamente revender a los titulares de la cuenta los saldos de Deuda afectos a ella, de la que pueden así los clientes disponer a la vista.

Al regular las cuentas financieras en Deuda del Estado Anotada la presente Orden persigue un doble objetivo.

De una parte, establece el contenido mínimo del contrato de cuenta financiera entre la Entidad gestora y su clientela, con el fin, entre otras cosas, de que ésta sepa inequívocamente que su inversión se realiza en Deuda del Estado.

De otra, y a la vista de la naturaleza de las operaciones de compra y venta de los saldos de Deuda del Estado afectos a la cuenta, establece reglas simplificadas de comunicación a la Central de Anotaciones y a la clientela, obligándose, no obstante, a la Entidad gestora a mantener un desglose individualizado de los saldos de Deuda correspondientes a cada titular. Además, para facilitar la supervisión de este tipo de cuentas, se establece que las cuentas financieras cuyo saldo pretenda invertirse en Deuda del Estado Anotada tendrán dicho objeto exclusivo, sin que pueda combinarse con la adquisición de otros activos financieros. Ello se entiende sin perjuicio de que las Entidades financieras puedan crear cuentas financieras distintas de las de Deuda del Estado Anotada.

Finalmente, la Orden establece que los contratos de cuenta financiera actualmente en vigor dispondrán de plazo hasta el próximo 1 de octubre para adaptarse a lo previsto en la nueva disposición.

En virtud de lo anterior, dispongo:

1. Quedan sujetos a lo dispuesto en la presente Orden las cuentas financieras cuyos fondos se inviertan en Deuda del Estado Anotada.

A los efectos de la presente Orden se entenderá por cuenta financiera cualquier contrato en cuya virtud una Entidad de crédito u otra Entidad financiera, con sujeción a su normativa específica, reciba fondos del público para su inversión, por cuenta de sus clientes, en activos financieros, comprometiéndose frente a cada titular a efectuar con carácter regular, en las fechas o circunstancias estipuladas en el contrato, la compra e inmediata reventa a éste de todo o parte de la inversión, concurriendo, además, alguna de las circunstancias siguientes:

a) Que el plazo de las sucesivas recompras de los

activos financieros por la Entidad sea o pueda resultar inferior a quince días.

b) Que la inversión de la totalidad o parte de los fondos se efectúe o pueda efectuarse en régimen de copropiedad (*).

2. Cuando la inversión de los fondos de una cuenta financiera se pretenda efectuar en Deuda del Estado Anotada, la utilización de ésta será en exclusiva, sin que pueda combinarse con la adquisición de activos financieros de otra naturaleza.

3. Los contratos relativos a cuentas financieras en Deuda del Estado Anotada se formalizarán por escrito.

Dichos contratos, además de recoger cuanto exija la normativa vigente sobre información a la clientela, especificarán con claridad:

La clase o clases de Deuda del Estado Anotada en la que quedarán vigente sobre información a la clientela, especificarán con claridad.

La clase o clases de Deuda del Estado Anotada en la que quedarán invertidos los fondos, con indicación de los criterios de asignación de la Deuda a cada cliente o, en su caso, del régimen de titularidad compartida.

El sistema de información al cliente sobre el detalle de los valores adquiridos, con expresión, en su caso, de la cuota que le corresponda cuando su titularidad sea compartida.

La frecuencia de abono de rendimientos.

El saldo mínimo que, en su caso, deba mantenerse en cuenta.

El complemento y condiciones de recompra por la Entidad de la Deuda afecta a la cuenta y el régimen de disposición por el cliente de los fondos invertidos.

Los modelos de contrato de cuenta financiera en Deuda del Estado, incluido el modelo de extracto de movimientos para información del cliente, deberán ser remitidos previamente al Banco de España para su aprobación por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

4. A efectos de comunicación a la Central de Anotaciones de los saldos de Deuda anotada a efectos a cuentas financieras, la correspondiente Entidad Gestora procederá a anotar en el Registro Oficial por cuenta de terceros, por cada código de valor, la totalidad del importe nominal afecto a cuentas financieras, efectuando un único apunte diario y expediendo un único resguardo oficial a nombre de «Entidad Gestora-Departamento de Valores».

Además, la Entidad Gestora efectuará el desglose diario del citado apunte, especificando los datos de los titulares y los importes nominales adjudicados a cada uno de ellos, debiendo corresponder el total con el que figure en el resguardo oficial emitido. Tanto éste como su desglose diario estarán permanentemente a disposición de los órganos de supervisión e inspección del Banco de España.

En sustitución de la entrega del resguardo oficial, la Entidad Gestora remitirá periódicamente a cada titular el

(*) Nueva redacción, Orden de 11 de diciembre de 1989 (BOE del 14 de diciembre).

extracto señalado en el número 3 relativo a los movimientos de los saldos de Deuda del Estado Anotada afectos a la cuenta financiera.

4.bis Los modelos de contrato relativos a la distribución a la clientela de Deuda del Estado bajo forma distinta de cuenta financiera, de venta simple a vencimiento o de mera cesión temporal de carácter no regular deberán ser remitidos, a través del Banco de España, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera con carácter previo a su utilización, entendiéndose autorizados cuando transcurran quince días desde la fecha de su presentación sin que hubiese recaído resolución expresa.

El señalado deber de comunicación previa se entiende sin perjuicio de la preceptiva autorización expresa por la Dirección General mencionada de los resguardos no oficiales representativos de Deuda Anotada. Cuando la naturaleza de los contratos lo justifique, dicha Dirección General podrá autorizar formas simplificadas de expedición de dichos resguardos, así como establecer que sea de aplicación a los contratos lo dispuesto en los números 2, 3 y 4 precedentes (*).

5. La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

Sin perjuicio de la inmediata aplicación a sus rendimientos del régimen fiscal que les sea propio, la adaptación a lo dispuesto en la presente Orden de los contratos señalados en su número 1 que hubieran sido suscritos con anterioridad deberá efectuarse antes del 15 de febrero de 1990. Igual plazo regirá para la aprobación de los modelos de aquellos contratos actualmente en vigor a los que se refiere el número 4.bis de la presente Orden (*).

ORDEN DE 22 DE ENERO DE 1990 SOBRE CUENTAS DIRECTAS EN EL BANCO DE ESPAÑA DE DEUDA DEL ESTADO ANOTADA (BOE de 25 de enero)

La experiencia adquirida en el funcionamiento del mercado de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, muestra la necesidad de reforzar los mecanismos que aseguren la transparencia y competencia en su segmento minorista, con el fin de evitar discrepancias exageradas entre las rentabilidades satisfechas por el Tesoro Público y las percibidas por los inversores particulares.

En este sentido, puede constituir un útil acicate la apertura de un canal directo para la inversión en Deuda del Estado por aquellos inversores cuya preferencia sea la sencilla operación de suscribir la Deuda y mantenerla hasta la amortización, renunciando a una negociación frecuente en el mercado secundario. Tal posibilidad, a pesar de no modificar de forma sustancial los actuales mecanismos de distribución al por menor de la Deuda del Estado, contribuirá a estimular su eficiencia. Idealmente, tal canal vendría representado por la posibilidad de suscribir y mantener directamente la Deuda del Estado hasta su vencimiento en el propio Tesoro Público. Ahora bien, el papel de agente financiero del Tesoro que la legalidad vigente atribuye al Banco de España aconseja que sea éste quien preste tal servicio como complemento de las facilidades de suscripción de Deuda que ya viene ofreciendo a los particulares.

A tal efecto y dada la generalización de la anotación en cuenta como forma de representación de la Deuda del Estado, es preciso otorgar al Banco de España la condición de Entidad gestora del Mercado de Deuda Pública en anotaciones, con unas características que, respetando tanto las funciones básicas que la legislación atribuye a las Entidades gestoras como limitación impuesta a las actividades del Banco con el sector privado no crediticio, resulten adecuadas al fin propuesto.

Este servicio que el Banco de España prestará al Estado en relación con la Deuda del Estado encuentra su cauce en los Convenios contemplados en el artículo 20 del Decreto-ley 18/1962, de 7 de junio, de nacionalización y reorganización del Banco de España.

Por todo lo expuesto, en virtud de lo previsto en el artículo 58 y en la letra a) del artículo 76 de la Ley 24/1988, de 29 de julio, del Mercado de Valores, y en el Real Decreto 505/1987, de 2 de abril, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ha dispuesto:

Primero.—Para permitir la eficaz actuación del Banco de España como agente financiero del Tesoro Público en la colocación de Deuda del Estado y contribuir al perfeccionamiento de sus mercados, al amparo de lo previsto en el artículo 20 del Decreto-ley 18/1962, de 7 de junio, de nacionalización y reorganización del Banco de España, habida cuenta de lo dispuesto en el artículo 58 y en la letra a) del artículo 76 de la Ley 24/1988, de 29 de julio, del Mercado de Valores, se otorga al Banco de España la condición de Entidad gestora del mercado de Deuda Pública en anotaciones para la Deuda del Estado.

Segundo.—Los servicios que como Entidad gestora preste el Banco de España se limitarán a los que quedan definidos en el pertinente Convenio especial, de acuerdo con lo previsto en el artículo 20 del citado Decreto-ley 18/1962.

(*) Nueva redacción, Orden de 11 de diciembre de 1989 (BOE del 14 de diciembre).

El Convenio especial, que será objeto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado» contemplará, al menos, los siguientes aspectos:

1. Habilitación de procedimientos que permitan a las personas físicas y jurídicas, residentes en España, no autorizadas a operar directamente a través de la central de anotaciones, suscribir y mantener en el Banco de España, en su condición de Entidad gestora, saldos de Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta (en adelante «cuentas directas»).

2. Procedimientos para el ejercicio de los derechos económicos que la legislación aplicable confiera a los titulares de la Deuda.

3. Actuaciones permitidas a las Entidades gestoras que quedarán excluidas de la actividad del Banco de España en cuanto tal. Entre ellas figurarán inexcusablemente:

3.1. Ofrecer contrapartida en nombre propio a los titulares de cuentas directas.

3.2. Gestionar, como comisionista de los titulares de cuentas directas, la negociación en el mercado secundario de Deuda del Estado anotada.

3.3. Registrar cambios de titularidad derivados de cualquier transacción realizada en el mercado secundario por titulares de cuentas directas.

La titularidad de cuentas directas tampoco entrañará la apertura de cuentas de efectivo en el Banco de España.

4. Servicios u operaciones que el Banco de España desempeñará como Entidad gestora en relación con las cuentas directas, así como los conceptos que originarán altas y bajas en los saldos de los titulares.

En particular, el Banco de España podrá rechazar la solicitud de apertura de cuentas directas y, en su caso, dar de baja cuentas existentes cuando su titular no efectúe oportunamente el desembolso exigido por solicitudes de suscripción de Deuda tramitadas a través del Banco de España, o cuando de otro modo su actuación ponga en peligro el buen funcionamiento de las referidas cuentas.

5. Comisiones, o forma de determinación de las mismas, aplicables en las operaciones sobre la Deuda del Estado anotada realizadas a través de cuentas directas.

Tercero.—A los efectos de facilitar a los titulares de cuentas directas la negociación de su Deuda en el mercado secundario, habilitará los correspondientes procedimientos de traspaso de saldos a otras Entidades gestoras. De igual modo, habilitará los procedimientos de traspaso de saldos a otras Entidades gestoras. De igual modo, habilitará los procedimientos de traspaso de saldos de éstas al Banco.

Cuarto.—1. Se añade al final del número 4 del artículo 19 de la Orden de 19 de mayo de 1987 lo siguiente: «Y como Entidad gestora».

2. En el informe que el Banco de España ha de elevar al Ministro de Economía y Hacienda, al menos una vez al año, en cumplimiento de lo dispuesto en el número 6 del artículo 19 de la Orden de 19 de mayo de 1987, figurará separadamente una descripción y análisis de la actuación del Banco como Entidad gestora.

3. Las reclamaciones que pudieran formular los titu-

lares de Deuda del Estado en cuanto a la actuación del Banco de España como Entidad gestora podrá dirigirse a la Subdirección de Deuda Pública de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera o al Servicio de Reclamaciones previsto en el artículo 20 de la Orden de 19 de mayo de 1987, quien a continuación remitirá copia de la misma a la Subdirección citada.

Quinto.—Se delega en el Director general del Tesoro y Política Financiera la facultad de firmar en nombre del Estado el Convenio previsto en el número segundo de esta Orden.

Sexto.—Se delega en el Director general del Tesoro y Política Financiera la facultad de celebrar los contratos precisos y se le autoriza para contratar, realizar el gasto necesario para dar a conocer y apoyar publicitariamente los procedimientos que, en virtud del Convenio especial con el Estado al que se refiere el número segundo de esta Orden, establezca el Banco de España para las cuentas directas. Este apoyo publicitario podrá realizarlo en acciones conjuntas con el Banco de España, o en acciones exclusivas de la Dirección General citada, ya sea el marco de campañas específicas o dentro de otras campañas de publicidad de la Deuda del Estado.

Séptimo.—La presente Orden entrará en vigor el día 1 de febrero de 1990, fecha a partir de la cual podrá procederse a la apertura de cuentas directas en el Banco de España.

RESOLUCIÓN DE 8 DE MARZO DE 1990, DE LA DIRECCIÓN GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA, POR LA QUE SE HACE PÚBLICO EL CONVENIO ENTRE EL BANCO DE ESPAÑA Y EL ESTADO PARA LAS CUENTAS DIRECTAS DE DEUDA DEL ESTADO EN ANOTACIONES EN CUENTA (BOE de 17 de marzo)

Para dar cumplimiento a lo dispuesto en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 1990, el Director general que suscribe ha resuelto publicar en el «Boletín Oficial del Estado» el Convenio especial entre el Estado y el Banco de España para el establecimiento de cuentas directas de Deuda del Estado en anotaciones en cuenta, cuyo texto íntegro se transcribe a continuación:

En Madrid, a 1 de febrero de 1990,

REUNIDOS

El Ilmo. Sr. Director general del Tesoro y Política Financiera, don Manuel Conthe Gutiérrez, en representación del Excmo. Sr. Ministro de Economía y Hacienda, de una parte, y el Excmo. Sr. Subgobernador del Banco de España, don Luis Angel Rojo Duque, en representación del expresado Banco, de otra parte; al objeto de dar cumplimiento a los preceptos contenidos en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 1990,

CONVIENEN

Primero.—Al amparo de lo establecido en el artículo 20 del Decreto-Ley 18/1962, de 7 de junio, el Banco de España, en su calidad de Entidad Gestora, como servicio al Tesoro Público, podrá mantener saldos de Deuda del Estado Anotada por cuenta de aquellas personas físicas o jurídicas residentes en España, no autorizadas a operar directamente a través de la Central de Anotaciones. La operatoria administrativa y contable para el mantenimiento de dichos saldos recibirá el nombre de Cuentas Directas de Deuda del Estado Anotada en el Banco de España (en adelante Cuentas Directas).

Segundo.—A los efectos de este Convenio, la actividad del Banco de España se limitará exclusivamente a la suscripción, registro y mantenimiento de saldos de Deuda del Estado Anotada, en los términos que resultan de lo establecido en los pactos siguientes, facilitando asimismo a los respectivos titulares de dichos saldos, el ejercicio de los derechos económicos que les correspondan.

Tercero.—Queda excluida de la actividad del Banco de España, en relación con las cuentas a las que se refiere este Convenio:

- a) Ofrecer contrapartidas en nombre propio a los titulares de cuentas.
- b) Actuar como comisionista en el Mercado Secundario de Deuda del Estado Anotada.
- c) Registrar cualquier operación del Mercado Secundario realizada por titulares de Cuentas Directas de Deuda del Estado Anotada en el Banco de España.

Cuarto.—Las personas, físicas o jurídicas, residentes

en España, no autorizadas a operar directamente a través de la Central de Anotaciones, podrán mantener en el Banco de España saldos de Deuda del Estado Anotada como consecuencia de las operaciones siguientes:

- a) Suscripción directa en cualquier sucursal del Banco de España.
- b) Suscripción a través de otra Entidad gestora, designando al Banco de España para el registro de los saldos de Deuda del Estado Anotada objeto de la suscripción.
- c) Adquisición *mortis causa* de saldos de Deuda del Estado Anotada registrados previamente en el Banco de España a nombre del causante.
- d) Reinversión, a su amortización, de saldos de Deuda del Estado Anotada registrados previamente a nombre del titular en el Banco de España.
- e) Canje, en los términos establecidos por el Tesoro Público, de saldos de Deuda del Estado Anotada registrados previamente en el Banco de España.
- f) Traspaso al Banco de España de saldos de Deuda del Estado Anotada, registrados en una Entidad gestora.

Quinto.—Los saldos de Deuda del Estado Anotada registrados en el Banco de España serán dados de baja en el mismo en los casos siguientes:

- a) Por amortización de la Deuda a su vencimiento.
- b) Por traspaso a una entidad gestora.

Sexto.—Los titulares de Cuentas Directas harán efectivos los derechos económicos que se deriven a su favor mediante transferencia bancaria, a la cuenta designada por el titular, del importe de los cupones periódicos devengados, en la fecha de vencimiento de los mismos, o del importe de la amortización en la fecha en que ésta se produzca.

Séptimo.—Los saldos de Deuda del Estado en Cuentas Directas a nombre de personas, físicas o jurídicas, podrán ser objeto de inmovilización, en los mismos casos y cumpliendo los mismos requisitos que en cada momento establezca la normativa reguladora de esta materia, determinada actualmente en la norma novena de la Circular del Banco de España número 16/1987, de 19 de mayo.

Octavo.—La suscripción, registro y mantenimiento de saldos en Cuentas Directas no devengará el pago de comisión alguna a cargo del titular de dichos saldos.

Sin embargo, las transferencias de efectivo originadas por los pagos de cupones y amortizaciones a que se refiere el pacto sexto anterior, devengarán a favor del Banco de España una comisión, que será deducida del importe nominal de la respectiva transferencia, por la cuantía que se fije en la tarifa de comisiones aplicables por el Banco de España según acuerdo de su Consejo Ejecutivo.

Noveno.—El Banco de España podrá rechazar la solicitud de apertura de cuentas directas y, en su caso, dar de baja cuentas existentes cuando su titular no efectúe oportunamente el desembolso exigido por solicitudes de suscripción de Deuda tramitadas a través del Banco de España, o cuando de otro modo su actuación ponga en peligro el buen funcionamiento de las referidas cuentas.

ORDEN DE 7 DE JUNIO DE 1990, SOBRE CONVENIOS DE COLABORACION RELATIVOS A FONDOS DE INVERSION EN DEUDA DEL ESTADO (BOE de 13 de junio. Modificada por Orden de 25 de enero de 1994, BOE de 28 de enero)

El artículo 104.2 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria faculta al Ministro de Economía y Hacienda a recurrir, para la colocación de la Deuda Pública, a cualquier técnica que no entrañe una desigualdad de oportunidades para sus potenciales adquirentes.

Los Fondos de Inversión pueden contribuir a la mejor difusión y colocación de la Deuda del Estado, en la medida en que garantizan a los inversores la liquidez de sus participaciones, son gestionados por profesionales especializados y, en el caso de los que actúan en régimen de capitalización, ofrecen un régimen tributario que resulta a menudo favorable para quienes invierten en ellos con perspectivas de estabilidad.

Ha parecido por ello oportuno que este Ministerio de Economía y Hacienda apoye, mediante técnicas de colaboración de naturaleza convencional, aquellos Fondos que, dedicados a la Deuda del Estado, ya como Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM), ya como Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), ofrezcan a los inversores las condiciones financieras más ventajosas, potenciándose así la mejor colocación de la Deuda Pública.

A la vista de lo anterior

DISPONGO:

Primero.—1. El Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, podrá suscribir con Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva Convenios de colaboración que se ajusten a los Convenios-tipo que figuran como anexos de la presente Orden.

2. Quedan aprobados los Convenios-tipo que figuran como anexos a la presente Orden.

Segundo.—1. Podrán suscribir los mencionados Convenios las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva que, además de acreditar el cumplimiento de los requisitos generales exigibles para la contratación administrativa, dispongan, a juicio de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de los medios materiales y humanos adecuados para llevar a cabo una efectiva comercialización del Fondo o Fondos que pretendan acoger al Convenio.

2. Cada Sociedad Gestora podrá solicitar que queden acogidos al régimen de Convenio uno o más Fondos, ya sean de Inversión Mobiliaria o de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

Los Fondos podrán ser de nueva creación o ya existentes, debiendo en este último caso adaptarse a lo exigido en el correspondiente Convenio.

3. Las Sociedades Gestoras interesadas en suscribir el referido Convenio lo comunicarán a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, acompañando una Memoria que deberá incluir, al menos:

Características básicas de la Sociedad Gestora, inclu-

yendo su escritura de constitución y Estatutos, estructura accionarial, miembros de su órgano de administración y personal directivo, medios materiales y humanos de que disponga, y descripción de los otros Fondos que gestione o pretenda gestionar durante el período de vigencia del Convenio.

Detalle del Fondo o Fondos que pretendan acoger al Convenio, incluyendo el proyecto de escritura de constitución o modificación del Fondo, la Entidad depositaria elegida, la descripción del sistema y estrategia de comercialización y, en su caso, de los medios materiales y humanos especialmente adscritos al Fondo, el importe de las comisiones que efectivamente vayan a aplicarse por la Sociedad Gestora, y el objetivo previsto de captación de recursos.

4. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que podrá recabar cuanta información adicional entienda precisa, comprobará que el Fondo o Fondos en cuestión se ajustan a lo previsto en el modelo de Convenio, y que la Sociedad Gestora dispone de los medios adecuados para su efectiva comercialización. Cuando las circunstancias lo justifiquen, la citada Dirección General podrá dar preferencia a las Sociedades que soliciten acoger al Convenio un Fondo de Inversión Mobiliaria, o condicionar la celebración de un Convenio con una Sociedad Gestora a que ésta solicite simultáneamente tal régimen para un Fondo de Inversión Mobiliaria y para un Fondo de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

Suscrito por ambas partes el Convenio, éste sólo tendrá eficacia una vez autorizado, constituido e inscrito al Fondo de acuerdo con la normativa aplicable.

Tercero.—Sin perjuicio de las funciones de supervisión e inspección de los Fondos atribuidas por la normativa vigente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera atenderá las eventuales reclamaciones que los participes de Fondos acogidos al Convenio hubieran formulado a las respectivas Sociedades Gestoras, sin obtener adecuada respuesta. Si las considerara fundadas, las trasladará, junto con su informe, a la correspondiente Sociedad Gestora, instando a ésta a que las atienda.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—Se delegan en el Director general del Tesoro y Política Financiera cuantas facultades sean precisas en orden a la celebración, ejecución, interpretación, prórroga, denuncia o resolución de los mencionados Convenios.

Segunda.—Los gastos de publicidad para el Tesoro a que den origen los Convenios a los que se refiere la presente Orden se atenderán con cargo a los créditos presupuestarios que se consignen cada año en la Sección 06 (Deuda Pública) del Presupuesto de Gastos del Estado con la finalidad de atender los gastos de publicidad de la Deuda del Estado, quedando subordinada su ejecución a la existencia de crédito suficiente y adecuado en los correspondientes Presupuestos Generales del Estado.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

Convenio-Tipo de Colaboración sobre Fondos de Inversión Mobiliaria en Deuda del Estado

De acuerdo con lo que dispone el artículo 104.2 del texto refundido de la vigente Ley General Presupuestaria (RCL 1988, 1966 y 2287), la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de junio de 1990 («Boletín Oficial del Estado» del 13), modificada por Orden de 25 de enero de 1994, delegó en el Director general del Tesoro y Política Financiera la facultad de celebrar, en nombre del Estado, Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

A la vista de lo anterior, de una parte, don.... Director general del Tesoro y Política Financiera, en nombre y representación del Estado español (en adelante «Tesoro Público») y, de otra, don ... en nombre y representación de ..., sociedad de instituciones de inversión colectiva (en adelante la «sociedad gestora»), según poder exhibido.

Ambas partes se reconocen capacidad para el otorgamiento del presente Convenio, y a tal efecto acuerdan las siguientes

CLAUSULAS

Primera.—El presente Convenio tiene por objeto regular la colaboración entre el Tesoro Público y la sociedad gestora, en orden al desarrollo y difusión de un Fondo de Inversión en Deuda del Estado, denominado «... «Fondtesoro», FIM.

El Fondo, que será gestionado por la sociedad, además de quedar sujeto a cuantas disposiciones legales y reglamentarias le sean de aplicación, tendrá las especificaciones descritas en las cláusulas siguientes:

Segunda.—El Fondo de Inversión tendrá las siguientes especificaciones, que deberán constar expresamente en su Reglamento de Gestión:

a) Criterios de inversión:

1.º Salvo los activos afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez —que podrán mantenerse, en caso necesario, en activos distintos de la Deuda del Estado—, los recursos del fondo se invertirán íntegramente en Deuda del Estado, en cualquiera de sus modalidades. Esta deberá representar, en todo caso, un porcentaje no inferior al 95 por 100 del promedio mensual de los saldos diarios del activo del Fondo.

2.º Al menos un 50 por 100 del activo del Fondo deberá estar invertido a vencimiento en bonos y obligaciones del Estado o en cualquier otra modalidad de Deuda del Estado que el Tesoro emita con plazo inicial de amortización superior a un año.

3.º El Fondo sólo podrá actuar en los mercados a plazo, de futuros y opciones financieras con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos financieros de su cartera de Deuda del Estado.

Las garantías o coberturas que tenga que mantener en tales mercados se considerarán inversiones en Deuda del Estado a los efectos de lo dispuesto en el criterio 1.º precedente.

(1) Modificado por Orden de 25 de enero de 1994.

b) Aportación mínima de los partícipes: La inversión mínima exigida inicialmente a los potenciales partícipes no será superior a 50.000 pesetas.

c) Comisiones y gastos: La suma de las comisiones y gastos cargados anualmente al Fondo por todos los conceptos no excederá del 1,75 por 100 del valor de su patrimonio medio diario durante el ejercicio. Este porcentaje comprenderá tanto las comisiones que específicamente remuneran a la sociedad gestora y al depositario, como todas aquellas comisiones o gastos relativos a otros conceptos (tales como auditoría, gastos administrativos, etc.). Sólo podrán cargarse al Fondo sin imputarse al citado límite aquellos conceptos que, excepcionalmente y en razón de su especial naturaleza, pueda autorizar el Tesoro, a solicitud de la sociedad gestora.

Sólo podrá repercutirse individualmente a los partícipes una comisión de reembolso no superior al 2 por 100 del valor de las participaciones reembolsadas, que percibirá la sociedad gestora y se aplicará exclusivamente a los reembolsos que se produzcan durante los dos primeros años de permanencia del partícipe en el Fondo.

Las comisiones mencionadas en los párrafos precedentes tendrán, en todo caso, el carácter de máximas, debiendo figurar en el folleto explicativo del Fondo las que efectivamente apliquen la sociedad gestora y el depositario. Cualquier modificación en las comisiones efectivamente aplicadas deberá ser comunicada previamente al Tesoro y requerirá la conformidad de éste cuando implique un incremento sobre las vigentes al iniciarse la comercialización del Fondo.

d) Sistema de retribución a los partícipes: El Fondo actuará en régimen de capitalización, mediante la continua reinversión de las rentas obtenidas.

Tercera.—Durante la vigencia del presente Convenio, el Tesoro Público se obliga a:

Ceder a la sociedad gestora el uso no exclusivo de la marca comercial «Fondtesoro» y de sus logotipos y signos identificativos con la exclusiva finalidad de que comercialice el Fondo objeto del Convenio.

Prestar apoyo publicitario para la promoción de los Fondos acogidos al Convenio, con sujeción a las disponibilidades de crédito para publicidad y promoción establecidas anualmente en el concepto aplicable a la Sección 06 (Deuda Pública) de los Presupuestos Generales del Estado.

Para determinar la cuantía de este apoyo, el Tesoro Público, oídas las sociedades gestoras, fijará un objetivo mínimo de crecimiento del patrimonio global de dichos Fondos. Este objetivo se actualizará proporcionalmente por la incorporación o retirada de Fondos al Convenio. Con sujeción a las señaladas disponibilidades de crédito presupuestario, la cuantía del apoyo publicitario global del Tesoro Público para cada período de vigencia del Convenio no será inferior al 0,25 por 100 del importe del citado objetivo para ese período. Si a lo largo del año se superara el citado objetivo mínimo de crecimiento, el Tesoro Público podrá dejar de contratar campañas de promoción de «Fondtesoro» hasta el ejercicio siguiente.

De ese importe global, el Tesoro Público destinará la mitad a campañas genéricas de publicidad relativas a la adquisición y mantenimiento de Deuda del Estado a través de los Fondos «Fondtesoro» en las que cualquier referencia a las distintas sociedades gestoras se efectuará con estrictos criterios de igualdad.

Con la otra mitad, el Tesoro Público contratará campañas en las que podrán colaborar individualmente las distintas sociedades gestoras adheridas y en las que la publicidad, además de referencias genéricas al Tesoro Público y a «Fondtesoro» se referirá expresa e individualmente a la sociedad gestora en cuestión o a los Fondos que gestione. Estas campañas del Tesoro Público podrán quedar condicionadas a que la sociedad gestora correspondiente colabore, asimismo, en su financiación. A tal efecto, el Director general del Tesoro y Política Financiera, una vez consultadas las sociedades gestoras, podrá establecer el porcentaje de cofinanciación que correrá a cargo de las sociedades gestoras y las reglas que deban cumplir la parte de las campañas financiadas por éstas. Dicho porcentaje de cofinanciación será el mismo para todas las sociedades gestoras. En ningún caso podrá el Tesoro Público condicionar su financiación de cada campaña individualizada a que las sociedades gestoras gasten un importe superior al tanto de lo gastado por el Tesoro Público en dichas campañas.

La distribución del presupuesto de esta segunda mitad se efectuará trimestralmente, atendiendo a la participación relativa del fondo en el patrimonio total mantenido por el conjunto de fondos «Fondtesoro» de la misma modalidad, y al crecimiento relativo del saldo medio de cada Fondo. Si durante el trimestre se produjese un decrecimiento en el saldo medio de un Fondo, será nula durante ese período la parte del apoyo publicitario del Tesoro Público correspondiente a ese Fondo.

Cuarta.—Además de a observar las especificaciones señaladas para el Fondo en la cláusula segunda del presente Convenio, la sociedad gestora se obliga a:

Utilizar en la publicidad relativa al Fondo y exponer en lugar visible de la red de oficinas, a través de las que lo comercialice, los logotipos y signos distintivos de «Fondtesoro» y del Tesoro Público, respetando las normas de los manuales de identidad corporativa del Tesoro Público y de «Fondtesoro».

A tal efecto, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (Subdirección General de Deuda Pública) deberá dar su previa conformidad a las piezas publicitarias que incorporen elementos de la comunicación de «Fondtesoro» o del Tesoro Público.

Remitir a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la información, periódica u ocasional, que ésta requiera, con carácter general o en relación con un Fondo concreto. En la medida de lo posible y para evitar que la sociedad gestora incurra en innecesarios gastos, la información requerida guardará relación con la que la sociedad gestora deba proporcionar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en cuanto que órgano de supervisión de las instituciones de inversión colectiva.

Asimismo, la sociedad gestora deberá mantener informada a la citada Dirección General de cuantos extremos puedan ser relevantes respecto a su actividad como sociedad gestora del Fondo (modificación de la estructura accionarial de la sociedad, cambio en el depositario, etc.).

Quinta.—Sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula sexta, en el supuesto de incumplimiento por la sociedad gestora de lo dispuesto en alguna de las obligaciones establecidas en las cláusulas segunda o cuarta de este Convenio, el Tesoro Público estará facultado para retirar

su apoyo publicitario durante uno o varios trimestres a la campaña individualizada correspondiente.

Sexta.—1. Una vez firmado el presente Convenio, su vigencia quedará subordinada a la inscripción del Fondo o de la modificación de su Reglamento de Gestión en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y se extenderá hasta el 31 de enero del año siguiente, siendo prorrogable tácitamente por períodos de doce meses, salvo expresa denuncia, acordada libremente por cualquiera de las partes y comunicada por escrito antes del 31 de diciembre.

2. Sin perjuicio de lo anterior, el Tesoro Público estará facultado para suspender o resolver unilateralmente y con efecto inmediato el convenio suscrito con una sociedad gestora, en los siguientes casos:

a) Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al amparo del régimen previsto en el capítulo V de la vigente Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, acuerde iniciar un expediente sancionador por posible infracción grave o muy grave cometida por la sociedad gestora, o acuerde respecto a ella alguna de las medidas de intervención o sustitución a las que se refiere el artículo 32 bis de la mencionada Ley.

b) Cuando la sociedad gestora modifique el Reglamento de gestión del Fondo sin el previo consentimiento del Tesoro.

c) Cuando la sociedad gestora desatienda reiterada e injustificadamente las reclamaciones de los partícipes que le sean trasladadas con su informe favorable por el Tesoro.

d) Cuando la sociedad gestora incumpla lo dispuesto en las cláusulas segunda o cuarta del presente Convenio.

3. Producida la denuncia o resolución del Convenio de acuerdo con lo previsto en los números 1 ó 2 precedentes, la sociedad gestora deberá de inmediato comunicarlo por escrito a sus partícipes.

Si la denuncia se produjera por voluntad de la sociedad gestora o el Convenio se resolviera por decisión unilateral del Tesoro, de acuerdo con lo dispuesto en el número 2 precedente, la sociedad gestora deberá optar entre designar como sustituta alguna de las demás sociedades gestoras que continúen adheridas al Convenio, u otra de su elección que resulte aceptable para el Tesoro, o abonar al Tesoro el importe de los gastos de publicidad en que éste hubiese incurrido en la campaña individual relativa a la sociedad durante los doce meses precedentes. En el supuesto especial de la letra a) del número 2 precedente, el Tesoro podrá, en todo caso, como medida cautelar, exigir a la sociedad gestora que designe temporalmente como sustituta alguna de las sociedades que continúen adheridas al Convenio u otra de su elección que resulte aceptable para el Tesoro. El Tesoro podrá exigir tal sustitución con carácter definitivo si la sociedad gestora resulta finalmente sancionada, así como en los casos de intervención o sustitución previstos en el artículo 32 bis de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, cuando las medidas se prolonguen durante un período superior al año o dentro de ese plazo se acuerde la revocación de la autorización de la sociedad como gestora de instituciones de inversión colectiva.

El Tesoro deberá dar su conformidad a los modelos de las comunicaciones que deban efectuarse a los partícipes en los diversos supuestos previstos en este número.

Séptima.—El presente Convenio tendrá naturaleza administrativa y se regirá, además de por lo establecido en las anteriores cláusulas y en la Orden de 7 de junio de 1990, modificada por Orden de 25 de enero de 1994, por lo dispuesto en la normativa sobre régimen jurídico que las instituciones de inversión colectiva, normas generales del derecho administrativo y cuantas otras le sean de aplicación.

Corresponderá a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera cuantas facultades sean precisas en orden a la celebración, ejecución, interpretación, prórroga, denuncia y resolución del Convenio. Sus resoluciones pondrán fin a la vía administrativa, procediendo contra ellas recurso contencioso-administrativo de conformidad con lo establecido en la Ley de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa (RCL 1956, 1890 y NDL 18435).

ANEXO 2 (1)

Convenio-Tipo de Colaboración sobre Fondos de Inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) relativos a deuda del Estado

De acuerdo con lo que dispone el artículo 104.2 del texto refundido de la vigente Ley General Presupuestaria, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de junio de 1990 («Boletín Oficial del Estado» del 13), modificada por Orden de... («Boletín Oficial del Estado» de...), delegó en el Director general del Tesoro y Política Financiera la facultad de celebrar, en nombre del Estado, Convenios de Colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

A la vista de lo anterior, de una parte, don.... Director general del Tesoro y Política Financiera, en nombre y representación del Estado español (en adelante «Tesoro Público») y, de otra, don ... en nombre y representación de ..., sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (en adelante la «sociedad gestora»), según poder exhibido.

Ambas partes se reconocen capacidad para el otorgamiento del presente Convenio, y a tal efecto acuerdan las siguientes

CLAUSULAS

Primera.—El presente Convenio tiene por objeto regular la colaboración entre el Tesoro Público y la sociedad gestora, en orden al desarrollo y difusión de un Fondo de Inversión en Deuda del Estado, denominado «... Fondtesoro», FIAMM.

El Fondo, que será gestionado por la sociedad, además de quedar sujeto a cuantas disposiciones legales y reglamentarias le sean de aplicación, tendrá las especificaciones descritas en las cláusulas siguientes:

Segunda.—El Fondo de Inversión tendrá las siguientes especificaciones, que deberán constar expresamente en su Reglamento de gestión:

a) Criterios de inversión:

1.º Salvo los activos afectos a la cobertura del coeficiente de liquidez —que podrán materializarse, en caso

(1) Modificado por Orden de 25 de enero de 1994.

necesario, en activos distintos de la Deuda del Estado—, los recursos del Fondo se invertirán íntegramente en Deuda del Estado, en cualquiera de sus modalidades. Esta deberá representar en todo caso un porcentaje no inferior al 95 por 100 del promedio mensual de los saldos diarios del activo del Fondo.

2.º El Fondo podrá actuar en los mercados a plazo, de futuros y opciones financieros con el exclusivo propósito de cubrir los riesgos financieros de su cartera de Deuda del Estado.

Las garantías o coberturas que tenga que mantener en tales mercados se considerarán inversiones en Deuda del Estado a los efectos de lo dispuesto en el criterio 1.º precedente.

b) Aportación mínima de los partícipes: La inversión mínima exigida inicialmente a los potenciales partícipes no podrá exceder de 200.000 pesetas.

c) Comisiones y gastos: La suma de las comisiones y gastos cargados anualmente al Fondo por todos los conceptos no excederá del 1,5 por 100 del valor de su patrimonio medio diario durante el ejercicio. Este porcentaje comprenderá tanto las comisiones que específicamente remuneran a la sociedad gestora y al depositario, como todas aquellas comisiones o gastos relativos a otros conceptos (tales como auditorías, gastos administrativos, etc.). Sólo podrán cargarse al Fondo sin imputarse al citado límite aquellos conceptos que, excepcionalmente y en razón de su especial naturaleza, pueda autorizar el Tesoro, a solicitud de la sociedad gestora.

Sólo podrá repercutirse individualmente a los partícipes los gastos derivados de la eventual utilización de cheques.

Las comisiones mencionadas en los párrafos precedentes tendrán, en todo caso, el carácter de máximas, debiendo figurar en el folleto explicativo del fondo las que efectivamente apliquen la sociedad gestora y el depositario. Cualquier modificación en las comisiones efectivamente aplicadas deberá ser comunicada previamente al Tesoro y requerirá la conformidad de éste cuando implique un incremento sobre las vigentes al iniciarse la comercialización del Fondo.

d) Sistema de retribución a los partícipes: El Fondo actuará en régimen de capitalización, mediante la continua reinversión de las rentas obtenidas.

e) Reembolso de las participaciones: El reembolso de las participaciones se efectuará en las condiciones y los plazos máximos establecidos en las disposiciones vigentes.

Tercera.—Durante la vigencia del presente Convenio, el Tesoro Público se obliga a:

Ceder a la sociedad gestora el uso no exclusivo de la marca comercial «Fondtesoro» y de sus logotipos y signos identificativos con la exclusiva finalidad de que comercialice el Fondo objeto del Convenio.

Prestar apoyo publicitario para la promoción de los Fondos acogidos al Convenio, con sujeción a las disponibilidades de crédito para publicidad y promoción establecidas anualmente en el concepto aplicable de la Sección 06 (Deuda Pública) de los Presupuestos Generales del Estado.

Para determinar la cuantía de este apoyo, el Tesoro

Público, oídas las sociedades gestoras, fijará un objetivo mínimo de crecimiento del patrimonio global de dichos Fondos. Este objetivo se actualizará proporcionalmente por la incorporación o retirada de Fondos al Convenio. Con sujeción a las señaladas disponibilidades de crédito presupuestario, la cuantía del apoyo publicitario global del Tesoro Público para cada período de vigencia del Convenio no será inferior al 0,25 por 100 del importe del citado objetivo para ese período. Si a lo largo del año se supera el citado objetivo mínimo de crecimiento, el Tesoro Público podrá dejar de contratar campañas de promoción de «Fondtesoro» hasta el ejercicio siguiente.

De ese importe global, el Tesoro Público destinará la mitad a campañas genéricas de publicidad relativas a la adquisición y mantenimiento de Deuda del Estado a través de los fondos «Fondtesoro» en las que cualquier referencia a las distintas sociedades gestoras se efectuará con estrictos criterios de igualdad.

Con la otra mitad, el Tesoro Público contratará campañas en las que podrán colaborar individualmente las distintas sociedades gestoras adheridas, y en las que la publicidad, además de referencias genéricas al Tesoro Público y a «Fondtesoro», se referirá expresa e individualmente a la sociedad gestora en cuestión a los fondos que gestione. Estas campañas del Tesoro Público podrán quedar condicionadas a que la sociedad gestora correspondiente colabore asimismo en su financiación. A tal efecto, el Director general del Tesoro y Política Financiera, una vez consultadas las sociedades gestoras, podrá establecer el porcentaje de cofinanciación que correrá a cargo de las sociedades gestoras y las reglas que deban cumplir la parte de las campañas financiadas por éstas. Dicho porcentaje de cofinanciación será el mismo para todas las sociedades gestoras. En ningún caso podrá el Tesoro Público condicionar su financiación de cada campaña individual a que las sociedades gestoras gasten un importe superior al tanto de lo gastado por el Tesoro Público en dichas campañas.

La distribución del presupuesto de esta segunda mitad se efectuará trimestralmente atendiendo a la participación relativa del Fondo en el patrimonio total mantenido por el conjunto de Fondos «Fondtesoro» de la misma modalidad, y al crecimiento relativo del saldo medio de cada Fondo.

Cuarta.—Además de observar las especificaciones señaladas para el Fondo en la cláusula segunda del presente Convenio, la sociedad gestora se obliga a:

Utilizar en la publicidad relativa al Fondo y exponer en lugar visible de la red de oficinas, a través de las que lo comercialice, los logotipos y signos distintivos de «Fondtesoro» y del Tesoro Público, respetando las normas de los Manuales de Identidad Corporativa del Tesoro Público y de «Fondtesoro».

A tal efecto, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (Subdirección General de Deuda Pública) deberá dar su previa conformidad a las piezas publicitarias que incorporen elementos de la comunicación de «Fondtesoro» o del Tesoro Público.

Remitir a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la información, periódica u ocasional, que ésta requiera, con carácter general o en relación con un Fondo concreto. En la medida de lo posible, y para evitar que la sociedad gestora incurra en innecesarios gastos, la infor-

mación requerida guardará relación con las que la sociedad gestora deba proporcionar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en cuanto que órgano de supervisión de las instituciones de inversión colectiva.

Asimismo, la sociedad gestora deberá mantener informada a la citada Dirección General de cuantos extremos puedan ser relevantes respecto a su actividad como sociedad gestora del Fondo (modificación de la estructura accionarial de la sociedad, cambio en el depositario, etc.).

Quinta.—Sin perjuicio de lo dispuesto en la cláusula sexta, en el supuesto de incumplimiento por la sociedad gestora de alguna de las obligaciones contempladas en las cláusulas segunda o cuarta de este Convenio, el Tesoro Público podrá retirar su apoyo publicitario durante uno o varios trimestres a la campaña individualizada correspondiente.

Sexta.—Una vez firmado el presente Convenio, su vigencia quedará subordinada a la inscripción del Fondo o de la modificación de su Reglamento de Gestión en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y se extenderá hasta el 31 de enero del año siguiente, siendo prorrogable tácitamente por períodos de doce meses, salvo expresa denuncia, acordada libremente por cualquiera de las partes y comunicada por escrito antes del 31 de diciembre.

2. Sin perjuicio de lo anterior, el Tesoro Público estará facultado para suspender o resolver unilateralmente, y con efecto inmediato, el Convenio suscrito con una sociedad gestora en los siguientes casos:

a) Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al amparo del régimen previsto en el capítulo V de la vigente Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, acuerde iniciar un expediente sancionador por posible infracción grave o muy grave cometida por la sociedad gestora, o acuerde respecto a ella alguna de las medidas de intervención o sustitución a las que se refiere el artículo 32 bis de la mencionada Ley.

b) Cuando la sociedad gestora modifique el Reglamento de Gestión del Fondo sin el previo consentimiento del Tesoro.

c) Cuando la sociedad gestora desatienda reiterada e injustificadamente las reclamaciones de los partícipes que le sean trasladadas con su informe favorable por el Tesoro.

d) Cuando la sociedad gestora incumpla lo dispuesto en las cláusulas segunda o cuarta del presente Convenio.

3. Producida la denuncia o resolución del Convenio de acuerdo con lo previsto en los números 1 ó 2 precedentes, la sociedad gestora deberá de inmediato comunicarlo por escrito a sus partícipes.

Si la denuncia se produjera por voluntad de la sociedad gestora, o el Convenio se resolviera por decisión unilateral del Tesoro de acuerdo con lo dispuesto en el número 2 precedente, la sociedad gestora deberá optar entre designar como sustituta alguna de las demás sociedades gestoras que continúen adheridas al Convenio, u otra de su elección que resulte aceptable para el Tesoro, o abonar al Tesoro el importe de los gastos de publicidad en que éste hubiese incurrido en la campaña individual relativa a la sociedad durante los doce meses precedentes. En el supuesto especial de la letra a) del número 2 pre-

cedente, el Tesoro podrá, en todo caso, como medida cautelar, exigir a la sociedad gestora que designe temporalmente como sustituta alguna de las sociedades que continúen adheridas al Convenio u otra de su elección que resulte aceptable para el Tesoro. El Tesoro podrá exigir tal sustitución con carácter definitivo si la sociedad gestora resulta finalmente sancionada, así como en los casos de intervención o sustitución previstos en el artículo 32 bis de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, cuando las medidas se prolonguen durante un período superior al año o, dentro de ese plazo, se acuerde la revocación de la autorización de la sociedad como gestora de instituciones de inversión colectiva.

El Tesoro deberá dar su conformidad a los modelos de las comunicaciones que deban efectuarse a los partícipes en los diversos supuestos previstos en este número.

Séptima.—El presente Convenio tendrá naturaleza administrativa y se regirá, además de por lo establecido en las anteriores cláusulas y en la Orden de 7 de junio de 1990 —modificada por Orden de 25 de enero de 1994—, por lo dispuesto en la normativa sobre régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva, normas generales del derecho administrativo y cuantas otras le sean de aplicación.

Corresponderá a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera cuantas facultades sean precisas en orden a la celebración, ejecución, interpretación, prórroga, denuncia y resolución del Convenio. Sus resoluciones pondrán fin a la vía administrativa, procediendo contra ellas recurso contencioso-administrativo, de conformidad con lo establecido en la Ley de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa.

ORDEN DE 24 DE JULIO DE 1991, RELATIVA A ENTIDADES CREADORAS DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EN ANOTACIONES (BOE de 27 de julio)

El artículo 104, dos, d), del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre («Boletín Oficial del Estado» del 29), establece que el Ministro de Economía y Hacienda para la colocación de las emisiones de valores negociables de Deuda Pública podrá subastar las emisiones «entre colocadores autorizados o entre un grupo restringido de éstos que adquieran compromisos especiales respecto a la colocación de la Deuda o al funcionamiento de sus mercados».

La experiencia acumulada desde que el Banco de España, por acuerdo de su Consejo Ejecutivo de fecha 19 de enero de 1988, estableciera la figura de los «Creadores de Mercado» en los Mercados de Deuda Pública y Monetarios; la necesidad de que el Tesoro Público cuente con mecanismos adecuados que, basados en una especial relación de colaboración con algunas Entidades Gestoras, le faciliten el cumplimiento de objetivos cuantitativos de financiación en el mercado, y finalmente, la regla especial contenida en la Disposición adicional decimoquinta, de la reciente Ley 18/1991, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aconsejan regular, con carácter general, esa categoría especial de Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones a las que, por su especial y permanente compromiso a dar contrapartida en el mercado, se ha dado en llamar «Creadores de Mercado». Tales Entidades, al tiempo que asumirán frente al Tesoro Público esos compromisos especiales, a los que se refiere el artículo 104 de la Ley General Presupuestaria, seguirán constituyendo pieza esencial para la ejecución de la política monetaria por el Banco de España, dualidad de funciones en la que se funda el régimen de cooperación entre el Tesoro Público y el Banco de España, que, en relación con las Entidades Creadoras de Mercado contempla la presente Orden.

Dado el carácter incipiente de la presente disposición, ha parecido oportuno limitar su contenido y propósito, sin perjuicio de que ulteriores modificaciones pudieran ampliar el contenido de obligaciones o derechos inherentes a la condición de Creador de Mercado.

En su virtud, dispongo:

Primero. *Reconocimiento y pérdida de la condición de Creador de Mercado.*—1. Tendrán la consideración de Creadores del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (en lo sucesivo «Creadores de Mercado») aquellas Entidades Gestoras que acepten voluntariamente y cumplan los compromisos que se establecen en la presente Orden en relación con la emisión y colocación de Deuda del Estado, así como aquellos otros que establezca el Banco de España dentro de sus competencias como ejecutor de la política monetaria y órgano rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

2. La condición de Creador de Mercado se reconocerá oficialmente a dichas Entidades por el Banco de España, previo informe favorable de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

La solicitud por las Entidades Gestoras de la condición de Creador de Mercado se acompañará de una Memoria, en la que se expondrán las actuaciones que la Entidad se

propone llevar a cabo en el desempeño de tal función. Su presentación entrañará la aceptación de cuantos compromisos y actuaciones deriven de lo previsto en esta Orden y en las normas que la desarrollen.

El reconocimiento de la condición de Creador de Mercado tendrá validez hasta el término del año natural en que dicho reconocimiento se produzca. Se entenderá presentada la solicitud para un nuevo reconocimiento cuando la Entidad interesada no hubiese presentado renuncia expresa antes del día 15 de diciembre. En este supuesto no será necesario presentar la Memoria, a la que se refiere el párrafo anterior, ni la emisión de informe previo favorable por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

3. La condición de Creador del Mercado se perderá:

- a) Por renuncia comunicada fehacientemente al Banco de España.
- b) Por pérdida de la condición de Entidad Gestora.
- c) Por acuerdo del Banco de España, previo informe, o a propuesta de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, cuando la Entidad incumpla cualquiera de las obligaciones establecidas en la presente Orden o en las normas que la desarrollen.
- d) Por acuerdo del Banco de España, a propuesta de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, cuando las peticiones formuladas por la Entidad en los supuestos previstos en los números cuarto.1 y quinto se alejen, sistemática o repetidamente, de forma apreciables, de las presentadas por los restantes Creadores.

e) Por acuerdo del Banco de España, y a propuesta de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, cuando en sus operaciones con no residentes no observen los criterios que se dicten en relación con lo dispuesto en el párrafo segundo del número uno de la disposición adicional decimoquinta de la Ley 18/1991.

Segundo. *Obligaciones*.—Los Creadores de Mercado deberán:

- a) Acudir de forma regular, mediante peticiones de carácter competitivo, a las subastas abiertas al público que realice el Tesoro Público.
- b) Participar en las emisiones de Deuda del Estado en los términos previstos en los números cuarto.1 y quinto de la presente Orden.
- c) Cooperar con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la difusión interior y exterior de la Deuda del Estado. A tal efecto, facilitarán a dicho Centro directivo la información relevante, no protegida por algún deber de secreto, que aquél les solicite con dicha finalidad.
- d) Exponer en sus oficinas, en lugar visible al público general, los signos distintivos de su condición de Creador de Mercado que, a tal efecto, determine la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.
- e) Cooperar con el Banco de España en el adecuado funcionamiento del mercado secundario de la Deuda del Estado y de los mercados monetarios, y cumplir los criterios que aquél establezca en relación con la actividad de los Creadores en dichos mercados.

Tercero. *Estatuto del Creador de Mercado*.—1. Los Creadores de Mercado:

a) Recibirán información periódica sobre la situación de financiación del Estado, y sobre su política de Deuda. A tal efecto, se reunirán con la frecuencia que, atendiendo a sus demandas, establezca la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

b) Podrán proponer la adopción de aquellas medidas que potencien su labor, disminuyan sus riesgos o mejoren el funcionamiento de los mercados de Deuda o monetarios.

c) Participarán en exclusiva en las segundas vueltas, a celebrar tras las subastas abiertas al público, a las que se refiere el número cuarto.

d) Canalizarán las adquisiciones de Deuda del Estado que en el mercado secundario efectúe el Tesoro Público al amparo de lo dispuesto en el artículo 104, cuatro, de la Ley General Presupuestaria, texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988. No obstante, esta canalización no impedirá la amortización anticipada por el Tesoro Público de cartera a vencimiento del Banco de España.

e) Canalizarán las emisiones de Deuda del Estado en pesetas cuando el procedimiento de emisión no sea el de la subasta abierta al público en general. Para ello se seguirá el procedimiento al que se refiere el número quinto.

Se exceptúan de lo anterior las entregas que efectúe el Tesoro Público al Banco de España, así como los Pagares del Tesoro y los valores que, en su caso, se emitan para tenedores específicos o exclusivamente para el cumplimiento de disposiciones obligatorias.

f) Podrán, junto con otras entidades nacionales o extranjeras, participar en la emisión y colocación de la Deuda del Estado en divisas, particularmente en las denominadas en ECUs.

g) Contarán con el apoyo de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en las actividades de promoción de la Deuda del Estado que realicen en España o en el extranjero.

2. Será de aplicación a los Creadores de Mercado la regla especial en materia de retenciones prevista en el párrafo segundo del apartado uno de la disposición adicional 15 de la Ley 18/1991.

Cuarto. *Emisiones de Deuda mediante subastas abiertas al público*.—1. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá anunciar, con anterioridad a la presentación de peticiones, previa consulta con los Creadores de Mercado, un objetivo de colocación para cualquier subasta de Deuda abierta al público.

Si, resuelta la subasta, la cantidad efectivamente aceptada por el Tesoro Público hubiera sido igual o superior al 70 por 100 del importe total solicitado en ofertas competitivas, pero inferior al objetivo de colocación, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, si lo considera conveniente, podrá convocar una segunda vuelta de aquélla exclusivamente entre los Creadores de Mercado.

Cada Creador deberá presentar, obligatoriamente, una o más ofertas, que, en su conjunto, alcancen para cada Creador un importe no inferior al cociente entre la diferencia a financiar y el número de Creadores. Las ofertas no estarán sujetas a limitación en cuanto al rendimiento solicitado. La Dirección General del Tesoro y Política

Financiera fijará libremente la cantidad total aceptada en esta segunda vuelta.

2. Cuando dicho Centro directivo no haya anunciado un objetivo de colocación para una subasta o, habiéndolo hecho, lo haya cubierto, cada Creador de Mercado, inmediatamente después de resuelta la subasta y hecho público su resultado, podrá presentar hasta tres peticiones adicionales en las que el rendimiento solicitado no podrá superar el tipo de interés medio resultante de la subasta.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera, al resolver esta segunda vuelta de la subasta, quedará obligada a adjudicar en ella un importe global no inferior al 10 por 100 del adjudicado en la primera, si hubiera aceptado en ésta más del 50 por 100 de lo solicitado, o al 20 por 100 del adjudicado en la primera vuelta, si hubiera aceptado en ésta menos del 50 por 100 de lo solicitado.

Quinto. *Emisiones mediante colocación restringida entre Creadores.*—Cuando el Tesoro Público emita Deuda del Estado en pesetas por un procedimiento distinto de la subasta abierta al público en general, podrá optar entre:

a) Efectuar una subasta competitiva entre todos los Creadores, a la que éstos concurrirán o no con carácter voluntario, y en la que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera asignará a cada Entidad la parte de su petición que hubiera sido aceptada.

b) Solicitar de todos los Creadores una oferta única por el importe total de la Deuda a colocar, asignando el repetido Centro directivo la totalidad de la emisión a la oferta que considere más favorable, y siendo posible la agrupación o sindicación de Entidades a efectos de presentación de la oferta.

c) Utilizar cualquier otro procedimiento que garantice la igualdad de oportunidades entre los Creadores de Mercado.

Las subastas y solicitud de ofertas señaladas en los párrafos precedentes podrán realizarse por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera mediante procedimientos simplificados.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—El Banco de España, de acuerdo con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, establecerá los criterios previstos en el número segundo, letra e) de la presente Orden.

Segunda.—Se autoriza al Director General del Tesoro y Política Financiera a adoptar cuantas medidas y resoluciones sean precisas para llevar a cabo lo previsto en los números segundo, letra d), tercero, cuarto y quinto de esta Orden, así como a modificar, en atención a las necesidades de financiación del Estado, y previa consulta a los Creadores de Mercado, los porcentajes que figuran en el número cuarto, 2, de la presente Orden.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera.—Las Entidades gestoras que, a la entrada en vigor de la presente Orden, tuvieran reconocida por el Banco de España la condición de Creador de Mercado, y deseen conservarla, deberán, en el plazo de diez días,

manifestar, por escrito, ante el Banco que aceptan los compromisos establecidos en la presente Orden y en las normas que la desarrollen.

Segunda.—Presentado el escrito, el Banco de España acusará recibo del mismo y lo trasladará a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Si ésta no formulara reparo en el plazo máximo de diez días, la solicitud se tendrá por aceptada, quedando reconocida a la Entidad la condición de Creador de Mercado establecida en la presente Orden.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

**REAL DECRETO 1285/1991, DE 2 DE AGOSTO, POR
EL QUE SE ESTABLECE EL PROCEDIMIENTO DE
PAGO DE INTERESES DE DEUDA DEL ESTADO EN
ANOTACIONES A LOS NO RESIDENTES QUE INVIER-
TAN EN ESPAÑA SIN MEDIACIÓN DE ESTABLECI-
MIENTO PERMANENTE (BOE de 9 de agosto)**

La reciente Ley 31/1990, de 27 de diciembre («Boletín Oficial del Estado» del 28), de Presupuestos Generales del Estado para 1991 y la Ley 17/1991, de 27 de mayo («Boletín Oficial del Estado» del 28), de Medidas Fiscales Urgentes, han establecido que no quedarán sometidos a tributación en España los rendimientos de la Deuda Pública española que obtengan los inversores no residentes que no operen en España por medio de establecimiento permanente.

Como quiera que la Deuda del Estado en pesetas se coloca mayoritariamente entre inversores residentes y que los rendimientos de los bonos y obligaciones del Estado se encuentran sometidos al régimen general de retención aplicable a los rendimientos de capital, resulta conveniente mantener para todos los inversores el citado régimen de retención, estableciendo, no obstante, para los no residentes un régimen especial de devolución que aproveche la doble condición del Banco de España como agente de pagos del Tesoro, de una parte y gestor de la propia Central de Anotaciones de Deuda del Estado, de otra.

En su virtud, de acuerdo con el Consejo de Estado, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 2 de agosto de 1991,

DISPONGO:

Artículo 1.^º La Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por mediación del Banco de España, devolverá de oficio las retenciones que se les hubieran practicado sobre rendimientos procedentes de Deuda del Estado Anotada a las personas físicas y jurídicas no residentes a que se refieren el artículo 2.^º de la Ley 17/1991, y el artículo 23, apartado 3, letra f), número 2 de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre Sociedades, según la nueva redacción dada por el artículo 62 de la Ley 31/1990, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

Art. 2.^º 1. Las Entidades Gestoras del mercado de Deuda Pública en anotaciones, en cuya cuenta de terceros figuren registrados a favor de no residentes que no operen en España por medio de establecimiento permanente, bonos u obligaciones del Estado, o cualquier otra modalidad de Deuda del Estado cuyos rendimientos sean objeto de retención, presentarán ante la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, a través de la Central de Anotaciones del Banco de España, en las fechas o plazos que se establezca y referidas a la fecha de vencimiento de los intereses:

a) Una declaración en la que figurará el importe total de los rendimientos correspondientes a inversores no residentes.

b) Una relación en la que se especificarán el nombre de cada uno de los titulares no residentes, su país de re-

sidencia, y el importe de los correspondientes rendimientos.

2. A tal efecto, las Entidades Gestoras deberán obtener, y conservar a disposición de la Administración Tributaria durante el período de prescripción de las obligaciones tributarias, la siguiente documentación justificativa de la residencia de cada inversor no residente:

a) Cuando el titular no residente de la Deuda actúe por cuenta propia y sea un Banco Central, otra institución de derecho público, o un Organismo internacional: un Banco o Entidad de crédito o una Entidad financiera, incluidas instituciones de inversión colectiva, Fondos de Pensiones o Entidades de seguros, residentes en algún país de la OCDE o en algún país con el que España tenga suscrito Convenio para evitar la doble imposición, y sometidos a un régimen específico de supervisión o registro administrativo, bastará con que la Entidad en cuestión manifieste ante la Entidad gestora su razón social y residencia fiscal.

b) Cuando se trate de operaciones intermediadas por alguna de las entidades señaladas en la letra precedente, o que se hayan canalizado a través de una entidad de compensación y depósito de valores reconocida a estos efectos por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, la entidad en cuestión deberá, de acuerdo con lo que conste en sus propios registros, certificar ante la Entidad gestora el nombre y residencia fiscal de cada titular de los valores.

c) En los demás casos, la residencia se acreditará mediante la presentación ante la Entidad gestora del certificado de residencia expedido por las autoridades fiscales del Estado de residencia del inversor. Estos certificados tendrán un plazo de validez de seis meses contados a partir de la fecha de su expedición.

3. En el caso de las operaciones contempladas en la letra b) del número precedente, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá autorizar a las Entidades señaladas a remitir directamente a la Central de Anotaciones del Banco de España, en vez de la Entidad gestora a través de la cual actúen en España, la certificación del nombre y residencia fiscal de cada titular de los valores.

4. Las Entidades gestoras deberán adoptar las medidas oportunas que garanticen que los titulares no residentes que consten en su cuenta de terceros como perceptores de los intereses sean los mismos incluidos en la relación a la que se refiere el número 1, apartado b) de este artículo.

5. La relación de titulares no residentes a que se refiere el número 1 del presente artículo no podrá incluir personas físicas o entidades residentes en países o territorios que tengan la consideración de paraíso fiscal, de acuerdo con lo dispuesto en el Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se desarrolla lo previsto en los artículos 2.^º, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y 62 de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

Art. 3.^º En cada vencimiento de intereses, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera transferirá a la Central de Anotaciones del Banco de España el importe líquido que resulte de la aplicación del tipo general de retención a la totalidad de los intereses.

Posteriormente, tan pronto como reciba las relaciones citadas en el número 1, apartado b) del artículo segundo, el Banco de España abonará a las Entidades gestoras remitentes las cantidades retenidas en exceso a los titulares de Deuda no residentes. El Banco de España rendirá inmediata cuenta a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de las cantidades abonadas por este concepto, adjuntando a su certificación, en la forma en que se determine, la información recibida de las Entidades gestoras. Dentro del mes siguiente a la presentación de la señalada cuenta por el Banco de España, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera reembolsará su importe al Banco de España con cargo a los conceptos del Presupuesto de Ingresos del Estado a los que se aplicó transitoriamente el exceso retenido.

DISPOSICIONES ADICIONALES

Primera.—Se habilita al Banco de España para que, de acuerdo con el procedimiento previsto en el presente Real Decreto, abone a las Entidades gestoras las cantidades retenidas en exceso por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a los titulares no residentes de Deuda del Estado.

Segunda.—El Ministerio de Economía y Hacienda determinará los Modelos a los que deberán ajustarse las certificaciones a que aluden las letras a) y b) del apartado 2 del artículo 2, así como la forma y plazos en que la Central de Anotaciones del Banco de España enviará la información pertinente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y a la Administración Tributaria para su comprobación por los procedimientos de intercambio de información previstos en el ordenamiento vigente.

Tercera.—El Ministerio de Economía y Hacienda y el Banco de España adoptarán las medidas necesarias para el cumplimiento de este Real Decreto.

DISPOSICIÓN FINAL

El presente Real Decreto entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

ORDEN DE 16 DE SEPTIEMBRE DE 1991 POR LA QUE SE DESARROLLA EL REAL DECRETO 1285/1991, DE 2 DE AGOSTO, POR EL QUE SE ESTABLECE EL PROCEDIMIENTO DE PAGO DE INTERESES DE DEUDA DEL ESTADO EN ANOTACIONES, A LOS NO RESIDENTES QUE INVIERAN EN ESPAÑA SIN MEDIACIÓN DE ESTABLECIMIENTO PERMANENTE (BOE de 21 de septiembre)

El Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, ha establecido el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones a los no residentes que invierten en España sin mediación de establecimiento permanente.

Las disposiciones adicionales segunda y tercera del Real Decreto citado en primer lugar habilitan al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las disposiciones necesarias para su cumplimiento.

En virtud de lo anterior dispongo:

Primero.—Las manifestaciones y certificaciones a que aluden las letras a) y b) del apartado 2 del artículo 2.º del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones, a los no residentes que invierten en España sin mediación de establecimiento permanente, se ajustarán a los modelos que figuran como anexos 1 y 11 a la presente Orden.

Segundo.—La declaración a que se refiere la letra a) del apartado 1 del artículo 2.º del Real Decreto 1285/1991, comprensivas del importe total del saldo nominal de la deuda y de los rendimientos correspondientes a los inversores no residentes a los que sea de aplicación el procedimiento regulado por dicho Real Decreto, se presentarán el día anterior a la fecha de vencimiento de los intereses, reflejando la situación al cierre del mercado de ese mismo día.

Tercero.—La relación a que se refiere la letra b) del apartado 1 del artículo 2.º del Real Decreto 1285/1991 deberá presentarse en el plazo de un mes natural a contar desde la fecha de vencimiento de los intereses.

Cuarto.—A los efectos previstos en la presente Orden, el Banco de España tendrá la consideración de Entidad gestora en relación con las Entidades no residentes que, sin mediación de establecimiento permanente, invierten en Deuda del Estado en Anotaciones y tengan reconocida la condición de titulares de cuenta en la Central de Anotaciones del Banco de España.

Quinto.—El Banco de España remitirá a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la siguiente información:

a) Con periodicidad semanal, una relación de todos los pagos por devoluciones efectuados en la semana precedente, agrupados por vencimientos.

b) Antes del día 15 de cada mes, una certificación de los pagos efectuados en el mes natural precedente, agrupados por fechas de vencimiento de los cupones.

El Director general del Tesoro y Política Financiera podrá modificar la periodicidad con que el Banco de España deberá presentar la información a que se refiere la letra a) precedente.

Sexto.—El Banco de España remitirá a la Administración tributaria, dentro de los diez primeros días de cada trimestre natural y con referencia al trimestre inmediatamente precedente, la documentación a que se refiere el apartado 1 del artículo 2.º del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera.—En lo que se refiere al pago de intereses cuyos vencimientos se produzcan hasta el 31 de diciembre de 1991, el plazo para la presentación de relaciones individualizadas previsto en el número tercero de esta Orden será de dos meses naturales.

Segunda.—Con referencia exclusiva al vencimiento de intereses del día 25 de septiembre de 1991, el plazo para la presentación de la declaración global previsto por el número segundo de la presente Orden será de quince días naturales, contados desde esa fecha.

DISPOSICION FINAL

La presente Orden entrará en vigor el día siguiente a su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

ANEXO I

Modelo de certificación en inversiones por cuenta propia de las Entidades a que se refiere el artículo 2.º, 2, a), del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente (versión en español)

..... (nombre), (domicilio), (NIF), en calidad de, en nombre y representación de la Entidad abajo señalada, a los efectos previstos en la letra a) del apartado 2 del artículo 2.º del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto («Boletín Oficial del Estado» del 9), sobre procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente.

Certifico:

1. Que el nombre o razón social de la Entidad que represento es:
2. Que su residencia fiscal es la siguiente:
3. Que la Entidad que represento está inscrita en el Registro de (país, Estado, ciudad), con el número
4. Que la Entidad que represento está sometida a la supervisión de (Organo supervisor) en virtud de (normativa que lo regula).

Lo que certifico en a de de 19.....

ANEXO II

Modelo de certificación en inversiones por cuenta ajena de las Entidades a que se refiere el artículo 2.º, 2, b), del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente (versión en español)

..... (nombre), (domicilio), (NIF), en calidad de, en nombre y representación de la Entidad abajo señalada, a los efectos previstos en la letra b) del apartado 2 del artículo 2.º del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto («Boletín Oficial del Estado» del 9), sobre procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en Anotaciones a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente,

Certifico:

1. Que el nombre o razón social de la Entidad que represento es:
2. Que su residencia fiscal es la siguiente:
3. Que la Entidad que represento está inscrita en el Registro de (país, Estado, ciudad), con el número
4. Que la Entidad que represento está sometida a la supervisión de (Organo supervisor) en virtud de (normativa que lo regula).
5. Que, de acuerdo con los registros de la Entidad que represento, la relación de titulares adjunta a la presente certificación, comprensiva del nombre de cada uno de los titulares no residentes, su país de residencia y el importe de los correspondientes rendimientos, es exacta, y no incluye personas o Entidades residentes en España o en los países o territorios que tienen en España la consideración de paraíso fiscal de acuerdo con las normas reglamentarias en vigor.

Lo que certifico en a de de 19.....

RESOLUCION DE LA DIRECCION GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA DE 24 DE SEPTIEMBRE DE 1991 RELATIVA AL PROCEDIMIENTO DE PAGO DE INTERESES A NO RESIDENTES QUE INVIERTAN EN DEUDA DEL ESTADO ANOTADA SIN MEDIACION DE ESTABLECIMIENTO PERMANENTE (BOE de 28 de septiembre, y corrección de errores, BOE del 11 de octubre)

El artículo 2.^º, apartado 2, letra *b*), del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto («Boletín Oficial del Estado» del 9), por el que se establece el procedimiento de pago de intereses de Deuda del Estado en anotaciones a los no residentes, faculta al Director general del Tesoro y Política Financiera a determinar las Entidades que tendrán la consideración de Entidades de compensación y depósito de valores a efectos de la aplicación del procedimiento contenido en dicho Real Decreto.

El apartado 3 del mismo artículo habilita al Director general del Tesoro y Política Financiera para autorizar a las citadas Entidades a remitir directamente a la Central de Anotaciones del Banco de España, en vez de a la Entidad gestora a través de la cual actúen en España, la certificación del nombre y residencia fiscal de cada titular de los valores a que alude el artículo 2.^º, apartado 1, *b*), del citado Real Decreto.

En su virtud, esta Dirección General ha resuelto:

Primero.—Tendrán la consideración de Entidades de compensación y depósito de valores a los efectos previstos en el Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, y en la Orden de 16 de septiembre que lo desarrolla, las Entidades «Euroclear» y «Cedel».

Segundo.—Las Entidades citadas en el apartado anterior podrán remitir directamente a la Central de Anotaciones del Banco de España, en los plazos previstos en la Orden de 16 de septiembre, la relación a la que alude el apartado primero, letra *b*), del artículo 1.^º del Real Decreto 1285/1991, de 2 de agosto, así como la documentación justificativa de la residencia de cada inversor no residente.

ORDEN DE 20 DE ENERO DE 1993, POR LA QUE SE DISPONE LA CREACION DE DEUDA DEL ESTADO DURANTE 1993 Y ENERO DE 1994 Y SE DELEGAN DETERMINADAS FACULTADES EN EL DIRECTOR GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA (BOE de 23 de enero, Corrección de errores, BOE de 3 de marzo. Modificada por Orden de 24 de enero de 1994, BOE de 26 de enero)

El artículo 104 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, establece las facultades del Ministro de Economía y Hacienda en relación con la emisión, colocación y gestión de la Deuda Pública, cuya emisión o contracción habrá de autorizar, en todo caso, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 101, número siete, de la misma Ley y cuyo ejercicio habrá de realizarlo dentro de los límites de creación de Deuda y de acuerdo con los criterios generales que el Gobierno determine. Habiendo fijado el Real Decreto 43/1993, de 15 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1993 como límite el establecido en el artículo 48 de la Ley 39/1992, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1993 y determinado como criterios los mismos que ya venían rigiendo, es preciso proceder a autorizar la emisión o contratación de la Deuda del Estado durante 1993 y, de acuerdo con lo establecido en el número 10 del artículo 104 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, durante enero de 1994.

Cabe destacar entre los criterios la debida continuidad en los instrumentos y procedimientos, conservando la posibilidad de incorporar cualquier novedad que pueda mejorar el funcionamiento de los mercados de Deuda. Por ello, resulta conveniente mantener el marco establecido en la Orden de 22 de enero de 1992, modificándolo en los extremos que son aconsejables y, en particular, en lo relativo a los Pagares del Tesoro y Deuda Especial del Estado, cuya emisión ha concluido.

Por consiguiente, de acuerdo con los criterios establecidos por el Gobierno, he dispuesto:

1. Importe de la Deuda a emitir

1.1. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera emitirá durante 1993, en nombre del Estado y por mi delegación, Deuda del Estado, con arreglo a lo que se dispone en los números posteriores de esta Orden, por el importe nominal que resulte aconsejable en función de la situación de financiación del Estado, de las peticiones de suscripción recibidas, de las condiciones de las mismas y de las generales de los mercados, de modo que sumando lo emitido o contraído en enero de 1993, en virtud de lo dispuesto en el número 1.2 de la Orden de 22 de enero de 1992, por la que se dispone la emisión de Deuda del Estado durante 1992 y enero de 1993 y se delegan determinadas facultades en el Director General del Tesoro y Política Financiera, y lo que se emita o contraiga durante todo el año en curso en todas las modalidades de Deuda del Estado, no supere el límite de incremento que para la citada Deuda establece el artículo 48 de la Ley 39/1992, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1993.

1.2. De acuerdo con lo previsto en el número 10 del artículo 104 de la Ley 11/1977, General Presupuestaria, según texto refundido aprobado por el Real Decreto

Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, la autorización al Director General del Tesoro y Política Financiera para emitir o contraer Deuda del Estado contenida en el apartado anterior se extenderá al mes de enero de 1994, en las condiciones establecidas en el número y artículo citados, hasta el límite del 15 por 100 del autorizado para 1993, computándose los importes así emitidos dentro del límite autorizado para 1994 por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para dicho año.

2. Formalización de la Deuda a emitir

La Deuda del Estado en pesetas que emite el Director General del Tesoro y Política Financiera adoptará una de las siguientes modalidades: Letras del Tesoro, Bonos del Estado y Obligaciones del Estado.

2.1. Letras del Tesoro: Recibirá esta denominación la Deuda del Estado:

- a) Emitida al descuento.
- b) A plazo no superior a dieciocho meses.
- c) Cuyo valor nominal unitario sea de 1.000.000 de pesetas, y
- d) Emitida para su uso como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios, según lo previsto en el número 2 del artículo 11 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, sin perjuicio de que los fondos obtenidos por su emisión se apliquen a cualquiera de los destinos previstos en el número 9 del artículo 101 de la Ley General Presupuestaria.

2.2. Bonos del Estado y Obligaciones del Estado:

a) La Deuda del Estado recibirá la denominación de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado según que su plazo de vida se encuentre entre dos y cinco años o sea superior a este plazo, respectivamente. Podrá, asimismo, denominarse Bonos del Estado la Deuda a plazo inferior que no sea emitida para su uso como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios. No obstante, para facilitar la gestión de las operaciones de amortización y emisión y la agregación de emisiones, el plazo de vida podrá diferir de los años exactos en los días que sea preciso sin que por ello necesariamente haya de cambiarse la denominación.

b) El valor nominal unitario de los Bonos del Estado y de las Obligaciones del Estado será de 10.000 pesetas.

c) El valor de amortización será la par, salvo que en la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por la que se disponga la emisión se fije un valor distinto o se trate de amortización anticipada por canje. Se autoriza al Director General del Tesoro y Política Financiera para agrupar los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado bajo la denominación de Bonos del Tesoro u otra que resulte aconsejable para identificar Deuda de esas características, de acuerdo con la práctica de los mercados nacionales o internacionales.

3. Representación de la Deuda

3.1. La Deuda del Estado que se ponga en circulación en virtud de lo previsto en esta Orden estará representada exclusivamente en anotaciones en cuenta.

3.2. De acuerdo con lo previsto en el artículo 5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, con-

tinuarán llevándose a cabo transformaciones de títulos físicos, fungibles o no, en anotaciones en cuenta, pero no se tramitarán transformaciones de anotaciones en cuenta a títulos físicos.

4. Otras características

4.1. Fechas de emisión y amortización.

4.1.1. La Deuda que se emita tendrá las fechas de emisión y amortización que determine el Director general del Tesoro y Política Financiera en la Resolución por la que se disponga la emisión.

4.1.2. Este podrá, asimismo, establecer una o más fechas en que el Estado, los tenedores, o uno y otros, puedan exigir la amortización de la Deuda antes de la fecha fijada para su amortización definitiva, debiendo en tal caso fijar el precio al que se valorará la Deuda a efectos de su amortización en cada una de esas fechas.

4.1.3. El ejercicio del derecho a la amortización anticipada se ejercerá, salvo que la emisión tenga establecido procedimiento especial y propio más favorable para el tenedor, como se expone a continuación:

a) Cuando el derecho lo ejerza el Estado, la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera mediante la que se disponga el reembolso anticipado de una emisión de Deuda del Estado habrá de publicarse al menos con dos meses de antelación a la fecha en que el reembolso ha de tener lugar. La presentación de facturas para el reembolso se hará en los plazos y por los procedimientos habituales.

b) El Banco de España hará públicos los datos identificativos de la Deuda cuyo reembolso anticipado se ha dispuesto, de modo análogo a los resultados de los sorteos de amortización de Deuda Pública.

c) Cuando la opción de amortización anticipada conforme a las normas de creación o contracción de la Deuda se ejerza por los tenedores, éstos habrán de presentar las facturas correspondientes en los plazos y por los procedimientos habituales para el reembolso, pero en ningún caso se aceptarán las presentadas con posterioridad a la fecha fijada para la amortización anticipada en las normas de emisión de la Deuda o en las que tal opción de amortización anticipada se estableció.

d) En virtud de lo establecido en el número 6 del artículo 104 de la Ley General Presupuestaria, texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, y en la letra f) del artículo segundo del Real Decreto 33/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1994 (1), el procedimiento establecido en las letras a), b) y c) procedentes será de aplicación para el ejercicio de la opción de amortización anticipada de las Deudas asumidas por el Estado, aun cuando lo asumido sea sólo la carga financiera, salvo que el modo de ejercicio de la opción recogido en la regulación originaria de la emisión sea más favorable para el tenedor. Asimismo, la celebración y publicación de resultados de los sorteos de amortización de dichas Deudas se acomodarán a lo establecido para la Deuda emitida por el Estado, sin perjuicio de que cuando resulte conveniente y no se dañen derechos de los tenedores se mantenga el procedimiento aplicado antes de la asunción por el Estado.

(1) Orden de 24 de enero de 1994.

La amortización anticipada de la Deuda Especial del Estado se efectuará conforme a su propia normativa de emisión y con sujeción a los procedimientos operativos establecidos por el Banco de España.

4.2. Procedimiento de emisión.—La emisión la efectuará el Director general del Tesoro y Política Financiera por uno de los procedimientos siguientes o una combinación de los mismos, sin perjuicio de lo dispuesto en la Orden de 24 de julio de 1991 de Entidades Creadoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

4.2.1. Mediante subasta competitiva, según se establece en los apartados 5.3 a 5.8. Esta podrá ir seguida de un período de suscripción pública al que se refiere el apartado 5.9.

4.2.2. Mediante oferta pública una vez fijadas todas las condiciones de la emisión, excepto, si se juzga conveniente, el importe a emitir.

4.2.3. Exclusivamente durante 1993, mediante entrega al Banco de España, a petición de éste, sin subasta previa, para su mantenimiento en cartera o ulterior cesión. La Deuda del Estado que se ceda corresponderá a una ampliación de la emisión resultante de la última subasta celebrada o a una nueva emisión de iguales características. El precio a pagar se determinará de modo que el rendimiento interno en Bonos y Obligaciones del Estado y el interés efectivo equivalente para Letras del Tesoro sea el mismo que si se hubiese suscrito al precio mínimo aceptado en la última subasta celebrada, siempre que los valores adjudicados en aquélla no se hubiesen puesto en circulación. En otro caso, el precio será el medio registrado en el día que se fije en el mercado organizado por la Central de Anotaciones para Deuda de características y plazo similares.

4.2.4. Mediante métodos competitivos entre un número restringido de Entidades autorizadas a mediar en la colocación de valores que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en el mercado secundario.

A tal fin, el Director general del Tesoro y Política Financiera podrá firmar con la Entidad o Entidades seleccionadas o adjudicatarias los Convenios y contratos pertinentes. En los mismos se determinarán los procedimientos de la subasta en cuanto no sean de aplicación los descritos en los apartados 5.3 a 5.8, así como la forma y la medida en que sea de aplicación a la colocación de estas emisiones lo previsto en los apartados 5.1 y 5.2 y cuanto sea preciso, en suma, para llevar a término la emisión. En particular podrá, si lo estima conveniente, seleccionar Entidades agentes atendiendo a criterios financieros, de capacidad comercial o de potenciación de los mercados de Deuda, cuyas funciones terminarán, prorratoe incluido en su caso, con el ingreso del importe de la emisión en la cuenta del Tesoro en el Banco de España en la fecha fijada.

4.3. Tipo de interés y pago de cupones.

4.3.1. Las Letras del Tesoro se emitirán al descuento, determinándose su precio de adquisición bien mediante subasta, bien por el Director general del Tesoro y Política Financiera.

4.3.2. Los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado se emitirán con el tipo de interés nominal que determine el Director general del Tesoro y Política Financiera.

El período de devengo del primer cupón pospagado se incrementará o reducirá en los días necesarios para que los restantes períodos de cupón sean completos y el vencimiento del último de ellos coincida con la fecha de amortización final.

El Director general del Tesoro y Política Financiera podrá, asimismo, disponer que estos valores adopten, dentro de la legislación fiscal vigente, la forma de cupón cero o cupón único o incorporen cualquiera de las características especiales, tales como lotes u otras ocasionalmente utilizadas en estos mercados. La denominación de los valores se podrá modificar para dar cuenta de tales formas o características especiales.

4.4. Restantes características.

4.4.1. La Deuda del Estado que se emita por esta Orden tendrá todas las garantías, inmunidades y privilegios propios de la Deuda del Estado.

4.4.2. La Deuda del Estado que se emita podrá utilizarse como garantía en operaciones de crédito con el Banco de España, computándose la Deuda por el valor que éste determine. Para la constitución de estas garantías podrán utilizarse los procedimientos de inmovilización de saldos que, de acuerdo con lo dispuesto en el punto 2 del artículo 17 de la Orden de 19 de mayo de 1987, tenga establecidos la Central de Anotaciones.

5. Procedimiento de suscripción pública de la Deuda del Estado

Sin perjuicio de lo previsto en el apartado 4.2.4:

5.1. El Banco de España actuará de Agente del Tesoro Público en la suscripción de la Deuda del Estado.

5.2. Sin perjuicio de lo dispuesto en la Orden de 24 de julio de 1991, relativa a Entidades Creadoras del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, cualquier persona física o jurídica podrá formular petición de suscripción de la Deuda del Estado cuya emisión se dispone. Tales peticiones se considerarán compromisos en firme de adquisición de la Deuda solicitada, de acuerdo con las condiciones de la emisión, y su no desembolso íntegro en las fechas establecidas a tal efecto en la normativa de la emisión, dará lugar a la exigencia de la correspondiente responsabilidad, o, en su caso, a la pérdida de las cantidades que se exijan como garantía, en la forma prevista en la letra e) del apartado 5.8.4. Las peticiones se presentarán por alguno de los procedimientos siguientes y observando las normas establecidas o que se fijen para cada uno de ellos:

a) Participando en las subastas competitivas que se regulan en los apartados 5.3 a 5.8, o adquiriéndolos en los períodos y en las condiciones que se determinen por el Director general del Tesoro y Política Financiera de acuerdo con lo previsto en el apartado 4.2.2 precedente o en la Orden de 24 de julio de 1991.

b) Los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado, además, suscribiéndolos en el período de suscripción que describe el apartado 5.9, cuando exista.

5.3. Celebración de las subastas.

5.3.1. La Deuda del Estado se subastará tantas veces como sea preciso para cumplir los objetivos establecidos para la misma en la Ley General Presupuestaria y demás normas que autorizan su creación. Serán subastas ordinarias las que tengan lugar con periodicidad pre-

establecida, que como mínimo será: Cada dos semanas para las Letras del Tesoro, mensualmente para los Bonos del Estado y cada dos meses para las Obligaciones del Estado. Fuera de la periodicidad establecida podrán convocarse subastas especiales.

La Dirección General del Tesoro y Política Financiera podrá modificar la periodicidad expuesta, a la vista del desarrollo de las emisiones durante el año y de la puesta en emisión de nuevas modalidades de Deuda o de instrumentos a diferentes plazos dentro de las modalidades hoy existentes o de las condiciones de los mercados.

5.3.2. Las subastas de una u otra clase se convocarán mediante Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que se publicará en el «Boletín Oficial del Estado».

5.3.3. Tanto en unas como en otras subastas podrán ponerse en oferta ampliaciones de emisiones anteriores o nuevas emisiones.

5.4. Contenido de las Resoluciones.

Las Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por las que se convoquen subastas determinarán, como mínimo:

- a) Las fechas de emisión y amortización de la Deuda del Estado que se emita.
- b) La fecha y hora límite de presentación de peticiones en las oficinas del Banco de España.
- c) La fecha de resolución de las subastas.
- d) La fecha y hora límite de pago de la Deuda del Estado adjudicada en las subastas.
- e) El importe nominal de la Deuda ofrecida en subasta, cuando se desee comunicar al mercado tal información antes de aquélla, pudiendo establecerse la cantidad ofrecida para una subasta o para varias subastas del mismo o distintos instrumentos.
- f) El valor nominal mínimo de las ofertas, cuando haya de ser superior a 500.000 pesetas en subastas de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado y a 1.000.000 de pesetas en subastas de Letras del Tesoro. El valor mínimo de las ofertas no será superior a 1.000 millones de pesetas.
- g) La posibilidad o imposibilidad de presentación de peticiones no competitivas.

Cuando las subastas que se convoquen sean de Bonos del Estado u Obligaciones del Estado, las Resoluciones determinarán en su caso, además:

- a) Tipo de interés nominal anual y fechas de pagos de los cupones.
- b) Quiénes y en qué fecha tendrán opción de amortización anticipada.

Las Resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por las que se convoquen subastas especiales determinarán, además de las condiciones expuestas en los párrafos precedentes, el carácter especial de la subasta.

Podrán unas y otras Resoluciones especificar otras condiciones adicionales, supeditando incluso la validez de las ofertas a su cumplimiento. En particular, podrá establecerse con carácter general el importe máximo con-

junto de las peticiones que cada suscriptor pueda presentar en el período posterior a las subastas de Bonos y Obligaciones del Estado, sin perjuicio de que, para períodos concretos, pueda establecer un importe máximo distinto al resolver la subasta correspondiente.

5.5. Valor mínimo de las ofertas.

Cualquier persona física o jurídica podrá presentar ofertas en las subastas. Cada una de ellas, salvando lo dispuesto en 5.4.f), habrá de estar formulada por un valor nominal mínimo de 1.000.000 de pesetas en las subastas de Letras del Tesoro y de 500.000 pesetas en las de Bonos del Estado y Obligaciones del Estado, o en múltiplos de dichos valores mínimos según la subasta de que se trate. No obstante, las peticiones no competitivas para las subastas de Bonos o de Obligaciones del Estado se harán por un valor mínimo de 10.000 pesetas y en múltiplos de dicha cantidad.

5.6. Clases de ofertas.

Se podrán formular las siguientes clases de ofertas:

5.6.1. Ofertas competitivas: Son aquellas en que se indica el precio que se está dispuesto a pagar por la Deuda que se solicita, expresado en tanto por ciento sobre el valor nominal del siguiente modo:

Subastas de Letras del Tesoro: Tanto por ciento con dos decimales, el último de los cuales habrá de ser cero o cinco.

Subastas de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado: Tanto por ciento cuya parte decimal, de existir, habrá de coincidir con octavos de punto porcentual.

El Director general del Tesoro y Política Financiera podrá variar la forma de expresar el precio en las subastas cuando sea conveniente en razón del plazo del activo, por ser de cupón cero o porque otra circunstancia así lo aconseje.

«Las ofertas de esta clase que no especifiquen el precio solicitado se considerarán nulas a todos los efectos. El Director general del Tesoro y Política Financiera podrá limitar el número y el importe máximo de las ofertas competitivas que cada participante en la subasta pueda presentar, así como fijar un precio mínimo, para tenerlas por válidamente presentadas a la misma» (1).

5.6.2. Ofertas no competitivas: Son aquellas en que no se indica precio. El importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por cada postor no podrá exceder de 25.000.000 de pesetas.

5.7. Presentación y contenido de las ofertas.

5.7.1. Tanto las peticiones competitivas como, en su caso, las no competitivas se presentarán en el Banco de España directamente o a través de cualquiera de las entidades o personas enumeradas en el apartado 5.9.2, que se encargará de realizar todos los trámites necesarios en el Banco de España, en Madrid o en sus sucursales, debiendo obrar en poder del mismo en la fecha y hora señaladas en la Resolución por la que se convocó la subasta. No se admitirán ofertas presentadas posteriormente. Cuando el presentador sea Entidad Gestora o Titular de Cuenta en la Central de Anotaciones, observará los formatos y procedimientos que tenga establecidos la Central de Anotaciones; cuando el presentador sea

(1) Nueva redacción, Orden de 24 de enero de 1994.

Entidad comprendida en el apartado 5.9.2, que no sea Entidad Gestora o titular de cuentas en la Central, habrá de observar los procedimientos que tenga establecidos o establezca el Banco de España. En otro caso, el presentador utilizará los impresos y sobres que el Banco de España facilitará al efecto, haciendo figurar claramente en el exterior de estos últimos los datos identificativos de la Deuda y de la subasta a la que se concurre.

5.7.2. En las ofertas figurarán el nombre y apellidos o razón social del oferente, el número de su documento nacional de identidad o de identificación fiscal, según esté establecido, así como su domicilio completo.

5.7.3. Las ofertas especificarán el valor nominal total que se solicita en suscripción y, en el caso de las competitivas, el precio a pagar por la deuda, según se indicó en los apartados 5.5 y 5.6, respectivamente.

5.7.4. Las ofertas especificarán la Entidad Gestora depositaria si el presentador no fuese Titular de Cuentas en la Central de Anotaciones. En este último caso, el Banco de España entregará acuse de recibo de las peticiones presentadas y comunicará la Deuda adjudicada a la Entidad Gestora designada como depositaria, cuando sea distinta del propio Banco.

5.7.5. Las peticiones de los suscriptores que no sean titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, que se presenten en las oficinas del Banco de España por quien no sea Entidad Gestora o titular de cuentas en la Central de Anotaciones, deberán acompañarse de un resguardo justificativo de haber depositado en las mismas el 2 por 100, como mínimo, del nominal solicitado. En todo caso, el 2 por 100 del total nominal solicitado en todas las peticiones presentadas directamente tendrán la consideración de garantía a efectos de lo dispuesto en la letra e) del apartado 5.8.4. El ingreso deberá realizarse en metálico, mediante orden de adeudo en cuenta corriente de efectivo en la sucursal del Banco de España receptora de la oferta o mediante cheque contra cuenta corriente en Entidad de depósito de la plaza, o cuya compensación se realice a través de la cámara de compensación provincial en que lo haga aquella sucursal. El ingreso mediante cheque se hará con antelación suficiente para que sea posible constatar el buen fin del cheque antes del cierre del plazo de presentación de ofertas y sólo cuando se produzca aquella circunstancia la oferta se dará por válidamente presentada.

Los depósitos mencionados se constituirán a disposición del Director general del Tesoro y Política Financiera y formarán parte del pago en el caso de que la oferta resulte aceptada. Si la subasta se declarase desierta o cuando no fuera aceptada la oferta se devolverá al peti-
cionario el depósito previamente constituido, aun cuando la oferta haya sido presentada en razón de lo previsto en el 5.8.4.e). La devolución la ordenará el Banco de España el primer día hábil siguiente al de la resolución de la subasta, debiendo efectuarla las Entidades afectadas en el plazo más breve posible mediante abono en la cuenta corriente o libreta de ahorros señalada al efecto.

5.8. Resolución de las subastas.

5.8.1. Competencia y publicidad.

La resolución de las subastas se efectuará por el Director general del Tesoro y Política Financiera, a propuesta de una Comisión integrada por los representantes de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y dos

representantes del Banco de España. Entre los primeros figurará un representante de la Intervención Delegada de la Dirección General citada.

5.8.2. Procedimiento, criterio y precio de suscripción.

a) Subasta de Letras del Tesoro: Recibidas las solicitudes y cerrado el plazo de presentación de peticiones correspondientes a cada subasta, el Director general del Tesoro y Política Financiera, a propuesta de la Comisión indicada en el apartado 5.8.1 anterior, determinará, una vez clasificadas las peticiones competitivas de mayor a menor precio ofrecido, el volumen nominal o efectivo que desea emitir, fijándose así el precio mínimo aceptado de esta clase de peticiones, y quedando, por consiguiente, automáticamente adjudicadas todas las peticiones cuyo precio ofrecido fuese igual o mayor que el mínimo aceptado, salvo que para dicho mínimo se decidiese limitar la adjudicación. En este último caso, una vez fijado el importe nominal exento de prorrataeo al precio mínimo aceptado, se efectuaría un reparto proporcional a los nominales no exentos de cada una de estas peticiones. El precio a pagar por las Letras del Tesoro correspondientes a las peticiones competitivas que hayan resultado aceptadas en la subasta será el precio ofrecido, cuando éste fuese inferior al precio medio ponderado redondeado por exceso a tres decimales, y este último, cuando el precio ofrecido fuese igual o mayor.

Las peticiones no competitivas se aceptarán en su totalidad siempre que haya sido aceptada alguna petición competitiva. El precio de adjudicación de las Letras del Tesoro correspondientes a esta clase de peticiones será el precio medio ponderado redondeado por exceso a tres decimales.

b) Subastas de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado: Conocida la propuesta de la Comisión a que se refiere el apartado 5.8.1 anterior.

b.1) El Director general del Tesoro y Política Financiera resolverá el límite disponible para la subasta y, en su caso, para el período de suscripción posterior, y el precio mínimo aceptado en la subasta.

b.2) Fijados estos extremos, todas las ofertas realizadas a precio igual o superior quedarán aceptadas, prorrateadas en su caso, y rechazadas las que ofrecían precio inferior.

b.3) Con las ofertas competitivas aceptadas se procederá a determinar el precio medio ponderado resultante expresado en porcentaje del valor nominal redondeado, por exceso a tres decimales (1).

b.4) El precio de suscripción de la Deuda se determinará como sigue: Para todas las peticiones cuyo precio ofrecido fuese igual o superior al precio medio ponderado redondeado, el precio de suscripción será dicho precio medio. Para todas las peticiones cuyo precio ofrecido fuese inferior al precio medio ponderado redondeado y superior o igual al precio mínimo aceptado, el precio de suscripción será el precio ofrecido. Las peticiones no competitivas se aceptarán en su totalidad siempre que haya sido aceptada alguna petición competitiva. El precio de adjudicación de los valores correspondientes a esta clase de peticiones será el precio medio ponderado redondeado.

(1) Orden de 24 de enero de 1994.

5.8.3. Publicidad de los resultados de la subasta.

a) El resultado de la resolución de la subasta se publicará por el Banco de España y por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera el día que se haya fijado en la Resolución que le convocó y posteriormente a través de los medios que oportunamente se determinen. La difusión inmediata de resultados se hará por los procedimientos que garanticen mayor igualdad de acceso a los mismos para los operadores.

b) La publicación de los resultados de la subasta incluirá cuando menos, el importe nominal solicitado, el importe nominal adjudicado, el precio mínimo aceptado, el precio medio ponderado de las peticiones aceptadas, el precio o precios a pagar por la Deuda adjudicada y el tipo de interés efectivo equivalente y el rendimiento interno correspondiente a los precios medio ponderado redondeado y mínimo aceptado de las subastas de Letras del Tesoro y de Bonos del Estado u Obligaciones del Estado, respectivamente, y el importe máximo, en su caso, a suscribir en el período de suscripción que puede seguir a las subastas de Bonos del Estado y de Obligaciones del Estado.

Los resultados de las subastas serán, asimismo, hechos públicos mediante Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera publicada en el «Boletín Oficial del Estado».

c) El interés efectivo anual equivalente para las subastas de Letras del Tesoro se calculará mediante la fórmula:

$$P = \frac{1.000.000}{1 + \frac{t i}{360}}$$

cuando las Letras fuesen a plazo igual o inferior a trescientos setenta y seis días, y cuando fuesen a plazo superior mediante la fórmula:

$$P = \frac{1.000.000}{(1 + i)^{\frac{t}{360}}}$$

En ambas, P es el precio mínimo aceptado o medio ponderado redondeado según los casos; t es el número de días que faltan hasta el vencimiento de las Letras; i es el interés efectivo anual.

d) El rendimiento interno correspondiente a los precios mínimo aceptado y medio ponderado redondeado de las subastas de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado se determinará utilizando la fórmula:

$$P = (1 + r)^{-\frac{t}{365}} \left[\frac{\frac{1}{n} / \left[1 - (1 + r)^{\frac{1}{n}} \right]}{(1 + r)^{\frac{1}{n}} - 1} + 100 (1 + r)^{-\frac{Q}{n}} \right]$$

donde P es el precio mínimo aceptado o el precio medio ponderado redondeado; n es el número de cupones pospagados existentes en un año (1 para cupón anual, 2 para cupones semestrales, y así sucesivamente); r es el tipo de interés nominal de la emisión; i es el rendimiento interno de la emisión suscrita a dichos precios; Q es el número total de cupones pospagados que restan hasta el vencimiento de la emisión, y t es el número de días, contados desde la fecha de desembolso, en que el período del pri-

mer cupón pospagado excede del (t) o es inferior al (- t) período completo de cupón.

5.8.4. Pago del nominal adjudicado en la subasta.

a) Si la presentación se hizo directamente por el oferente en el Banco de España, el pago deberá realizarse ingresando en la cuenta del Tesoro en dicho Banco la diferencia entre el precio de suscripción y el importe ingresado a cuenta. El ingreso podrá realizarse, por los medios señalados para el ingreso a cuenta mínimo del 2 por 100, antes de la fecha y hora fijados en la convocatoria de la subasta.

b) Cuando la presentación se hizo por o a través de las Entidades o personas a los que se refiere el apartado 5.9.2 los importes efectivos de las peticiones adjudicadas se adeudarán en la fecha de desembolso en las cuentas corrientes de efectivo designadas como domiciliarias o, en otro caso, los presentadores habrán de ingresar en el Tesoro Público tanto el importe de las suscripciones propias como de las de terceros que hayan canalizado antes de la fecha y hora señaladas para ello en la convocatoria de subasta.

c) Los presentadores a los que se refiere el apartado 5.9.2 entregarán a quienes hayan realizado por su mediación la presentación de ofertas aceptadas, documento en el que figure, al menos, el importe suscrito por su valor nominal y el importe efectivo a ingresar en la cuenta del Tesoro Público.

d) Otro tanto hará el Banco de España respecto a los suscriptores que hicieron la presentación directamente y situará las anotaciones correspondientes a la Deuda adjudicada en las cuentas de terceros de la Entidad Gestora designada por el solicitante o, en su caso, por el presentador.

«e) (1) Cualquier oferta aceptada que en la fecha citada en las letras a) y b) anteriores no se haya hecho efectiva en su totalidad se considerará anulada, con pérdida del 2 por 100 del nominal solicitado ingresado como garantía de dicha oferta. Asimismo, se anularán todas las ofertas realizadas en esa subasta por el mismo oferente, con pérdida del 2 por 100 correspondiente a cada una de ellas. No obstante, por una sola vez para cada oferente, dicho 2 por 100 será aplicado, si el oferente no se opone expresamente, como garantía de peticiones de suscripción de Deuda del Estado de la misma modalidad por importe no inferior a las anuladas: Si son Letras del Tesoro habrán de ser suscritas mediante petición no competitiva en la primera subasta ordinaria de Letras al mismo o similar plazo que se celebre con posterioridad. Si son Bonos u Obligaciones del Estado, en el primer período de suscripción que se abra con posterioridad de igual modalidad de Deuda o, de ser posible más rápidamente, mediante petición no competitiva en la primera subasta ordinaria de la misma modalidad de Deuda. Si el oferente se opone expresamente, y en lo sucesivo cada vez que el mismo oferente no desembolse totalmente en la fecha señalada para ello alguna oferta aceptada, perderá el 2 por 100 correspondiente a cada una de las ofertas que haya presentado en esa subasta.»

5.9. Período de suscripción posterior a la subasta.

5.9.1. Cuando así lo disponga el Director general del Tesoro y Política Financiera al resolver las subastas de

(1) Nueva redacción, Orden de 24 de enero de 1994.

Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado, la publicación de los resultados de las mismas abrirá un plazo de suscripción pública de la Deuda subastada durante el que cualquier persona física o jurídica podrá formular una o más peticiones de suscripción por un importe nominal mínimo de 10.000 pesetas cada una y hasta el límite máximo por suscriptor que haya fijado el citado Director general, que en ningún caso podrá exceder de 25.000.000 de pesetas. El precio de suscripción y el importe a ingresar en el Tesoro Público serán los mismos que para las peticiones no competitivas presentadas en la subasta. El desembolso se efectuará en el momento de formular la petición de suscripción.

5.9.2. Cualquier persona o Entidad interesada en suscribir la Deuda que se emita podrá formular su petición directamente en el Banco de España o a través de alguna de las personas o Entidades siguientes operantes en España: Bancos, Cajas de Ahorros, Caja Postal, Entidades de Crédito Cooperativo, Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero, Sociedades y Agencias de Valores y Corredores de Comercio. Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva o de Fondos de Pensiones y las Sociedades Gestoras de Carteras inscritas en los Registros Oficiales correspondientes podrán efectuar la presentación de las peticiones de suscripción para las Instituciones de Inversión Colectiva, los Fondos de Pensiones a las Carteras que administren.

Las Entidades receptoras de órdenes de adquisición de Deuda habrán de observar con puntualidad lo previsto en el título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Particular diligencia habrán de observar las Entidades Gestoras en la ejecución de las órdenes de sus clientes.

5.9.3. En el momento de la suscripción se entregará a los suscriptores un recibo acreditativo del ingreso correspondiente a la orden citada.

5.9.4. El ingreso en la cuenta del Tesoro en el Banco de España del importe suscrito en el período de suscripción posterior a la subasta habrá de realizarse antes de la fecha y hora a las que se refiere el apartado 5.4.d).

El ingreso sólo tendrá carácter definitivo cuando se haya realizado, en su caso, el prorrato al que se refiere el apartado 6.1 de esta Orden.

6. Otras normas

6.1. Prorrato.

6.1.1. Cuando sea necesario el prorrato, sin perjuicio de lo previsto en el apartado 4.2.4, lo efectuará el Banco de España, aplicando en cuanto sea posible el principio de proporcionalidad entre los nominales solicitados y adjudicados.

6.1.2. Estarán exentas de prorrato, en todos los casos, excepto en las segundas vueltas de las subastas, las peticiones de suscripción en cuanto no excedan de 2.000.000 de pesetas nominales, cantidad que se disminuirá, en su caso, en el número entero de Letras del Tesoro, Bonos del Estado u Obligaciones del Estado que sea necesario para que el importe total emitido no supere el límite fijado en el número 1 o los menores fijados por el Director general del Tesoro y Política Financiera en virtud de lo establecido en el apartado 5.4, letra e), y en el apartado 5.8.3, letra b).

6.1.3. Estarán exentas de prorrato las peticiones de suscripción aceptadas en las subastas, salvo que, una

vez fijado el precio mínimo aceptado en cada subasta, el importe nominal total de las ofertas presentadas a precio igual o superior al mismo rebasase el importe fijado por el Director general del Tesoro y Política Financiera para la misma. En este caso, se procederá al prorrato, que afectará únicamente a las ofertas formuladas a dicho precio mínimo aceptado.

6.1.4. Cuando de la aplicación del coeficiente de prorrato a una petición no resultase un número entero de valores de Deuda del Estado, se atribuirán a ésta los que resulten de redondear por defecto. El total de los valores de Deuda del Estado sobrantes se asignará de uno en uno a las peticiones por orden de mayor a menor cuantía hasta su agotamiento, sin que en ningún caso pueda asignarse a nadie más importe del solicitado.

6.2. Siguiendo instrucciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, el Banco de España difundirá el contenido de las Resoluciones por las que se establezcan las condiciones de las nuevas emisiones de las subastas de Letras del Tesoro, de Bonos del Estado o de Obligaciones del Estado, así como del resultado de las mismas, mediante anuncios en los medios de comunicación, o difusión de información a los mercados, en sus propias oficinas y, cuando se trate del resultado, también en el «Boletín Oficial del Estado». El coste de los mismos se cargará como coste de emisión, rindiéndose su cuenta en la forma establecida y conjuntamente con los restantes gastos. La Dirección General citada podrá desarrollar por sí misma la difusión en los medios citados y en el «Boletín Oficial del Estado», en cuyo caso, el Banco de España limitaría la difusión que realizará a sus propios medios. En cualquier caso, se procurará el uso de medios que, dentro de la agilidad necesaria, faciliten la igualdad de acceso de los operadores a la información.

6.3. (1) Amortización de Deuda en cartera del Banco de España.—De acuerdo con el Banco de España, el Director general del Tesoro y Política Financiera podrá, al amparo de lo dispuesto en el núm. 2 de la letra e) del artículo 2.º, del R. D. 3/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda Pública durante 1994, amortizar anticipadamente la Deuda del Estado que se encuentre en la cartera de dicho Banco en virtud de compra a vencimiento, habilitando si fuera preciso los créditos correspondientes en el Presupuesto del Estado.

El precio de reembolso de las Letras del Tesoro será el medio registrado en el día que se fije en el mercado organizado por la Central de Anotaciones para Letras de plazo similar al de la emisión. En su defecto, se determinará mediante la fórmula:

$$P = \frac{1.000.000}{1 + \frac{t i}{360}}$$

donde P es el precio de reembolso; t es el número de días que faltan hasta el término del plazo por el que fueron emitidas, e / i es el interés, en tanto por uno, implícito en el precio medio registrado el último día de negociación de Letras del Tesoro de plazo similar en el mercado citado.

El precio de amortización de los Bonos del Estado y de las Obligaciones del Estado se determinará actualizando hasta la fecha de amortización el precio correspondiente

(1) Nueva versión, Orden de 24 de enero de 1994.

al tipo medio registrado en el mercado organizado por la Central de Anotaciones en el día que se fije para Deuda de características y plazo similar. Para dicha actualización se utilizará el rendimiento interno de la emisión que se amortiza implícito en el precio medio a actualizar, calculado conforme a lo dispuesto en el apartado 5.8.3, letra d), de esta Orden.

6.4. Pago de intereses y reembolsos por amortización.

6.4.1. Los pagos por amortización, incluidos los intereses implícitos de Letras del Tesoro se realizarán con arreglo a lo dispuesto en los números primero, segundo y tercero de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de julio de 1985. No será, por tanto, de aplicación el procedimiento establecido con carácter general en el número 2 del artículo 15 de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de mayo de 1987.

6.4.2. El pago de los intereses y el reembolso de los bonos y obligaciones que se emitan se realizará según el procedimiento establecido en el artículo 15 de la Orden de 19 de mayo de 1987.

6.5. Contabilización de operaciones y gastos.

6.5.1. La aplicación de los ingresos y gastos originados por emisión y reembolso de la Deuda del Estado a la que esta Orden se refiere y demás conexos se aplicarán a los Presupuestos del Estado, según lo dispuesto en los números ocho y diez del artículo 101 del texto refundido de la Ley 11/1977, General Presupuestaria, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre. Los gastos se aplicarán al Programa 011A del Presupuesto en vigor.

«6.5.2. (1) El Banco de España rendirá cuenta de las operaciones y gastos realizados por cuenta del Tesoro Público, en tanto que su agente en la negociación y gestión de la Deuda del Estado, justificándola debidamente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.»

7. Procedimiento para el ejercicio de la opción de amortización anticipada a voluntad del tenedor

El procedimiento material para el cumplimiento de lo dispuesto en las letras c) y d) del apartado 4.1.3 de esta Orden será el siguiente:

«7.1. (1) Si la Deuda está representada en anotaciones en cuenta en la Central de Anotaciones del Banco de España, la petición de amortización voluntaria habrá de cursarse a dicha Central por los procedimientos habituales, hasta la fecha límite señalada al efecto.

Si, como consecuencia de la transformación de títulos cotizados en las Bolsas en aplicación de lo previsto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, y en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de noviembre de 1993, las anotaciones en cuenta estuviesen registradas en el Servicio de Compensación y Liquidación, el Director general del Tesoro y Política Financiera, previo informe de dicho Servicio, establecerá el procedimiento aplicable.»

7.2. El procedimiento a seguir en el caso de títulos valores será el siguiente:

(1) Nueva versión, Orden de 24 de enero de 1994.

7.2.1. Presentación de títulos al reembolso a través de Banco, Caja de Ahorros, Caja Postal o Entidad depositaria autorizada a efectuar el cobro de intereses de la Deuda Pública sin acompañar los efectos en el plazo establecido a tal fin:

a) Los títulos destinados por sus tenedores, en tiempo oportuno y debida forma, a la amortización voluntaria no podrán ser objeto de transmisión desde el momento en que éstos hayan comunicado su decisión de amortizarlos a la Entidad bancaria o de depósito que hayan elegido para realizar los trámites oportunos.

Estas Entidades procederán desde ese momento a la inmovilización de los títulos afectados que habrán de estar físicamente en su poder.

b) Las Entidades depositarias presentarán tales títulos en la Subdirección General de Deuda Pública, en el plazo fijado, por el procedimiento establecido para reclamar el reembolso de capitales.

c) Las Entidades depositarias adheridas al sistema de liquidación y compensación de operaciones de Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, creado por el Decreto 1128/1974, desarrollado por Orden de 20 de mayo de 1974 —derogados por el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles que, no obstante, prevé la utilización transitoria del sistema regulado por las normas citadas—, remitirán a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores hasta la fecha tope que se fije para la presentación de las facturas, certificación, debidamente autorizada, de las referencias técnicas que amparan los títulos fungibles incluidos en el sistema citado y cuya amortización se reclama. A cada Sociedad Rectora se la enviarán las referencias técnicas tramitadas en su día a través de la misma.

Igualmente, cada Entidad adherida certificará con las mismas formalidades ante la Sociedad Rectora que desee la numeración de los títulos presentados a amortizar incluidos en el sistema de liquidación y compensación de operaciones.

d) Cuanto la amortización voluntaria diese lugar al reembolso parcial de alguna lámina, las Entidades depositarias habrán de presentarla acompañada de escrito, debidamente autorizado, dirigido al Subdirector general de Deuda Pública en el que se hagan constar los datos identificativos de la lámina y las numeraciones que han de darse de baja en la misma. La citada Subdirección General procederá a diligenciar la lámina haciendo constar la numeración de los títulos que se han presentado a reembolso y devolverá la lámina a la Entidad presentadora.

e) Inmediatamente después de quedar finalizado el reembolso de capitales correspondiente a la amortización voluntaria, las entidades depositarias procederán a dar de baja en sus archivos mecanizados de capitales e intereses a las numeraciones de los títulos reembolsados.

7.2.2. Presentación al reembolso directamente por particulares: Cuando los títulos estén en poder de sus tenedores y éstos realicen directamente la presentación, observarán lo siguiente:

a) Los particulares residentes en Madrid deberán presentar las facturas en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, Subdirección General de Deuda Pú-

blica. Los particulares residentes en las restantes provincias las presentarán en las Delegaciones Provinciales de Economía y Hacienda.

b) Las facturas deberán ir acompañadas de la póliza de suscripción o compra y lámina o láminas que agrupen los correspondientes títulos.

c) Si el reembolso de la lámina es total, las Delegaciones Provinciales de Economía y Hacienda remitirán a esta Dirección General factura, póliza de suscripción o compra y lámina correspondiente.

d) Si el reembolso de la lámina es parcial, es decir, en el caso de que los títulos cuyo reembolso se solicite no completen una lámina, la Subdirección General de Deuda Pública o la Delegación Provincial de Economía y Hacienda procederán a diligenciar en la póliza y lámina correspondiente, que se devolverán al interesado, la numeración de los títulos que se presenten al reembolso. En este supuesto, las Delegaciones Provinciales de Economía y Hacienda remitirán solamente la factura, diligenciada en los mismos términos que la póliza y la lámina, a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

7.3. La Dirección General citada comunicará al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores las numeraciones de los títulos presentados a amortización voluntaria con expresión, en su caso, de la Entidad presentadora de cada uno de ellos.

7.4. Finalizada la operación de amortización voluntaria, la misma Dirección General publicará la numeración de los valores amortizados en el «Boletín Oficial del Estado».

8. Delegaciones de competencias

Se delega en el Director general del Tesoro y Política Financiera:

8.1. La facultad para acordar, disponer y realizar todos los gastos, incluidos los de publicidad y promoción, que origine la emisión de Deuda autorizada por la presente Orden y la correspondiente facultad de contratación, cualquiera que sea la cuantía, en el ámbito de las facultades del Departamento.

8.2. Las facultades concedidas al Ministro de Economía y Hacienda por los números 3, 4, 5, 6 y 8 del artículo 104 de la Ley 11/1977, General Presupuestaria, en el texto refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, así como las concedidas por la letra g), del número 2 del artículo 68 de la misma Ley en relación con los créditos a los que se refiere el anexo II, primero, uno, letra c), de la Ley 39/1992, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1993, en cuanto se refieran a Deuda Pública en sus distintas modalidades emitida o asumida por el Estado y las previstas en la letra b) del número 2 del artículo 68 y en la letra a) del número 1 del artículo 69, ambos de la citada Ley General Presupuestaria, cuando la transferencia de crédito se efectúe entre créditos de la Sección 06 «Deuda Pública», según prevé la regla cuarta del número uno del artículo 8 de la Ley 39/1992.

El procedimiento y los plazos para exigir la amortización anticipada por parte del Estado o de los tenedores de la Deuda se acomodará a lo dispuesto en el apartado 4.1.3 y en el número 7 de esta Orden.

Se dará cuenta a la Dirección General de Presupues-

tos de las habilitaciones y modificaciones de crédito autorizadas en uso de esta delegación.

8.3. Las facultades contenidas en los números 1 y 2 del artículo 104 de la Ley General Presupuestaria en cuanto se refieran a instrumentos de Deuda del Estado en pesetas distintos de Letras del Tesoro, Bonos del Estado y Obligaciones del Estado.

8.4. Las facultades contenidas en los números 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 y 8 del artículo 104 de la Ley General Presupuestaria, con sujeción en todo caso a los límites establecidos en el número 1 de la presente Orden, en relación a las operaciones de financiación en divisas, ya se trate de la emisión de valores, de la contratación de préstamos o de otras operaciones.

8.5. Designar, en su caso, a las personas que en nombre de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera hayan de efectuar ante terceros las comunicaciones relativas a la gestión ordinaria de la Deuda emitida o asumida por el Estado, aun cuando lo asumido sea sólo la carga financiera.

9. Autorizaciones

Se autoriza a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para adoptar las medidas y resoluciones que requiera la ejecución de la presente Orden.

DISPOSICION ADICIONAL

Desempeño de funciones de los Subdirectores generales en casos de vacante, ausencia o enfermedad.

En la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y sin perjuicio de lo dispuesto en la Orden del Ministerio de Hacienda de 17 de septiembre de 1982, sobre la estructura orgánica de la Dirección General del Tesoro, el ejercicio de las funciones propias y delegadas de un Subdirector general en los casos de vacante, ausencia o enfermedad será desempeñado por el funcionario que designe el Director general entre los que ostenten la categoría orgánica de Subdirector general o Subdirector general adjunto.

DISPOSICION FINAL

La entrada en vigor de la presente Orden se producirá el mismo día de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

ORDEN DE 26 DE NOVIEMBRE DE 1993 POR LA QUE SE DISPONE LA REPRESENTACION MEDIANTE ANOTACIONES EN CUENTA DE DETERMINADAS EMISIONES DE DEUDA DEL ESTADO Y SU TRASPASO AL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN ANOTACIONES Y SE MODIFICAN EL ARTICULO 8.^º DE LA ORDEN DE 19 DE MAYO DE 1987 Y LAS FECHAS DE CELEBRACION DE SORTEOS DE AMORTIZACION DE LA DEUDA DEL ESTADO (BOE de 2 de diciembre)

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, extendió a todos los valores la posibilidad de estar representados en anotaciones en cuenta, forma ésta reservada hasta entonces a la Deuda del Estado y a determinadas categorías de valores, cuya incorporación al Mercado de Deuda del Estado en anotaciones contemplaba el propio Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, que lo regulaba.

Pero la Ley del Mercado de Valores no sólo introdujo la anotación en cuenta con carácter general, sino que la instituyó como forma preferente de representación de los valores, incorporando con ello el mercado español a las prácticas acordes con la tecnología actual y exigidas por el crecimiento del volumen de operaciones y la agilidad, eficacia y seguridad de los procesos de compensación y liquidación de un mercado moderno.

Avanzando en la dirección expuesta, el número 5 de la disposición adicional primera del Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, de Sociedades Anónimas, estableció la anotación en cuenta como forma necesaria de representación de las acciones y obligaciones que pretendieran acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial.

El Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, regula en su título primero la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta que, según se recoge en su artículo 43, es aplicable con carácter supletorio a la Deuda Pública y demás valores que se negocien en el mercado de Deuda Pública en Anotaciones. En sus disposiciones transitorias primera a cuarta regula específicamente la transformación en anotaciones en cuenta de títulos fungibles y otros títulos, al portador o nominativos, negociados en Bolsa y de los títulos sujetos a derechos reales o gravámenes particularizando para tales supuestos el procedimiento fijado con carácter general en el artículo 4.^º En la disposición final faculta al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las disposiciones precisas para la ejecución y desarrollo de lo previsto en el Real Decreto citado.

Estando en su fase final la transformación en anotaciones en cuenta de todos los valores negociados en Bolsa, es preciso dictar las normas para que tal transformación se lleve a cabo respecto a las emisiones de Deuda del Estado o asumida por éste de otros emisores, contemplando su incorporación final a la Central de Anotaciones para que de tal transformación e incorporación no se sigan trastornos o alteraciones ni en los mercados de origen y de destino ni en los procesos de gestión de la Deuda.

Por otro lado, habiéndose producido, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 55 de la Ley 28/1989, del Mercado de Valores, la incorporación a la negociación en la

Central de Anotaciones de valores de emisores distintos del Estado, procede modificar el artículo 8.^º de la Orden de este Ministerio de 19 de mayo de 1987 para facilitar a las Entidades gestoras la expedición de resguardos de adquisición de anotaciones en cuenta que, sin merma de sus funciones, reflejen la pluralidad de emisores y se inserten plenamente en los procesos administrativos propios de cada gestora, con la reducción consiguiente del coste global de gestión del mercado.

Por todo lo anterior, en uso de las facultades concedidas al Ministro de Economía y Hacienda en el artículo 104 de la vigente Ley General Presupuestaria —texto refundido aprobado por Real Decreto legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre—, por el artículo 12 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, modificado por el Real Decreto 1009/1991, de 21 de junio, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado y por la disposición final del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, dispongo:

Artículo 1.^º Transformación en anotaciones en cuenta de los títulos fungibles de la Deuda del Estado.
1. Pasarán a estar representadas exclusivamente mediante anotaciones en cuenta en la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones las emisiones de Deuda del Estado, ya sea emitida por el mismo o asumida de otros emisores, cuyos valores tengan la condición de fungibles y reúnan simultáneamente las siguientes circunstancias:

a) Que sean o vayan a ser objeto de negociación en mercado secundario organizado oficial o no oficial.

b) Que sus valores sean, por sus condiciones, susceptibles de estar representados en anotaciones en cuenta en la Central de Anotaciones.

2. Sin perjuicio de lo establecido en el apartado anterior, transitoriamente, los valores procedentes de transformación de emisiones incluidas en el Sistema de Fungibilidad regulado en el Decreto 1128/1974, podrán estar representados en Anotaciones en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores o, en su caso, en los registros de anotaciones propios de otros mercados en los que se negocien. En estos casos, el traspaso a la Central de Anotaciones lo dispondrá la Dirección General del Tesoro y Política Financiera tan pronto como sea posible realizarlo sin que produzcan perturbaciones en los procedimientos de gestión de la Deuda o de los respectivos mercados.

3. Podrán estar representadas en anotaciones en cuenta en los registros propios de los mercados en que se negocian, procedan o no de transformación de títulos, aquellos valores de la Deuda del Estado o de emisiones asumidas por éste cuyas características o condiciones impidan su anotación en la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

La transformación de los títulos a los que se refiere el párrafo precedente que se negocien en la Bolsa se realizará en la fecha y por los procedimientos que establezca el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Corresponderá a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, previo informe favorable del Banco de España y oído, en su caso, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores o el órgano rector del mercado de que se trate, disponer el momento del traspaso a la Central de Anotaciones, una vez que hayan desaparecido

las causas que impedían el registro de las anotaciones en la misma.

Art. 2.^º Transformación en anotaciones en cuenta de los valores de emisiones realizadas por el Estado cotizadas en la Bolsa de Valores al amparo del sistema regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre el Sistema de Liquidación y Compensación de Operaciones en Bolsa y Depósito de Valores Mobiliarios (anexo primero).

1. Para los títulos incluidos en el sistema, la transformación se realizará en la fecha que fije el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de acuerdo con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y la Central de Anotaciones del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Para los títulos no incluidos en dicho sistema, la transformación se realizará en fecha que fije la Central de Anotaciones.

2. La transformación se llevará a cabo con arreglo al procedimiento previsto en el artículo 4.^º del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero. Para ello:

a) La transformación de los títulos de cada emisión se realizará en bloque en las fechas señaladas al efecto para los incluidos y los no incluidos en el sistema.

b) Previamente a la transformación se procederá al arqueo y cuadre del sistema de fungibilidad en numeraciones y referencias técnicas, y se concentrarán los saldos en las entidades adheridas en cuyas cuentas en la Central de Anotaciones, por simultanear la condición de Entidades Gestoras o Titular de Cuentas a nombre propio, hayan de quedar asentados los saldos cuando se traspase el registro a dicha Central. Los títulos transformados quedarán anulados y permanecerán a disposición de la Central de Anotaciones hasta que se ordene su destrucción.

c) Una vez establecidas las numeraciones de los títulos incluidos en el sistema se establecerá, por diferencia hasta el total de la emisión, deducidas, en su caso, las numeraciones correspondientes a las anotaciones registradas en la Central de Anotaciones, las de los no incluidos. Las numeraciones de unos y otros se comunicarán por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores a la Central de Anotaciones. La transformación de estos títulos no incluidos se realizará en la fecha que haya fijado la Central de Anotaciones, quedando anulados los títulos a partir de ese instante, sin perjuicio de que, según prevé el número 4 del artículo 4.^º del Real Decreto 116/1992, se practique la inscripción de la anotación a favor de quien acrede la titularidad del derecho. Esta inscripción sólo se llevará a efecto cuando los títulos y las anotaciones que los han sustituido estén al día en el ejercicio de los derechos.

La Central de Anotaciones establecerá el procedimiento para el cumplimiento de lo previsto en el párrafo anterior, pudiendo exigir la aportación física de los títulos o la certificación responsable de las entidades depositarias, bajo cuya custodia podrán permanecer anulados, a disposición de la Central de Anotaciones, hasta su destrucción.

Art. 3.^º Traspaso a la Central de Anotaciones de las anotaciones en cuenta, asentadas en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, resultantes de la transformación de los títulos fungibles de las emisiones que figuran en el anexo segundo a esta Orden. 1. En la fecha que establezca la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, oídos la Central de Anotaciones y el

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, éste traspasará a aquélla las anotaciones en cuenta resultantes de la transformación a esta forma de representación de las emisiones del Instituto Nacional de Industria, asumidas por el Estado, que figuran en el anexo segundo a esta Orden.

2. El traspaso de las anotaciones se realizará separando las de titularidad conocida de aquéllas, en su caso, cuya titularidad esté pendiente de justificar. Las primeras se agruparán por Entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que tengan la condición de titular la cuenta a nombre propio en la Central de Anotaciones o de Entidad Gestora del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. En el momento del traspaso, las primeras sólo habrán de presentar valores de los que sea titular la propia Entidad, las segundas habrán de separar los valores de la cuenta propia de los de la cuenta de terceros.

Art. 4.^º Transformación en anotaciones en cuenta de determinadas emisiones asumidas por el Estado y negociadas en el mercado secundario organizado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF).

1. En la fecha que, previo informe de la Central de Anotaciones y oídos el órgano rector del mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, como órgano encargado de la llevanza del registro contable, establezca la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, mediante Resolución publicada en el «Boletín Oficial del Estado» al menos un mes antes, la Central de Anotaciones habrá de asentar en sus cuentas las anotaciones en cuenta sustitutivas de los títulos en que hasta esa fecha estarán representados todos los valores integrantes de las emisiones del Instituto Nacional de Industria, asumidas por el Estado, que figuran en el anexo tercero a esta Orden. En el mismo instante quedarán anulados los títulos en que hasta entonces estaban incorporados tales valores, con los efectos previstos en el artículo 4.^º del Real Decreto 116/1992.

2. La Central de Anotaciones establecerá el procedimiento para el cumplimiento de lo previsto en el número 1 de este artículo, pudiendo exigir de las entidades depositarias bien la aportación física de los títulos, bien una certificación, bajo su responsabilidad, en la que se incluirán las numeraciones, de los mantenidos en custodia. Los títulos anulados podrán permanecer, a disposición del Banco de España, en las entidades hasta que se disponga su destrucción.

3. Los miembros del mercado en cuyas cuentas en el registro contable del mercado AIAF figuren anotados los valores habrán de comunicar a la Central de Anotaciones los titulares de cuenta a nombre propio o las Entidades Gestoras en cuyas cuentas hayan de quedar registradas las anotaciones, distinguiendo en el caso de las últimas si han de anotarse en la cuenta propia o en la de terceros. La Central contrastará las certificaciones citadas con la que habrá de recibir del Servicio la Compensación y Liquidación de Valores, como encargado de la llevanza del registro contable, en la que, según dicho registro, figurarán los saldos y numeraciones distribuidos por entidades.

4. La Central de Anotaciones, en su caso, asentará separadamente las anotaciones correspondientes a títulos de los que en la fecha de transformación no haya recibido información de las entidades depositarias y para las

que, por tanto, carezca de información sobre su titularidad.

Art. 5.^º Normas comunes en relación con la titularidad de las anotaciones. 1. Las anotaciones cuyo titular sea desconocido quedarán convenientemente identificadas en la Central de Anotaciones.

Para el reconocimiento de titularidad sobre estas anotaciones será requisito indispensable la presentación de títulos de la misma emisión por importe nominal igual al de las anotaciones cuya titularidad se reivindica con todos los derechos ejercidos hasta la fecha de transformación. Sus numeraciones no habrán de figurar incluidas entre las pertenecientes a títulos transformados en anotaciones con titularidad ya establecida.

2. El ejercicio de los derechos vencidos y no prescritos, tanto anteriores como posteriores a la transformación, de las anotaciones de titular desconocido se realizará por quien reivindica su titularidad a través de la Entidad Gestora en cuya cuenta de terceros haya de quedar anotada la Deuda, a quien habrá entregado los títulos anulados a efectos del reconocimiento de la titularidad de las anotaciones. La Entidad Gestora presentará la correspondiente factura ante la Subdirección General de Deuda Pública acompañada de certificado en el que conste que los títulos han sido entregados a la Central de Anotaciones para justificar la reivindicación de la titularidad de las correspondientes anotaciones.

3. Cuando la transformación afecte a valores sobre los que se hayan constituido garantías, el depositario de los valores, a través de una Entidad Gestora de no serlo él mismo, deberá velar porque las anotaciones en cuenta queden registradas a nombre de su titular y por la continuidad sobre las anotaciones de los derechos establecidos sobre los títulos, haciendo llegar, en su caso, a la persona a favor de quien estaban constituidos el certificado pertinente expedido por la Central de Anotaciones.

4. Las anotaciones cuya titularidad no haya sido reivindicada pasados tres años desde la fecha de transformación serán vendidas conforme prevé el número 5 del artículo 4.^º del Real Decreto 116/1992, sin perjuicio de los plazos de prescripción previstos en las Leyes para los derechos no ejercidos de los títulos de cuya transformación proceden las anotaciones, de los derechos de éstas o del producto de su venta.

5. El traslado del registro contable de las anotaciones desde el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores a la Central de Anotaciones supondrá la exclusión de los valores de la negociación oficial en los mercados a los que corresponde el registro de procedencia.

Art. 6.^º Ejercicio de derechos económicos por el Servicio de Compensación y Liquidación. Se autoriza al Servicio de Compensación y Liquidación a presentar ante la Subdirección General de la Deuda Pública las facturas de intereses o de amortización correspondientes al total de los valores en anotaciones en cuenta de la Deuda del Estado, ya sea emitida por éste o asumida de otros emisores, aun cuando lo asumido sea únicamente la carga financiera, que tenga asentadas en sus registros e identificados sus titulares.

Las facturas y su presentación se ajustarán a las normas que tenga establecidas la Subdirección General citada y vendrán acompañadas de certificación en la que conste el desglose por entidades depositarias del total de

intereses o de capitales que se facturan con indicación de las correspondientes cuentas en el Banco de España en las que ha de realizarse el abono.

Art. 7.^º Sorteos de amortización de las emisiones del Instituto Nacional de Industria asumidas por el Estado.

1. En virtud de lo dispuesto en el artículo 12 del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, los sorteos de amortización de la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta se realizarán con un mes de antelación a la fecha de amortización, o el anterior día hábil si el día que correspondiese fuese inhábil en Madrid.

2. En virtud de lo dispuesto en la letra f) del artículo 2.^º del Real Decreto 21/1991, de 18 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1991, cuyos artículos 2, 3, 4, 5 y 6 son de aplicación durante 1993, según se establece en el Real Decreto 43/1993, de 15 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda del Estado durante 1993, los sorteos de amortización de las emisiones del Instituto Nacional de Industria asumidas por el Estado, pasarán a celebrarse conforme prevé el artículo 2.^º del Real Decreto 1468/1984, de 1 de agosto, por el que se amplían los límites de emisión de Deuda del Estado, interior y amortizable, y se regulan determinados aspectos de las Deudas del Estado y del Tesoro cuando estén representadas en títulos valores y conforme se dispone en el número 1 de este artículo cuando se encuentren representadas en anotaciones en cuenta.

Art. 8.^º Ejecución de lo previsto en los artículos precedentes. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera, el Banco de España, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y Espaclear en sus respectivos ámbitos de actuación, adoptarán las medidas necesarias para la ejecución de lo previsto en la presente Orden.

Art. 9.^º 1. El artículo 8.^º de la Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, quedará en lo sucesivo redactado como sigue:

«1. Las Entidades Gestoras deberán extender y entregar resguardos acreditativos de la formalización de la anotación en cuenta a nombre del titular de los derechos. Dichos resguardos deberán estar codificados de modo que se garantice la correspondencia con los registros de la Entidad Gestora expedidora de los mismos. Los resguardos no serán representativos del valor, ni transmisibles, ni negociables, y sólo acreditarán la formalización de la anotación y su identificación. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera establecerá las especificaciones que deben cumplir estos resguardos.

2. A propuesta de las Entidades Gestoras, previo informe del Banco de España, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera homologará los modelos de resguardos, siempre que cumplan los requisitos y especificaciones que se establezcan, garanticen el buen funcionamiento del sistema y aseguren la defensa de los intereses de los inversores.»

2. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera fijará la fecha a partir de la cual la expedición de resguardos por las Entidades Gestoras habrá de realizarse en los homologados a los que se refiere el número 1 de este artículo. Hasta esa fecha podrán extenderse

sobre los modelos homologados a la fecha de entrada en vigor de la presente Orden o en el que, aprobado hasta ahora con carácter oficial, podrá seguir distribuyendo el Banco de España.

Art. 10. La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

ANEXO I

Emisiones del Estado incluidas en el Sistema de Fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974

Código valor	Emisión
1060	Obligaciones del Estado, 11,70 por 100, emisión 10-3-1986.
1091	Obligaciones del Estado, 9,95 por 100, emisión 30-7-1986.
1092	Obligaciones del Estado Ajust., emisión 30-7-1986.

ANEXO II

Emisiones asumidas del INI incluidas en el Sistema de Fungibilidad y ya transformadas en fecha 22 de febrero de 1993

Código valor	Emisión
00201017	Obligaciones INI, 1. ^a 1986.
00201018	Bonos INI, emisión de noviembre de 1986.
00201019	Bonos INI, emisión de diciembre de 1987.
00201021	Bonos INI, emisión de diciembre de 1988.
00201022	Obligaciones INI, emisión de abril de 1989.
00201023	Obligaciones INI, emisión de noviembre de 1989.
00201024	Bonos INI, emisión de abril de 1990.
00201028	Bonos INI, emisión de junio de 1991.

ANEXO III

Emisiones asumidas del INI que se negocian en el A.I.A.F.

Código valor	Emisión
201031	Obligaciones INI, emisión de marzo de 1992.
201030	Obligaciones INI, emisión de octubre de 1991.

REAL DECRETO 3/1994, DE 14 DE ENERO, POR EL QUE SE DISPONE LA CREACION DE DEUDA PUBLICA, DURANTE 1994 (BOE del 15 de enero, y corrección de errores, BOE del 19 de febrero)

El artículo 46 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994, autoriza al Gobierno para que, a propuesta de Ministro de Economía y Hacienda, incremente la Deuda del Estado durante 1994, de modo que su saldo vivo al término del año no exceda del existente a 1 de enero del mismo año en más de 4.031.046.098 miles de pesetas. El número dos del mismo artículo precisa la efectividad temporal del límite y las causas por las que se revisará automáticamente.

Por otra parte, el artículo 47 de la Ley citada autorizada a concertar operaciones de crédito durante 1994, a los organismos y entidades y por los importes que figuran en el anexo III de la misma.

La plena aplicación a partir de 1 de enero de 1994 de las previsiones del artículo 104 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea en la redacción dada por el Tratado de la Unión Europea de 7 de febrero de 1992, aconseja facilitar el tránsito a la nueva situación habilitando, sin demoras, la utilización de las autorizaciones para contraer Deuda del Estado o de los organismos contenidas en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

Corresponde al Gobierno disponer la creación de la Deuda Pública, ya sea del Estado o de los organismos autónomos y fijar el límite máximo y los criterios generales dentro de los que el Ministerio de Economía y Hacienda ha de ejercer sus competencias en la materia, así como los relativos a la gestión de la Deuda Pública en circulación. Es preciso establecer uno y otros, dentro de la continuidad que aconseja la consolidación de instrumentos, prácticas y de cuantos elementos configuran la política de Deuda en sentido amplio. Tal continuidad queda reflejada en el mantenimiento durante 1994 de los criterios establecidos para 1993 por el Real Decreto 43/1993, de 15 de enero, excepto en las materias a las que la propia evolución normativa general o fiscal ha privado de vigencia.

En virtud de lo que antecede, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día 14 de enero de 1994,

DISPONGO:

Artículo 1.^º El Ministro de Economía y Hacienda podrá autorizar durante 1994 la emisión o contratación de Deuda del Estado hasta un importe que no supere el límite fijado en el artículo 46 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

Art. 2.^º La Deuda del Estado que se emita en 1994, en lo no determinado por la Ley citada, tendrá las características y condiciones establecidas en este Real Decreto y las que, por sí o por delegación, establezca el Ministerio de Economía y Hacienda, quien en el ejercicio de sus competencias velará tanto por la necesaria continuidad en los instrumentos, técnicas y prácticas de emisión como por la adaptación de unos y otras a lo que la evolución de los mercados y la eficacia en la gestión aconsejen.

En particular, el Ministro de Economía y Hacienda:

a) Podrá proseguir la realización de operaciones de endeudamiento en las modalidades y con las características básicas practicadas a la entrada en vigor de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994, así como modificar su nombre comercial o agrupar más de una modalidad bajo una sola denominación, cuando consideraciones de mercado lo aconsejen y siempre que no se perjudiquen los derechos económicos del tenedor.

b) Podrá crear, en el marco de la legislación fiscal aplicable, nuevas modalidades de Deuda del Estado, negociable o no negociable, estableciendo su denominación comercial, técnicas de emisión y demás características.

c) Podrá regular las prácticas de emisión o de determinación de cupones de interés que permitan agrupar emisiones o colocar sucesivamente partes de una misma emisión, de manera que se alcancen los volúmenes de títulos homogéneos necesarios para la fluidez de los mercados secundarios.

d) Acomodará los procedimientos de emisión y de representación de la Deuda del Estado a lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en sus normas de desarrollo.

e) Con respecto de lo previsto en el Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea:

1. Podrá limitar la suscripción o tenencia de determinadas emisiones o modalidades de Deuda a categorías preestablecidas de inversores o colocadores autorizados.

2. Podrá amortizar anticipadamente la Deuda que se encuentre en la cartera del Banco de España en virtud de compra a vencimiento. Dicho Banco podrá operar con entidades, empresas o personas particulares, tanto para realizar los servicios financiero y de mediación en las operaciones estatales de crédito, como para prestar los servicios relativos a la Deuda del Estado, que se deriven de los convenios especiales que haya firmado o pueda firmar, al amparo de lo previsto en su normativa específica. Cuando los convenios tengan por finalidad regular la compra de Deuda del Estado, en el mercado secundario, para su amortización por cuenta del Tesoro, siguiendo instrucciones del Ministerio de Economía y Hacienda, podrá habilitarse en el propio convenio al Banco de España para que abone por cuenta del Tesoro el importe de las compras. El Banco rendirá cuenta inmediata a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de las operaciones efectuadas y de las condiciones de las mismas. Dentro del mes siguiente a la presentación de la cuenta, la Dirección General citada aplicará su importe a los conceptos correspondientes del Presupuesto de Gastos del Estado.

f) Unificará o aproximará los procedimientos de gestión de las Deudas asumidas por el Estado, aún cuando lo asumido sea solamente la carga financiera, a los videntes para la Deuda del Estado en la medida que resulte conveniente para la eficacia en la gestión y mayor facilidad de los tenedores. Para ello, en particular, según lo previsto en el número 6 del artículo 104 del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, podrá acordar cambios en las condiciones de las Deudas asumidas, incluso para subsanar errores imputables a los tenedores en el ejercicio de sus derechos, ocurridos con

posterioridad a la asunción de la Deuda por el Estado y derivados de la desigualdad de procedimientos de gestión.

Art. 3.º En el caso de emisiones de Deuda del Estado, denominada en ECUs cuya oferta o colocación inicial se efectúe tanto en España como en el extranjero, podrán pactarse, respecto a los rendimientos obtenidos por no residentes, cláusulas de las previstas en el número 7 del artículo 104 de la Ley General Presupuestaria.

Art. 4.º Los valores de la Deuda del Estado, cuya emisión se dispone por este Real Decreto serán aptos para sustituir sin necesidad de autorización administrativa previa, incluso mediante canje voluntario cuando tal opción exista, a los valores de Deuda del Estado en que estén materializados los depósitos necesarios que las entidades de seguros, de capitalización, montepíos y mutualidades de la previsión social y entidades públicas encargadas de la gestión de la Seguridad Social hayan de mantener, en el Banco de España o en la Caja General de Depósitos, en concepto de caución inicial o de inversión legal de reservas o provisiones técnicas, en virtud de lo dispuesto en la disposición transitoria sexta del Real Decreto 1348/1985, de 1 de agosto.

Art. 5.º Se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda para que, atendiendo a los mismos principios generales establecidos para la Deuda del Estado en la presente Real Decreto, autorice la emisión de Deuda de organismos autónomos hasta los límites fijados en el artículo 47 y en el anexo III de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

Art. 6.º El presente Real Decreto entrará en vigor el mismo día de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

ORDEN DE 24 DE ENERO DE 1994 POR LA QUE SE DISPONE LA CREACION DE DEUDA DEL ESTADO DURANTE 1994 Y ENERO DE 1995 Y SE DELEGAN DETERMINADAS FACULTADES EN EL DIRECTOR GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA (BOE de 26 de enero)

El artículo 101, número siete, de la Ley General Presupuestaria, en su texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, dispone que el Ministro de Economía y Hacienda habrá de autorizar en todo caso la emisión o contracción de Deuda Pública. Cuando se trate de Deuda del Estado, el artículo 104 le atribuye, además, las facultades precisas para la emisión, colocación y gestión de la misma, con adicionales competencias para disponer la creación de Deuda para enero de cada año. Unas y otras facultades y competencias habrá de ejercerlas dentro de los límites cuantitativos y con sujeción a los criterios que el Gobierno determine al amparo de una autorización legal.

El artículo 46 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994, autoriza la emisión de Deuda del Estado durante dicho año, y al amparo de la misma, el Real Decreto 3/1994, de 14 de enero, ha dispuesto la creación de dicha Deuda y establecido aquellos criterios. Siendo la estabilidad en los instrumentos y técnicas un valor predominante en los mercados financieros que tiene reflejo en los criterios fijados por el Gobierno, resulta apropiado mantener vigente para 1994 la Orden reguladora de la creación de Deuda del Estado durante 1993 con las escasas modificaciones que las nuevas circunstancias y la experiencia adquirida aconsejan.

Por todo lo anterior, en orden a articular la financiación mediante Deuda del Estado durante 1994 y enero de 1995, de acuerdo con los criterios sentados por el Gobierno, he dispuesto:

1. Importe de la Deuda a emitir

1.1. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera emitirá durante 1994, en nombre del Estado y por mi delegación, Deuda del Estado, con arreglo a lo que se dispone en los números posteriores de esta Orden, por el importe nominal que resulte aconsejable en función de la situación de financiación del Estado, de las peticiones de suscripción recibidas, de las condiciones de las mismas y de las generales de los mercados, de modo que sumando lo emitido o contraído en enero de 1994, en virtud de lo establecido en el número 1.2 de la Orden de 20 de enero de 1993, por la que se dispuso la emisión de Deuda del Estado durante 1993 y enero de 1994 y se delegaron determinadas facultades en el Director general del Tesoro y Política Financiera, y lo que se emita o contraiga durante todo el año en curso en todas las modalidades de Deuda del Estado, no supere el límite de incremento que para la citada Deuda establece el artículo 46 de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994.

1.2. De acuerdo con lo previsto en el número 10 del artículo 104 de la Ley 11/1977, General Presupuestaria, según texto refundido aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, la autorización al Director general del Tesoro y Política Financiera

para emitir o contraer Deuda del Estado contenida en el apartado anterior se extenderá al mes de enero de 1995, en las condiciones establecidas en el número y artículo citados, hasta el límite del 15 por 100 del autorizado para 1994, computándose los importes así emitidos dentro del límite autorizado para 1995 por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para dicho año.

2. Formalización, forma de emisión y demás características de la Deuda que se emita

Será de aplicación a la Deuda del Estado que se emita en virtud de lo establecido en el número 1 de esta Orden lo dispuesto en los números 2, 3, 4 —excepto el apartado 4.2.3—, 5, 6 y 7 de la Orden de 20 de enero de 1993 con las modificaciones que se disponen en las letras siguientes del presente número:

a) La referencia realizada en la letra d) del apartado 4.1.3 a la letra f) del artículo segundo del Real Decreto 21/1991, en concordancia con el Real Decreto 43/1993, se entenderá realizada a la letra f) del artículo 2º del Real Decreto 3/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda Pública durante 1994.

b) Se da nueva redacción al último párrafo del apartado 5.6.1, que pasará a ser la siguiente:

«Las ofertas de esta clase que no especifiquen el precio solicitado se considerarán nulas a todos los efectos. El Director general del Tesoro y Política Financiera podrá limitar el número y el importe máximo de las ofertas competitivas que cada participante en la subasta pueda presentar, así como fijar un precio mínimo, para tenerlas por válidamente presentadas a la misma.»

c) El párrafo b.3) del apartado 5.8.2 pasará a ser:

«b.3) Con las ofertas competitivas aceptadas se procederá a determinar el precio medio ponderado resultante, expresado en porcentaje del valor nominal redondeado por exceso a tres decimales.»

d) La letra e) del apartado 5.8.4 pasará a tener la siguiente redacción:

«e) Cualquier oferta aceptada que en la fecha citada en las letras a) y b) anteriores no se haya hecho efectiva en su totalidad se considerará anulada, con pérdida del 2 por 100 del nominal solicitado ingresado como garantía de dicha oferta. Asimismo, se anularán todas las ofertas realizadas en esa subasta por el mismo oferente, con pérdida del 2 por 100 correspondiente a cada una de ellas. No obstante, por una sola vez para cada oferente, dicho 2 por 100 será aplicado, si el oferente no se opone expresamente, como garantía de peticiones de suscripción de Deuda del Estado de la misma modalidad por importe no inferior a las anuladas: Si son Letras del Tesoro habrán de ser suscritas mediante petición no competitiva en la primera subasta ordinaria de Letras al mismo o similar plazo que se celebre con posterioridad. Si son Bonos u Obligaciones del Estado, en el primer período de suscripción que se abra con posterioridad de igual modalidad de Deuda o, de ser posible más rápidamente, mediante petición no competitiva en la primera subasta ordinaria de la misma modalidad de Deuda. Si el oferente se opone expresamente, y en lo sucesivo cada vez que el mismo oferente no desembolse totalmente en la fecha señalada para ello alguna oferta aceptada, perderá el 2 por 100 correspondiente a cada una de las ofertas que haya presentado en esa subasta.»

e) La referencia realizada en el epígrafe 6.3 al artículo 2.º del Real Decreto 43/1993, en relación con el artículo sexto del Real Decreto 21/1991 se entenderá realizada al número 2 de la letra e) del artículo 2.º del Real Decreto 3/1994, de 14 de enero, por el que se dispone la creación de Deuda Pública durante 1994.

f) Se entenderá suprimida la referencia a Pagarés del Tesoro contenida en el apartado 6.4.1.

g) El apartado 6.5.2 tendrá la siguiente redacción:

«6.5.2. El Banco de España rendirá cuenta de las operaciones y gastos realizados por cuenta del Tesoro Público, en tanto que su agente en la negociación y gestión de la Deuda del Estado, justificándola debidamente a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.»

h) Se da nueva redacción en los siguientes términos al epígrafe 7.1:

«7.1. Si la Deuda está representada en anotaciones en cuenta en la Central de Anotaciones del Banco de España, la petición de amortización voluntaria habrá de cursarse a dicha Central por los procedimientos habituales, hasta la fecha límite señalada al efecto.

Si, como consecuencia de la transformación de títulos cotizados en las Bolsas en aplicación de lo previsto en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, y en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de noviembre de 1993, las anotaciones en cuenta estuviesen registradas en el Servicio de Compensación y Liquidación, el Director general del Tesoro y Política Financiera, previo informe de dicho Servicio, establecerá el procedimiento aplicable.»

3. Delegaciones de competencias

Se delega en el Director general del Tesoro y Política Financiera:

3.1. La facultad para acordar, disponer y realizar todos los gastos, incluidos los de publicidad y promoción, que origine la emisión de Deuda autorizada por la presente Orden o la que pudiera emitirse o contraerse en virtud de las facultades que se delegan en la misma y la correspondiente facultad de contratación, cualquiera que sea la cuantía, en el ámbito de las facultades del Departamento.

3.2. Las facultades concedidas al Ministro de Economía y Hacienda por los números 3, 4, 5, 6 y 8 del artículo 104 de la Ley 11/1977, General Presupuestaria, en el texto refundido, aprobado por Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre, así como las concedidas por la letra g) del número 2 del artículo 68 de la misma Ley, en relación con los créditos a los que se refiere el anexo II, primero, uno, letra c), de la Ley 21/1993, de 29 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1994, en cuanto se refieran a Deuda Pública en sus distintas modalidades emitida o asumida por el Estado y las previstas en la letra b) del número 2 del artículo 68 y en la letra a) del número 1 del artículo 69, ambos de la citada Ley General Presupuestaria, cuando la transferencia de crédito se efectúe entre créditos de la sección 06 «Deuda Pública», según prevé la regla cuarta del número uno del artículo 7 de la Ley 21/1993.

El procedimiento y los lazos para exigir la amortización anticipada por parte del Estado o de los tenedores de la

Deuda se acomodará a lo dispuesto en el apartado 4.1.3 y en el número 7 de la Orden de 20 de enero de 1993.

Se dará cuenta a la Dirección General de Presupuestos de las habilitaciones y modificaciones de crédito autorizadas en uso de esta delegación.

3.3. Las facultades contenidas en los números 1 y 2 del artículo 104 de la Ley General Presupuestaria en cuanto se refieran a instrumentos de Deuda del Estado en pesetas distintos de Letras del Tesoro, Bonos del Estado y Obligaciones del Estado.

3.4. Las facultades contenidas en los números 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 y 8 del artículo 104 de la Ley General Presupuestaria, con sujeción en todo caso a los límites establecidos en el número 1 de la presente Orden, en relación a las operaciones de financiación en divisas, ya se trate de la emisión de valores, de la contratación de préstamos o de otras operaciones.

3.5. Designar, en su caso, a las personas que en nombre de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera hayan de efectuar ante terceros las comunicaciones relativas a la gestión ordinaria de la Deuda emitida o asumida por el Estado, aun cuando lo asumido sea sólo la carga financiera.

4. Autorizaciones

Se autoriza a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para adoptar las medidas y resoluciones que requiera la ejecución de la presente Orden, incluida, en su caso, la firma de convenios con el Banco de España.

DISPOSICIÓN FINAL

La entrada en vigor de la presente Orden se producirá el mismo día de su publicación en el «Boletín Oficial del Estado».

RESOLUCION DE 26 DE ENERO DE 1994, DE LA DIRECCION GENERAL DEL TESORO Y POLITICA FINANCIERA, POR LA QUE SE DISPONEN DETERMINADAS EMISIONES DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO Y SE PUBLICA EL CALENDARIO DE SUBASTAS PARA EL AÑO 1994 Y EL MES DE ENERO DE 1995 (BOE de 27 de enero)

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de enero de 1994 autoriza al Director general del Tesoro y Política Financiera a emitir Deuda del Estado durante 1994 y enero de 1995, señalando los instrumentos en que podrá materializarse, entre los que se encuentran los Bonos y Obligaciones del Estado, y estableciendo las reglas básicas a las que su emisión ha de ajustarse, que son una prórroga de las vigentes en 1993 con las escasas modificaciones que la experiencia adquirida y las nuevas circunstancias aconsejan. La periodicidad de las subastas ordinarias será mensual para los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado a diez años y bimestral para las Obligaciones del Estado a quince años, y se mantiene la posibilidad de poner en oferta emisiones que sean ampliación de otras realizadas con anterioridad.

En cumplimiento de lo previsto en la citada Orden es, pues, necesario fijar las características de las próximas emisiones de Bonos del Estado, a tres y cinco años, y de Obligaciones del Estado, a diez y quince años, que se realizarán a partir del mes de febrero, y convocar las subastas en que se pondrán en oferta dichas emisiones, siendo conveniente a este respecto publicar, además, el calendario del resto de las subastas ordinarias de Bonos y Obligaciones del Estado a celebrar durante el presente año de 1994 y enero de 1995. Dicho calendario podrá ser modificado si necesidades de gestión de tesorería del Tesoro Público o razones técnicas de los mercados lo aconsejan.

Por otra parte, el aumento de la liquidez del mercado y el grado de especialización que ha alcanzado aconsejan

modificar la forma de expresión del precio que se solicita en las subastas para las ofertas competitivas, reduciendo los intervalos entre precios sucesivos de manera que, tanto en Bonos como en Obligaciones, la variación de los rendimientos presente una mayor continuidad, situándose en torno a una centésima de punto en ambos instrumentos.

Asimismo, la necesidad de que el Tesoro Público cuente con mecanismos adecuados para su financiación, basados en una especial relación de colaboración con algunas entidades gestoras, aboga por la continuidad de las segundas vueltas subsiguientes a las subastas, en los casos y en los términos previstos en la Orden de 24 de julio de 1991. En estas segundas vueltas, la peculiaridad de los participantes hace conveniente que el precio a pagar por la Deuda adjudicada a cada postor sea el ofrecido, a diferencia de la práctica seguida en la resolución de la primera vuelta de las subastas, para quienes ofrecen precios superiores al precio medio ponderado redondeado.

Por último, al objeto de facilitar la anotación por la Central de Anotaciones de la Deuda del Estado que se emite y evitar las incidencias contables que se derivan para el Tesoro Público como consecuencia de las anulaciones de peticiones aceptadas en las subastas que se puedan producir, por no haberse hecho efectivo en su totalidad el desembolso de los valores, se considera conveniente adelantar la fecha de pago para los no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones al día hábil anterior a la puesta en circulación de los valores.

Por todo ello, en uso de las autorizaciones contenidas en la Orden de 24 de enero de 1994, por la que se regula la emisión de Deuda del Estado durante 1994 y enero de 1995,

Esta Dirección General ha resuelto:

1. Hacer público el siguiente calendario de subastas ordinarias de las emisiones de Bonos y Obligaciones del Estado que se pondrán en oferta durante 1994 y enero de 1995:

Subastas	Fecha límite de presentación de peticiones en las oficinas del Banco de España [hasta doce horas (once horas en las Islas Canarias)] *	Fecha de resolución de las subastas	Fecha de pago para los no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones	Fecha de desembolso y de adeudo en cuenta para los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones	Modalidades de Deuda del Estado que se subastan
Febrero	31-1-1994	3-2-1994	14-2-1994	15-2-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años. Obligaciones del Estado a quince años.
Marzo.....	28-2-1994	3-3-1994	14-3-1994	15-3-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años.
Abril	28-3-1994	30-3-1994	14-4-1994	15-4-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años. Obligaciones del Estado a quince años.

Subastas	Fecha límite de presentación de peticiones en las oficinas del Banco de España [hasta doce horas (once horas en las Islas Canarias)] *	Fecha de resolución de las subastas	Fecha de pago para los no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones	Fecha de desembolso y de adeudo en cuenta para los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones	Modalidades de Deuda del Estado que se subastan
Mayo	25-4-1994	28-4-1994	13-5-1994	16-5-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años.
Junio	30-5-1994	2-6-1994	14-6-1994	15-6-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años. Obligaciones del Estado a quince años.
Julio	27-6-1994	30-6-1994	14-7-1994	15-7-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años.
Agosto	26-7-1994	28-7-1994	12-8-1994	16-8-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años. Obligaciones del Estado a quince años.
Septiembre	29-8-1994	1-9-1994	14-9-1994	15-9-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años.
Octubre	26-9-1994	29-9-1994	14-10-1994	17-10-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años. Obligaciones del Estado a quince años.
Noviembre	31-10-1994	3-11-1994	14-11-1994	15-11-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años.
Diciembre	28-11-1994	1-12-1994	14-12-1994	15-12-1994	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años. Obligaciones del Estado a quince años.
Enero 1995	27-12-1994	29-12-1994	13-1-1995	16-1-1995	Bonos del Estado a tres años. Bonos del Estado a cinco años. Obligaciones del Estado a diez años.

* Los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones presentarán sus peticiones el mismo día de la celebración de las subastas.

1.a) Mediante la oportuna Resolución, que se publicará en el «Boletín Oficial del Estado» no más tarde, salvo excepciones, del quinto día anterior a la fecha límite de prestación de peticiones, esta Dirección General fijará las característi-

cas de los Bonos y Obligaciones del Estado, que se pondrán en oferta, y convocará las correspondientes subastas.

1.b) El desarrollo de las subastas y su resolución se ajustará a lo previsto en los números 5.5, 5.6, 5.7 y 5.8 de

la Orden de 20 de enero de 1993, con las modificaciones introducidas en el número 2 de la Orden de 24 de enero de 1994, y se podrán formular peticiones no comparativas, por un valor nominal mínimo de 10.000 pesetas, y en múltiplos de dicha cantidad. El importe nominal máximo conjunto de las peticiones de esta clase presentadas por cada postor, en cada una de las subastas, no podrá exceder de 25.000.000 pesetas.

Los precios que figuren en las ofertas competitivas presentadas a las subastas que se celebren a partir de la que tendrá lugar el próximo 3 de marzo de 1994, inclusive, se formularán, en las subastas de Bonos del Estado, en tanto por ciento del valor nominal con dos decimales, el último de los cuales habrá de ser cero o cinco, y en las subastas de Obligaciones del Estado, en tanto por ciento del valor nominal con un decimal, que podrá ser cualquier número entre el cero y el nueve, ambos incluidos.

1.c) Los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones podrán formular sus peticiones por teléfono, entre las ocho treinta y las nueve horas del día fijado para la resolución de las subastas.

1.d) En el caso de que la oferta para la subasta se presente directamente en el Banco de España por suscriptores que no sean titulares de cuentas en la Central de Anotaciones y el ingreso mínimo del 2 por 100 que ha de acompañarla se realice mediante cheque no conformando contra cuenta corriente en entidad de depósito de la plaza, o cuya compensación se realice a través de la Cámara de compensación provincial en que lo haga la sucursal del Banco de España receptora de la oferta, la hora límite de presentación de la petición y del ingreso será las doce horas del penúltimo día hábil anterior al señalado como fecha límite de presentación de peticiones para la correspondiente subasta, no siendo días hábiles, a estos efectos, los sábados. La validez de las ofertas presentadas con arreglo a lo previsto en este párrafo estará condicionada al buen fin del cheque antes de la fecha y hora límite de presentación de peticiones fijada con carácter general para la subasta.

1.e) La fecha de pago para los no titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, según se prevé en el punto 1 de esta Resolución, será el día hábil anterior al de la puesta en circulación de los valores. No obstante, la fecha de pago se retrasará a la fecha de desembolso en aquella parte de las peticiones aceptadas cuyo pago se efectúe con los fondos provenientes de la amortización de valores de la Deuda del Estado, respecto de los cuales el Banco de España haya recibido la orden de reinversión.

1.f) En caso de prorrato se actuará según lo previsto en el apartado 6.1 de la Orden de 20 de enero de 1993 y, si no se fija otro distinto, el importe nominal exento de prorrato será de 2.000.000 de pesetas. En tal supuesto, de efectuarse prorrato en la subasta, éste afectará a cada petición formulada al precio mínimo aceptado por el importe en que el nominal solicitado supere los 2.000.000 de pesetas.

1.g) Las segundas vueltas a las que se refiere el número cuarto, apartados 1 y 2 de la Orden de 24 de julio de 1991, se desarrollarán conforme a lo allí previsto y lo dispuesto en la presente Resolución en cuanto sea de aplicación. La presentación de peticiones en número máximo de cinco por oferente en el supuesto previsto en el apartado 1, y de tres en el supuesto del apartado 2, se

hará a la hora y por los medios que fije el Banco de España, a través del cual esta Dirección General dará a conocer, en su caso, la convocatoria de la segunda vuelta prevista en el mencionado apartado 1, así como los resultados de la misma y de la prevista en el apartado 2. El precio ofrecido en las peticiones de las segundas vueltas vendrá expresado en tanto por ciento con dos decimales.

Las segundas vueltas serán resueltas por el Director general del Tesoro y Política Financiera, a propuesta de la misma comisión proponente de la resolución de la primera vuelta de la subasta. El precio a pagar por la Deuda adjudicada en la subasta será el ofrecido en cada oferta aceptada. El prorrato, en su caso, afectará exclusivamente a las ofertas aceptadas a precio más bajo, y no será de aplicación el mínimo exento que se fija en el apartado 1, f) de esta Resolución. Los resultados serán hechos públicos de modo inmediato a través del Banco de España, y serán objeto de publicación en el «Boletín Oficial del Estado», simultánea, pero separadamente, con los resultados de la primera vuelta de la subasta.

2. Disponer la emisión de Bonos del Estado a tres y cinco años y de Obligaciones del Estado a diez y quince años en el próximo mes de febrero de 1994, y convocar las correspondientes subastas, que habrán de celebrarse de acuerdo con lo previsto en la Orden de 24 de enero de 1994, y en el apartado 1 de esta Resolución.

2.a) Características de los Bonos del Estado, a tres y cinco años, y Obligaciones del Estado a diez y quince años que se emiten.

2.a) 1. Bonos del Estado a tres años:

El tipo de interés nominal anual pagadero por anualidades vencidas será el 7,30 por 100.

Los bonos que se emitan como resultado de las subastas que se convocan llevarán como fecha de emisión la de 15 de febrero de 1994, y se amortizarán por su valor nominal el día 30 de julio de 1997.

Los cupones anuales venderán el 30 de julio de cada año, siendo el primero a pagar el 30 de julio de 1995.

2.a) 2. Bonos del Estado a cinco años:

El tipo de interés nominal anual pagadero por anualidades vencidas será el 7,40 por 100.

Los bonos que se emitan como resultado de las subastas que se convocan llevarán como fecha de emisión la de 15 de febrero de 1994, y se amortizarán por su valor nominal el día 30 de julio de 1999.

Los cupones anuales vencerán el 30 de julio de cada año, siendo el primero a pagar el 30 de julio de 1995.

2.a) 3. Obligaciones del Estado a diez y quince años. El tipo de interés nominal anual y las fechas de emisión, amortización y de vencimiento de cupones serán los mismos que establecieron las resoluciones de esta Dirección General de 16 de diciembre y 18 de noviembre de 1993 para las emisiones de 17 de enero de 1994 de Obligaciones del Estado a diez años al 8,0 por 100 y de 15 de diciembre de 1993 de Obligaciones del Estado a quince años al 8,20 por 100, respectivamente, siendo el primer cupón a pagar, por su importe completo, el de 30 de mayo de 1995, en las Obligaciones a diez años y el de 28 de febrero de 1995 en las Obligaciones a quince años.

2.b) Los Bonos y Obligaciones que se emitan se

pondrán en circulación en la fecha de desembolso y adeudo en cuenta fijada para los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, y las Obligaciones a diez y quince años que se emitán en febrero se agregarán, respectivamente, a las emisiones de 17 de enero de 1994 al 8,0 por 100 y de 15 de diciembre de 1993, al 8,20 por 100, y, en cada caso, tendrán la consideración de ampliación de aquéllas, con las que se gestionarán como única emisión a partir de su puesta en circulación.

2.c) Como consecuencia de la posibilidad de formular ofertas no competitivas en las subastas que se convocan, según se prevé en el apartado 1, b), de esta Resolución, con posterioridad a la celebración de las subastas no existirá período de suscripción pública de la Deuda que se emite.

2.d) El Banco de España no pagará comisión alguna de colocación por las suscripciones de Bonos y Obligaciones del Estado que se presente, sea por cuenta propia o de terceros y aun cuando los presentadores sean las entidades y personas enumeradas en el apartado 5.9.2 de la Orden de 20 de enero de 1993. Las únicas peticiones de terceros que podrán presentar las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva o de Fondos de Pensiones y las Sociedades Gestoras de Carteras serán las que realicen para las Instituciones de Inversión Colectiva, los Fondos de Pensiones o las carteras que administren.

2.e) En el anexo de la presente Resolución, y con carácter informativo a efectos de la participación en las subastas, se incluyen tablas de equivalencia entre precios y rendimientos de los Bonos y Obligaciones del Estado cuya emisión se dispone, calculadas de acuerdo con lo dispuesto en el apartado 5.8.3 de la Orden de 20 de enero de 1993.»

ANEXO

Tabla de equivalencia entre precios y rendimientos para los bonos del Estado a tres años, emisión de 15 de febrero de 1994, al 7,30 por 100

(Subasta mes de febrero)

Precio	Rendimiento bruto*
	—
	Porcentaje
94,000	8,295
94,125	8,251
94,250	8,207
94,375	8,163
94,500	8,119
94,625	8,075
94,750	8,031
94,875	7,987
95,000	7,943
95,125	7,900
95,250	7,856
95,375	7,813
95,500	7,769
95,625	7,726
95,750	7,683
95,875	7,640
96,000	7,596
96,125	7,553

Precio	Rendimiento bruto*
	—
	Porcentaje
96,250	7,510
96,375	7,467
96,500	7,425
96,625	7,382
96,750	7,339
96,875	7,297
97,000	7,254
97,125	7,212
97,250	7,169
97,375	7,127
97,500	7,085
97,625	7,043
97,750	7,000
97,875	6,958
98,000	6,916
98,125	6,875
98,250	6,833
98,375	6,791
98,500	6,749
98,625	6,708
98,750	6,666
98,875	6,625
99,000	6,583
99,125	6,542
99,250	6,501
99,375	6,460
99,500	6,419
99,625	6,378
99,750	6,337
99,875	6,296
100,000	6,255

* Rendimientos redondeados al tercer decimal.

Tabla de equivalencia entre precios y rendimientos para los bonos del Estado a cinco años, emisión de 15 de febrero de 1994 al 7,40 por 100

(Subasta mes de febrero)

Precio	Rendimiento bruto*
	—
	Porcentaje
94,000	8,064
94,125	8,034
94,250	8,004
94,375	7,974
94,500	7,944
94,625	7,915
94,750	7,885
94,875	7,855
95,000	7,826
95,125	7,796
95,250	7,767
95,375	7,738
95,500	7,708
95,625	7,679
95,750	7,650
95,875	7,620
96,000	7,591
96,125	7,562
96,250	7,533

Precio	Rendimiento bruto*
	— Porcentaje
96,375	7,504
96,500	7,475
96,625	7,446
96,750	7,417
96,875	7,388
97,000	7,360
97,125	7,331
97,250	7,302
97,375	7,273
97,500	7,245
97,625	7,216
97,750	7,188
97,875	7,159
98,000	7,131
98,125	7,103
98,250	7,074
98,375	7,046
98,500	7,018
98,625	6,990
98,750	6,961
98,875	6,933
99,000	6,905
99,125	6,877
99,250	6,849
99,375	6,821
99,500	6,793
99,625	6,766
99,750	6,738
99,875	6,710
100,000	6,682

* Rendimientos redondeados al tercer decimal.

Tabla de equivalencia entre precios y rendimientos para las obligaciones del Estado a diez años, emisión de 17 de enero de 1994 al 8 por 100

(Subasta mes de febrero)

Precio	Rendimiento bruto*
	— Porcentaje
98,125	7,957
98,250	7,939
98,375	7,921
98,500	7,902
98,625	7,884
98,750	7,866
98,875	7,848
99,000	7,830
99,125	7,812
99,250	7,794
99,375	7,776
99,500	7,758
99,625	7,740
99,750	7,722
99,875	7,704
100,000	7,687
100,125	7,669
100,250	7,651
100,375	7,633
100,500	7,616
100,625	7,598
100,750	7,580
100,875	7,563
101,000	7,545
101,125	7,528
101,250	7,510
101,375	7,493
101,500	7,475
101,625	7,458
101,750	7,440
101,875	7,423
102,000	7,406

* Rendimientos redondeados al tercer decimal.

Tabla de equivalencia entre precios y rendimientos para las obligaciones del Estado a quince años, emisión de 15 de diciembre de 1993, al 8,20 por 100

(Subasta mes de febrero)

Precio	Rendimiento bruto*
	— Porcentaje
95,500	8,347
95,625	8,328
95,750	8,309
95,875	8,291
96,000	8,272
96,125	8,253
96,250	8,234
96,375	8,216
96,500	8,197
96,625	8,178
96,750	8,160
96,875	8,141
97,000	8,122
97,125	8,104
97,250	8,085
97,375	8,067
97,500	8,049
97,625	8,030
97,750	8,012
97,875	7,994
98,000	7,975

Precio	Rendimiento bruto*
	— Porcentaje
98,500	8,345
98,625	8,330
98,750	8,315
98,875	8,300
99,000	8,285
99,125	8,271
99,250	8,256
99,375	8,241
99,500	8,226
99,625	8,211
99,750	8,196
99,875	8,182
100,000	8,167
100,125	8,152
100,250	8,138
100,375	8,123
100,500	8,108
100,625	8,094
100,750	8,079

Precio	Rendimiento bruto*
	— Porcentaje
100,875	8,065
101,000	8,050
101,125	8,036
101,250	8,021
101,375	8,007
101,500	7,992
101,625	7,978
101,750	7,964
101,875	7,949
102,000	7,935
102,125	7,921
102,250	7,906
102,375	7,892
102,500	7,878
102,625	7,864
102,750	7,850
102,875	7,835
103,000	7,821
103,125	7,807
103,250	7,793
103,375	7,779
103,500	7,765
103,625	7,751
103,750	7,737
103,875	7,723
104,000	7,709
104,125	7,695
104,250	7,682
104,375	7,668
104,500	7,654
104,625	7,640
104,750	7,626
104,875	7,613
105,000	7,599
105,125	7,585
105,250	7,571
105,375	7,558
105,500	7,544
105,625	7,531
105,750	7,517
105,875	7,503
106,000	7,490

* Rendimientos redondeados al tercer decimal.

CIRCULAR 6/1994, de 26 de septiembre del Banco de España, a entidades de crédito, modificando la Circular 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros

La valoración de las carteras negociables es un tema controvertido, para el que la doctrina y el derecho comparado proporcionan una amplia gama de soluciones. El destino de las carteras de valores en la estrategia financiera de la empresa juega un papel determinante en la aplicación de los criterios básicos de valoración (precio de mercado o precio de adquisición), pero ello abre la puerta a posibles arbitrajes reguladores que se procuran atajar mediante categorizaciones precisas de las diferentes carteras. Por otro parte, la contabilización al precio de adquisición requiere en las carteras no inmovilizadas correcciones por las minusvalías latentes, en virtud del principio de prudencia valorativa.

También es controvertido el reflejo en pérdidas y ganancias de las plusvalías y minusvalías no realizadas. Aceptada por la doctrina la afloración en resultados de las de la cartera de negociación, se discute sin embargo la de las que se presenten en otras carteras más estables, en las que esa solución contable, al no aplicarse a todo el balance, puede afectar a la imagen fiel de la entidad y generar una excesiva erradicidad de los resultados.

La Circular 4/1991 ofrecía una solución que buscaba un equilibrio ante esos problemas. Sin embargo, los bruscos movimientos contables que han tenido lugar en los últimos años como consecuencia de la fuerte movilidad de las cotizaciones de los valores de renta fija, y en particular de la deuda pública, indican que ese equilibrio no se ha alcanzado de forma satisfactoria.

Esta situación aconseja replantear las normas de contabilización de la cartera de renta fija. Teniendo en cuenta, de una parte, los problemas detectados y, de otra, los modelos que proporciona la experiencia extranjera, se arbitra una solución que, de nuevo, se propone compaginar diferentes principios y criterios aplicables en un esquema de mayor flexibilidad que no renuncia sin embargo al principio de prudencia valorativa, como conviene a entidades de la naturaleza de las de crédito, tanto en los estados contables como en el cálculo de los coeficientes de solvencia.

En concreto, la presente Circular crea para la renta fija una nueva cartera, la de inversión a vencimiento, que viene a añadirse a las ya existentes de negociación y de inversión ordinaria, e incluye los valores que la entidad se propone mantener hasta su amortización, teniendo capacidad financiera para hacerlo. Esa cartera se valora básicamente al precio de adquisición, y no requiere ajustes valorativos. Para evitar asignaciones arbitrarias de valores a esta categoría contable, se adoptan ciertas cautelas entre las que destaca, primero, la exigencia de que se documenten los criterios de asignación a la misma, así como las decisiones de inclusión de valores en ella y, segundo, las restricciones a la enajenación de esos valores, que debe responder a motivos justificados, que la Circular enumera, con bloqueo en todo caso de los beneficios obtenidos en tal enajenación.

Por otra parte, en el caso de la cartera de inversión ordinaria se modifican los criterios y técnicas de contabilización de los saneamientos. Sin abandonar el principio general de saneamiento por el menor valor de mercado,

tratamiento asimétrico que halla su justificación en la prudencia valorativa, se admiten ahora compensaciones de esas minusvalías por las plusvalías que puedan existir en otros valores que presenten mercados ágiles y profundos, pudiendo llevarse la totalidad de los saneamientos netos, y no sólo los que correspondan a la parte de la vida residual del valor que excede de dos años, a una cuenta activa, en lugar de a resultados. No obstante, en tanto que pasarán a resultados las pérdidas realizadas, los beneficios realizados se destinarán en primer lugar a compensar las minusvalías latentes netas, y sólo nutrirán la cuenta de pérdidas y ganancias cuando estén cubiertas esas minusvalías; esta última disposición responde, una vez más, al principio de prudencia y sale al paso, en alguna medida, a realizaciones selectivas de cartera que pudieran deteriorar su calidad media en aras de una inmediata realización de beneficios. La cuenta activa sigue deduciéndose de los recursos propios en el cálculo del coeficiente de solvencia.

El público recibirá con las cuentas anuales la información que precisa para su correcta apreciación de la situación y valor de la entidad y, en concreto, el desglose de las carteras, su valoración a precios de adquisición y de mercado, los traspasos habidos entre carteras y los criterios de asignación a cada una de ellas.

La Circular entra en vigor de inmediato, por lo que comienza a surtir efectos sobre las cuentas del presente ejercicio. Sin embargo, los saneamientos llevados ya a resultados en virtud de las normas anteriores se mantienen para evitar un nuevo viraje artificial en las cuentas de pérdidas y ganancias.

En otro orden de cosas, la modificación del Consenso de la OCDE sobre crédito a la exportación el pasado 1 de septiembre obliga a revisar la redacción de uno de los criterios de clasificación de los países a efectos del riesgo país.

Por todo ello, vistos los informes preceptivos, y en virtud de las facultades que le concede la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de marzo de 1989, por la que se desarrolla lo establecido en el artículo 48 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, el Banco de España ha dispuesto:

Norma primera

Se modifican como sigue las normas y anexos de la Circular 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros:

a) Norma tercera. Se suprime el segundo párrafo del apartado 3.

b) Norma sexta. Se da la siguiente redacción el apartado 4 bis.

«4 bis. Las entidades establecerán criterios internos objetivos, que deberán estar adecuadamente documentados, para determinar los valores que incluirán en las diferentes carteras de valores descritas en la norma octava, apartado 1.h).

Las entidades tendrán perfectamente identificados en todo momento los valores asignados a cada una de esas carteras, que se contabilizarán en cuentas internas separadas.»

c) Norma octava. Se suprime la letra e) del apartado 1, dándose nueva redacción a la letra h), y se añade un apartado 8.

h) Sin perjuicio de su clasificación en balance según su naturaleza, las carteras de valores se distribuirán, a efectos de valoración, en cuatro categorías de acuerdo con los siguientes criterios:

I. Cartera de negociación. Se incluirán en esta cartera los valores de renta fija o variable que las entidades mantengan en el activo con la finalidad de beneficiarse a corto plazo de las variaciones de sus precios.

Sólo podrán tener esa condición valores que coticen públicamente y cuya negociación sea ágil, profunda y no influenciable por agentes privados individuales.

No podrán incluirse en esta cartera, o deberán excluirse en su caso:

los valores emitidos por la propia entidad, y las participaciones en el capital de sociedades del grupo o asociadas;

los valores adquiridos con pacto de retrocesión no opcional;

los valores cedidos temporalmente o prestados por plazos superiores a tres meses, y los destinados a cubrir las cesiones a cuentas financieras;

los valores dados en garantías.

II. Cartera de inversión ordinaria. Figurarán en ella los valores de renta fija o variable que no hayan sido asignados a otra categoría.

III. Cartera de inversión a vencimiento. Comprenderá los valores de renta fija que las entidades hayan decidido mantener hasta su amortización, teniendo capacidad financiera para hacerlo. Esta capacidad se presumirá cuando la entidad cuente sea con financiaciones vinculadas a los valores, de plazo equiparable a su vida residual, sea con un excedente neto de pasivos sobre activos de plazo residual e importe iguales o superiores al de esa cartera en el resto del balance, sea con otras coberturas apropiadas del valor de estas inversiones frente a variaciones del tipo de interés.

La clasificación en esta cartera precisará una decisión documentada, de modo que pueda verificarse si se cumplen las condiciones señaladas en el párrafo anterior.

La modificación de la decisión de mantener los valores hasta el vencimiento habrá de estar justificada, debiendo comunicarse al Banco de España las enajenaciones que se produzcan. Se consideran causas justificadas de enajenación los cambios en la legislación que modifiquen de forma profunda el marco en el que actúa la entidad, variaciones importantes en las circunstancias que concurren en el emisor, la ejecución de garantías constituidas, la existencia de dificultades financieras de la entidad o su grupo, u otras causas suficientes a juicio del Banco de España.

IV. Cartera de participaciones permanentes. Se incluirán en esta cartera las participaciones destinadas a

servir de manera duradera a las actividades de la entidad o del grupo al que ésta pertenezca.»

«8. Los traspasos de valores de la cartera de negociación a cualquier otra cartera se realizarán a precios de mercado, deducido, en su caso, el cupón corrido. Los traspasos de la cartera de inversión ordinaria a la de inversión a vencimiento se realizarán al menor del precio de mercado y el precio de adquisición corregido, según se definen éstos en la norma vigésima séptima, apartado 2, saneando, en su caso, las pérdidas que se pongan de manifiesto. Los traspasos de la cartera de participaciones permanentes a otras carteras se realizarán al valor neto en libros. No se realizarán traspasos de la cartera de inversión a vencimiento a otras carteras, ni de la inversión ordinaria a la de negociación.

Todos los traspasos de valores entre las diferentes carteras deben estar adecuadamente documentados, con expresión de las causas que los motivan.»

d) Norma décima. Se da la siguiente redacción del apartado 14.f).

«f) Estén clasificados como países elegibles para la obtención de ayuda financiera ligada, según el Acuerdo sobre Líneas Directrices para los créditos a la exportación con apoyo oficial (Consenso OCDE).»

e) Norma duodécima. Se suprime el apartado 3.

f) Norma decimosexta. En la primera frase del apartado 2, se añade, después de «cartera de inversión», la expresión «de la que formen parte». En la letra a) del apartado 3, se sustituye «letra h)» por «letra h.).».

g) Norma vigésima séptima. Se da nueva redacción del apartado 2 y se añaden nuevos apartados 3 y 4.

2. Los valores asignados a la cartera de inversión ordinaria se contabilizarán de acuerdo con las siguientes reglas:

a) los valores con rendimiento implícito estarán a lo dispuesto en la norma tercera, apartado 2, sobre activos tomados a descuento;

b) los restantes valores se contabilizarán inicialmente por el precio de adquisición, previa deducción, en su caso, del importe del cupón corrido, que se contabilizará transitoriamente en cuentas diversas. También se deducirán, si ha lugar, las bonificaciones y comisiones obtenidas en el momento de la suscripción. No obstante, no se deducirán cuando tales bonificaciones tengan carácter de cupones prepagados, debiendo periodificarse éstas como ingresos financieros durante el período de carencia de intereses;

c) la diferencia, positiva o negativa, entre el precio de adquisición y el valor de reembolso, se periodificará mensualmente, de acuerdo con el criterio establecido en la norma quinta, apartado 2, durante la vida residual del valor, corrigiendo el precio inicial del título con abono o adeudo a resultados. La valoración resultante se denominará a los efectos de la presente Circular precio de adquisición corregido.

d) Los valores cotizados producirán el siguiente ajuste:

I. Trimestralmente se calculará para cada clase de valor la diferencia entre el precio de adquisición corregido, como sustraendo y la cotización, deducido, en su

caso, el cupón corrido, del último día de mercado del trimestre natural, como minuendo. La cotización del último día se sustituirá por la media de los últimos diez días hábiles en valores con mercados poco profundos o erráticos. Cuando los valores estén vendidos con compromiso de recompra, la diferencia se limitará a la parte proporcional correspondiente al período que media entre el término de esa operación y el vencimiento del valor.

II. La suma de las diferencias negativas resultantes de ese cálculo se llevará a una cuenta activa a clasificar entre las de periodificación. Asimismo, las diferencias positivas en valores incluidos en la cartera de inversión ordinaria que satisfagan las características descritas en la norma octava, apartado 1.h).I, segundo párrafo, se abonarán a esa cuenta hasta el importe de las diferencias negativas habidas en otros valores. No se excluyen de este tratamiento los valores prestados.

La contrapartida de esos apuntes será el fondo de fluctuación de valores.

En todo caso, las entidades podrán realizar los saneamientos, en todo o en parte, con cargo a resultados, teniendo en cuenta, en particular, los cambios que se prevean duraderos en las condiciones de los mercados.

III. En caso de enajenación, los beneficios o pérdidas respecto del precio de adquisición corregido se llevarán a resultados, dotándose en el caso de los primeros una provisión, a integrar en el fondo de fluctuación de valores, por su importe. Estas provisiones se aplicarán al cierre del trimestre a la cuenta de periodificación activa mencionada en el párrafo precedente, hasta el saldo calculado en ese momento para la misma liberándose el exceso; no obstante, las provisiones liberadas volverán a constituirse en trimestres posteriores del mismo ejercicio si en ellos se produjese un aumento de la citada cuenta de periodificación.

3. Los valores asignados a la cartera de inversión a vencimiento se contabilizarán de acuerdo con lo dispuesto en las letras a), b) y c) del precedente apartado 2.

Los resultados de las enajenaciones que puedan producirse se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias como resultados extraordinarios, pero en caso de ganancia se dotará una provisión específica por el mismo importe, disponiéndose linealmente de esta provisión a lo largo de la vida residual del valor vendido.

4. Los valores asignados a las carteras de inversión ordinaria o de inversión a vencimiento quedan sometidos a las reglas de clasificación y provisión de las normas décima y undécima, deshaciendo, en el caso de la primera de esas carteras, los ajustes resultantes de la aplicación del precedente apartado 2, en la cuantía que proceda..

g) Norma trigésima séptima. Se da la siguiente redacción al apartado 1.a):

«Los habidos en las operaciones de venta o amortización de valores de renta fija o variable incluidos en la cartera de inversión ordinaria.»

h) Norma trigésima octava. En el apartado 9 se sustituye «incluidas las inmovilizaciones financieras» por «participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento».

i) Norma cuadragésima. La letra e) 5 del apartado 1 queda redactada como sigue:

«Resultados en la negociación de efectos y de valores que estén en la cartera de inversión ordinaria.»

j) Normas cuadragésima primera y cuadragésima novena, apartados 1. Se suprime las expresiones «y las entidades oficiales de crédito» y «la Caja Postal de Ahorros», por estar englobadas en la banca privada. Por otra parte, en todos los anexos se sustituirán los conceptos «entidades oficiales de crédito» o «crédito oficial» por «Instituto de Crédito Oficial».

Asimismo, en la norma cuadragésima novena, apartado 2, se sustituye «Consejo Superior Bancario» por «Asociación Española de Banca Privada».

k) Norma cuadragésima octava. Se da nueva redacción del apartado 4.h):

«h) El desglose en función de su consideración como cartera de negociación, cartera de inversión ordinaria, cartera de inversión a vencimiento o cartera de participaciones permanentes de los epígrafes 5 a 8 del activo del balance, mostrando además el valor a precios de mercado de las carteras de inversión ordinaria y a vencimiento, y el de adquisición de la cartera de negociación. Se señalarán, asimismo, los criterios particulares utilizados para asignar los valores a las diferentes categorías. También se indicará el importe de los traspasos que hayan tenido lugar entre diferentes carteras en el curso del ejercicio.»

l) Anexo I. En el estado M.1, la rúbrica pasiva 10.3 se desglosa en dos conceptos, «Renta fija» y «Renta variable».

En las informaciones complementarias al balance, se suprime el epígrafe «Inmovilizaciones financieras» y se añaden un «Detalle de la cartera de inversión ordinaria», con igual desglose que el de la cartera de negociación. En el estado T.1, la rúbrica 8.1 del Debe pasará a denominarse «Pérdidas netas en participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento», y la 7.1 del Haber, «Beneficios netos en ventas de participaciones permanentes y cartera de inversión a vencimiento».

En las informaciones complementarias al estado T.1 se incluirán tres nuevos conceptos: «Plusvalías compensadoras de minusvalías de la cartera de inversión ordinaria», «Acreedores por valores: diferencias de valoración no imputables a intereses devengados», y «Cartera de inversión a vencimiento: valoración a precio de mercado» con el siguiente detalle: «del que: fondos públicos».

Norma segunda

Se da la siguiente redacción a la norma novena, apartado 1.i) última frase, de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito.

«En todo caso, se deducirá la diferencia que se produzca entre el importe registrado en "Otras periodificaciones" que corresponda a la cuenta activa a que se refiere la norma vigésima séptima, apartado 2.d).II de la Circular 4/1991, como minuendo, y el de otros fondos especiales específicos mencionados en la misma norma, apartado 3, como sustraendo.»

Entrada en vigor y disposición transitoria

1. La presente Circular entrará en vigor el día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, siendo de aplicación a los balances y cuentas de resultados de septiembre de 1994 inclusive.

2. El importe de los saneamientos de la cartera de inversión adeudados a resultados en virtud de la antigua norma vigésima séptima, apartado 2, tercer párrafo, antes de la entrada en vigor de la presente Circular, se considerará firme, permaneciendo en consecuencia su contrapartida en el fondo de fluctuación de valores hasta que pueda liberarse por una eventual mejora de las cotizaciones.

3. No obstante lo dispuesto en la norma octava, apartado 8, los traspasos de valores que se realicen en el último trimestre de 1994 de la cartera de inversión ordinaria a la de inversión a vencimiento se podrán realizar por la valoración que allí se indica referida al 30 de junio de 1994.

OPINIONES

EL RETO DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

Elena Flor

Jefe de Finanzas y Mercados del periódico *Expansión*

La crisis de la deuda pública, desatada en febrero con el inicio de la subida de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos, no ha modificado el sentir general de los participantes de que el funcionamiento estricto del mercado, en cuanto a su operativa, es bueno, si bien todos los entrevistados por PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, apuntan una serie de críticas y posibles soluciones para evitar que situaciones como la pasada se repitan.

El exceso de oferta de deuda pública en los mercados es una de las causas apuntadas por **Juan Antonio Ketterer** para explicar la crisis, por la declarada voluntad de los gobiernos de incrementar el déficit público. A ello se ha unido, apunta **Juan Antonio Gisbert**, la internacionalización de la deuda española, más influida por factores externos que internos, y el dominio de los profesionales del *trading*.

El hecho de que la crisis de la deuda haya sido más profunda en el mercado español que en mercados similares lleva a los expertos a pensar que, además del clima de inestabilidad política que vivió el país en el contexto de las elecciones europeas del pasado mes de junio y ante los escándalos de corrupción, ha tenido un papel determinante el tratamiento contable trimestral de las minusvalías en deuda de bancos y cajas. Esta normativa, que ha sido suavizada en septiembre, ha distorsionado la formación de precios.

Las pérdidas de bancos y cajas en sus carteras de deuda llegaron a ser de cuatrocientos mil millones de pesetas, con un fuerte peso en las cuentas de resultados, que han registrado una caída media de sus beneficios netos del 21 por 100 en el primer semestre, según datos de la AEB.

La modificación del tratamiento contable de las minusvalías de los bancos, que les permite tener una cartera a vencimiento de deuda sobre la que no tendrán que hacer provisiones, ha sido una de las reivindicaciones más solicitadas por los participantes en el mercado de deuda, junto con la reducción del déficit público. A ello se une la corrección de los diferenciales de tipos entre España y el resto

de los países de la Unión Monetaria, que pasa por intensificar el proceso de reforma estructural de la economía española.

Raimundo Ortega indica además que para convencer a los mercados de que la economía se encuentra en fase de recuperación hacen falta algo más que buenas palabras, con una inflación que no cede y un Presupuesto cuyo rigor se debilita cada semana. «La triste conclusión que el mercado ha sacado es que estamos en la tercera división europea, con Italia y Suecia como ilustres compañeros», señala **Ortega**.

Respecto a los aspectos puramente operativos, el mercado español de deuda pública funciona de forma satisfactoria. En su desarrollo ha jugado un papel fundamental la Central de Anotaciones del Banco de España, desde su entrada en funcionamiento en abril de 1987. Esta es una afirmación que comparten todos los entrevistados. La Central de Anotaciones ha dotado de una estructura y un soporte básicos al mercado, haciéndolo equiparable a los principales mercados internacionales de deuda, además de permitir una financiación más ortodoxa del déficit presupuestario y una instrumentación más precisa de la política monetaria.

Juan José Toribio va más allá de la descripción del momento presente y lanza un reto al Banco de España: el traslado de la titularidad del mercado al sector privado. **Toribio**, presidente del mercado AIAF de renta fija, señala que no es frecuente que un banco emisor se constituya en entidad rectora del mercado de deuda pública, y añade que, si bien tuvo sentido en su momento, para impulsar la creación del mercado, se debería plantear la posibilidad de que la titularidad se transfiriera gradualmente al sector privado, sin perjuicio de que los poderes públicos establezcan las correspondientes regulaciones. Este es el caso de los restantes mercados de capitales, y no se entiende bien por qué el de deuda pública debe constituir una excepción, añade.

Raimundo Ortega, por su parte, cita dos inconvenientes del mercado español de deuda: su fuerte

dependencia de la actuación de los inversores extranjeros y su extremada correlación con los mercados exteriores, en especial con el bono alemán.

El mercado de deuda pública se ha visto complementado con el desarrollo de los productos derivados. Los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones de cobertura de los activos subyacentes. MEFF Renta Fija ha experimentado un fortísimo crecimiento de su volumen de contratación, que ha pasado de una negociación de veinte billones en 1992 a un volumen de 115 billones de pesetas al cierre del primer semestre de este año, lo que le sitúa como el cuarto mercado europeo. Entre enero y junio se negocian 78,71 billones de pesetas en el contrato de futuro sobre el bono a diez años, con una media mensual de 13 billones. No obstante, se echan de menos por parte de algunos de los entrevistados ciertos elementos dinamizadores como la reducción de comisiones, una mayor liquidez en algunos segmentos y el desarrollo de otros contratos. **Javier Zoido** pone de manifiesto la necesidad de desarrollar contratos de divisa, que supone una carencia grave para los fondos de inversión. **Juan José Toribio** destaca cómo MEFF superó en 1993 con éxito la competencia planteada por el mercado Liffe de Londres en la contratación de futuros sobre el bono nocial español, reteniendo una cuota de mercado tan elevada que obligó a Liffe a abandonar el proyecto. **Guillermo Ibáñez** alerta sobre el riesgo de la gestión de estos activos financieros en un entorno de gran volatilidad, como ha puesto de manifiesto recientemente un informe del Grupo de los Treinta.

Una de las consecuencias más claras del importante desarrollo de la deuda pública en nuestro país ha sido la fuerte competencia desatada con la financiación del sector privado. No obstante, la competencia entre el sector público y el sector privado hay que considerarla en términos relativos, afirma **Emilio Ontiveros**, ante la diferencia de tamaño entre ambos mercados. Así, mientras el saldo vivo de deuda de las administraciones públicas se elevaba a 27 billones de pesetas al cierre de 1993, las obligaciones emitidas por empresas no financieras apenas superaban el 10 por 100 de este importe. **Zoido** considera que esta competencia es la lógica y normal, y que no ha creado tensiones en los tipos de interés.

Raimundo Ortega, por su parte, indica que la competencia por la captación del crédito en el sector financiero ha hecho variar la lucha entre las emisiones públicas y las privadas. En su opinión, el hecho de que algunos bancos y cajas estén dispuestos a prestar dinero a tipos de interés muy competitivos (Mibor + 0,20/0,40) hace que resulte poco atractivo para las empresas salir a los mercados, donde difícilmente podrían encontrar fondos a estos tipos de interés.

Guillermo Ibáñez, por el contrario, opina que esta competencia sector público-sector privado es muy importante, aun cuando podría parecer que en épocas de atonía inversora como las actuales el sector privado no es demandante de fondos. La financiación del déficit público a través de la emisión de deuda provoca un efecto expulsión (*crowding out*) sobre la financiación del sector privado que tiene implicaciones tanto en los flujos de financiación como en los tipos de interés de las economías nacionales.

El actual tratamiento fiscal de la deuda pública, que desde enero de 1991 discrimina a los residentes frente a los no residentes, exentos de tributación, levanta ampollas entre la mayoría de los participantes en este cuestionario. El privilegio del que gozan los no residentes está provocando el desarrollo de actividades quasi-defraudatorias como el «lavado de cupón», que consiste en compartir el lucro cesante, a costa de Hacienda, con el comprador del citado cupón, que es un no residente. Estas prácticas, dice **Juan Antonio Gisbert**, están muy alejadas de la normal formación de precios. Además, **Juan Antonio Ketterer** indica que la distorsión más importante de la asimetría fiscal entre residentes y no residentes consiste en la clara preferencia del capital no residente por la deuda pública, en detrimento de la inversión privada, con una fuerte entrada de capitales desde 1991.

Raimundo Ortega considera que este tratamiento fiscal viene forzado por la existencia de un déficit público tan elevado que impide imaginar, «me temo que por mucho tiempo», la posibilidad de eliminar la retención de un 25 por 100 para los residentes. No obstante, propone agilizar el sistema de devolución de las retenciones a los residentes a través de la introducción de los *strips*, títulos que permiten negociar por separado el principal del bono o la obligación y el cupón. Respecto a los no residentes, señala que deberían identificarse con una clave especial en la Central de Anotaciones de tal forma que no se llegara a producir la retención, evitando el engorroso sistema actual de retención y devolución.

En última instancia, la modificación de la fiscalidad de la deuda pública forma parte del problema del rediseño global del sistema tributario aún pendiente, dice **Juan José Toribio**. La armonización fiscal con la Unión Europea contribuiría a fortalecer los lazos económicos y sería un paso firme en el camino hacia la Unión Económica y Monetaria.

Juan Antonio Gisbert opina que pese a algunos efectos adversos, sin la colocación exterior de nuestra deuda probablemente no fuera posible para el Tesoro la reducción del coste de su endeudamiento ni la posibilidad de compensar nuestra balanza de pagos, habida cuenta de la débil atracción que para el inversor español todavía presenta el endeudamiento a largo plazo. Al mismo tiempo, indica, tampoco se habría conseguido la liquidez,

profundidad y evolución positiva de los mercados de derivados ni el elevado número de partícipes.

Javier Zoido considera que la dependencia de nuestro mercado respecto a los inversores extranjeros no es excesiva. El problema estriba más bien en la poca participación de las entidades españolas en los otros mercados europeos, indica. **Zoido** se muestra partidario de una visión más abierta de las tesorerías y fondos de inversión, que incluyese todo tipo de bonos europeos en su espectro de inversiones.

Juan José Toribio apunta que hoy no existe ninguna diferencia, ni legal ni *de facto*, entre lo que los españoles y los extranjeros pueden hacer con su dinero. Debemos, por tanto —dice—, dejar de prestar tanta atención al origen de los fondos y preocuparnos en cambio del alto nivel alcanzado por el endeudamiento público español, próximo a superar la barrera del 60 por 100 del producto interior bruto establecida en el tratado de la Unión Monetaria Europea.

«NO A LA DISCRIMINACION FISCAL ANTE LA UEM»

Juan Antonio Gisbert García

Director General de la Caja de Ahorros del Mediterráneo

Juan Antonio Gisbert considera que, ante el proceso de armonización fiscal de la Unión Europea, el Tesoro deberá suprimir cualquier trato

discriminatorio entre residentes y no residentes, para evitar prácticas alternativas alejadas de la normal formación de precios.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de la deuda pública?

—Desde que, en la segunda mitad de la década de los ochenta, la deuda se pudo materializar en anotaciones en cuenta y se creó la Central de Anotaciones de Deuda Pública, encargada del control y compensación, los mercados de deuda experimentaron un desarrollo espectacular.

Actualmente, podemos sentirnos satisfechos en cuanto a su transparencia y profundidad. Profundidad conseguida tanto por el elevado número de participantes, como por el crecimiento experimentado en las emisiones del Tesoro. Es evidente que el comportamiento del mercado está íntimamente unido a la política de deuda y al creciente protagonismo del Estado en los mercados a medio y largo plazo.

Nos encontramos, por tanto, en un mercado cuya estructura y funcionamiento se aproxima ya a los de los países de nuestro entorno, con un importante incremento de la liquidez.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Estos instrumentos nacen con el objetivo de cubrir las carteras para preservarlas de movimientos bruscos en los precios. En la medida en que estos productos se distancien del objetivo



para el que fueron diseñados, menos adecuadamente cumplirán sus funciones.

Una de las causas que han contribuido al buen funcionamiento del mercado de deuda es, sin duda, el peso que los mecanismos de cobertura están teniendo en la transformación de los riesgos, siendo básicos para el desarrollo de este mercado.

En la actualidad los mercados de derivados están cumpliendo adecuadamente su función, aun con ciertas rigideces, fruto de la contratación casi en exclusiva de contratos de futuros y con una débil negociación de los contratos de opciones, siendo, no obstante, preciso introducir nuevos elementos dinamizadores, como son la reducción de comisiones y la aparición de nuevos contratos.

En definitiva, los mercados de derivados son ya una realidad en nuestro sistema financiero, aun estando todavía en fase de consolidación, con importantes incrementos en los volúmenes de negociación, que hacen concebir su futuro con relativo optimismo.

—¿Opina que se está produciendo una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—El trasvase de saldos de acreedores a fondos de Inversión Mobiliaria y Fondtesoros se presenta como una alternativa ciertamente competitiva a los

pasivos bancarios, con una intensidad cada vez más creciente.

Desde este posicionamiento, se produce una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos, y muy especialmente en la última época, cuando la situación de la economía llevó a una atonía inversora de dicho sector en comparación con el sector público. Además, la escasez de demanda de crédito solvente también ha sido un factor determinante en las entidades financieras, que han colocado un importante volumen de recursos en deuda pública, tratando de optimizar las variables rentabilidad/riesgo.

«Una de las causas que han contribuido al buen funcionamiento del mercado de deuda es, sin duda, el peso que los mecanismos de cobertura están teniendo en la transformación de los riesgos»

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo referente a residentes como a no residentes?

—Entiendo que el tratamiento fiscal dado a la deuda, favorable a los no residentes, está motivado por la necesidad de captación por parte del Tesoro de recursos procedentes de inversores extranjeros, lo que ha supuesto la incorporación de la deuda en pesetas a los mercados internacionales.

No obstante, desde una perspectiva unificadora, y teniendo en cuenta la irrelevancia de las fronteras políticas en las inversiones financieras, así como el proceso de armonización fiscal de la Comunidad Europea, el Tesoro deberá suprimir cualquier efecto discriminatorio, tanto entre residentes y no residentes como frente a los pasivos bancarios, evitando con ello que en el mercado se realicen una serie de prácticas alternativas muy alejadas de la normal formación de los precios.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—Sin la colocación exterior de nuestra deuda, probablemente no fuera posible para el Tesoro la reducción del coste de su endeudamiento, ni la posibilidad de compensar nuestra balanza de pagos, habida cuenta la débil atracción que para el inversor español presenta todavía el endeudamiento a largo plazo. Al mismo tiempo, tampoco se habría conseguido la liquidez, profundidad y evolución positiva de los mercados de derivados, ni el elevado número de partícipes.

Es evidente que, entre sus efectos adversos, la

internacionalización produce una gran dependencia exterior. Sin embargo, la marcada influencia de las perturbaciones exógenas en los mercados de deuda, originadas éstas por amplios movimientos de capitales —consecuencia directa de las variaciones experimentadas por los tipos de interés, especialmente en Estados Unidos—, no debe conducir a suponer que es excesiva la presencia de inversores extranjeros en nuestros mercados de deuda, ya que sin su actuación no podrían funcionar tal y como los concebimos actualmente.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—En principio, y a modo de resumen, creo que la crisis del mercado de deuda ha puesto de manifiesto determinadas circunstancias que, en todo momento, han estado presentes en este mercado, pero que no siempre han sido tomadas en consideración por parte de sus gestores. Situaciones como las que a continuación se describen se han manifestado en esta crisis mucho más virulentamente que en crisis anteriores:

- La internacionalización de la deuda española, cuya madurez en cuanto a liquidez, volumen y funcionamiento de los mercados derivados, ha propiciado paradójicamente la rápida toma de posiciones vendedoras.
- La relación existente entre los bonos europeos y la política de la Reserva Federal Norteamericana. Es paradójico observar cómo la crisis sorprendió a la práctica totalidad de los inversores europeos convencidos como estábamos de que el corto y medio plazo iban a estar marcados por la evolución a la baja de nuestros tipos de interés y la incipiente recuperación económica, sin ninguna conexión con la evolución de los Estados Unidos.
- La influencia de los *hedge funds* norteamericanos, por la trascendencia de sus decisiones en las cotizaciones de la deuda europea.
- El dominio que los profesionales del *trading* ejercen en los mercados de deuda, cuyas posiciones responden a criterios meramente especulativos sin ningún fundamento financiero.

Sin embargo, personalmente me ha sorprendido la rapidez con que se ha modificado el entorno financiero sin causas aparentemente lógicas y la velocidad con que los mercados respondían a esas variaciones. Nadie, en mi opinión, podía prever una crisis tan profunda y larga en unos momentos en los que la salida de la recesión no parecía permitir la existencia a largo plazo de tipos elevados.

En conclusión, desde mi posición como responsable de una entidad financiera, considero cada vez más patente la necesidad de profundizar en la gestión de los activos y pasivos de las entidades, con el objetivo de limitar el riesgo que suponen las variaciones de los tipos de interés.

—¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?

—Posiblemente no, aunque en nuestro país podrían haberse suavizado sus efectos. Así, se tiene el convencimiento de que la crisis en los mercados europeos de deuda se ha debido más a razones coyunturales (debilidad del dólar, apreciación del yen, repunte de los tipos a corto en los Estados Unidos, incertidumbre lógica en un cambio de ciclo económico, etc.), que a razones de fondo, circunstancias que han provocado importantes desplazamientos en las carteras de bonos internacionales.

Sin embargo, el hecho de que la crisis haya sido más intensa en el mercado español que en el resto de mercados similares nos mueve a pensar que en él se dan una serie de especificaciones que conviene analizar:

En primer lugar, y está en la mente de todos, que en el mercado español ha influido extraordinariamente el tratamiento contable de la deuda en las

carteras de las entidades de crédito, que, por su carácter asimétrico, por la penalización que somete a los valores de vida residual corta o media y por la no exclusión en sus exigencias de aquella cartera que se pretende conservar hasta su vencimiento, distorsionaba la formación de los precios en este mercado y contribuía sobremanera a la intensificación de las posiciones vendedoras por temor a las provisiones.

También, a mi juicio, es preciso corregir los diferenciales de tipos con otros mercados, lo que pasa por intensificar el proceso de reforma estructural de la economía, de forma que permita alcanzar el objetivo en lo que a variables de convergencia a la Unión Europea se refiere.

Y, finalmente, creo que deberían redoblararse los esfuerzos para conseguir que los mercados sean aún más transparentes y abiertos, para así ofrecer una mayor información, cuidando ante todo de la existencia de un equilibrio adecuado entre creadores e inversores.

«LOS RIESGOS DE LA GESTIÓN DE OPCIONES Y FUTUROS EN UN ENTORNO VOLATIL»

Guillermo Ibáñez Calle

Interventor General de la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK)

El satisfactorio funcionamiento del mercado español de deuda se pone de manifiesto en su homologación internacional, dice Guillermo Ibáñez, quien, no obstante, menciona algunos puntos de posible mejora, como el desarrollo de los strips de deuda,

—*¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?*

—Los mercados de deuda pública funcionan razonablemente bien. Tras las últimas reformas y la generalización del sistema de anotaciones en cuenta, los mercados de deuda pública han adquirido una homologación internacional, como lo demuestra el hecho de la presencia masiva del sector no residente dentro de los mismos. Esta homologación internacional es el mejor test indicativo de la confianza depositada en el desarrollo y funcionamiento de los mercados. No obstante, cabría mencionar algunos puntos de posible mejora: strips de deuda, mejor tratamiento fiscal en algunas operaciones y una mayor profundidad de los mercados que evite su segmentación.

—*Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?*

—En general sí, aunque su desarrollo es incipiente y, en consecuencia, no tiene en algunos casos la profundidad necesaria para cumplir adecuadamente su misión. Un problema adicional consiste en el desconocimiento de determinados agentes y entidades en cuanto a la gestión de los

un mejor tratamiento fiscal de algunas operaciones y una mayor profundidad de los mercados para evitar su segmentación. Ibáñez destaca los riesgos de la gestión de opciones y futuros en un entorno de alta volatilidad.



riesgos financieros, en un entorno de gran volatilidad, acumulándose de esta manera una serie de riesgos importantes que pueden poner en entredicho la liquidez y el sistema de garantías establecido. Así lo ha puesto de manifiesto recientemente un informe del Grupo de los Treinta, que ha alertado sobre los riesgos aparejados a la gestión de instrumentos derivados.

—*Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?*

—Por supuesto que sí. Aunque puede parecer que el sector privado no es demandante de recursos financieros en épocas de atonía inversora como las actuales, no cabe duda de que la financiación del déficit público a través de los instrumentos de deuda de las administraciones públicas tiene un efecto expulsión sobre la financiación del sector privado (efecto crowding out), que tiene implicaciones tanto en los flujos de financiación como en los niveles de los tipos de interés de las economías nacionales.

—*Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?*

«El desconocimiento de algunos agentes de los riesgos financieros de los derivados, en un entorno de gran volatilidad, puede poner en entredicho la liquidez y el sistema de garantías establecido»

—En cuanto al sector no residente, el tratamiento fiscal es muy favorable y está homologado internacionalmente, como así lo atestigua la posición importante que mantiene este sector en la financiación del segmento largo de los mercados de deuda. En cuanto al sector residente, el tratamiento fiscal de la deuda pública tiene los mismos defectos que la imposición general sobre los rendimientos del capital en la economía española. Se echa de menos una mayor armonización fiscal entre los países de la UE que contribuya a fortalecer los lazos económicos y que suponga un paso firme en el camino hacia la UEM.

—*¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?*

—Quizá sea excesiva, pero es incuestionable: cerca del 50 por 100 del conjunto de deuda del Estado a medio y largo plazo está en poder del sector no residente, que ha venido mostrando a lo largo de los últimos años una confianza creciente en los mercados interiores y en el diferencial de los tipos de interés internos en relación con otras alternativas de inversión. Esto forma parte de las reglas actuales del juego y de la intensa internacionalización de las economías europeas y, en concreto, de la economía española. No hay vuelta de hoja en esta materia y, por lo tanto, aunque en algunos casos se pueda considerar excesiva la presencia del sector no residente en el mercado de deuda, esta misma presencia contribuye a ampliar la base de tenedores de títulos del Estado y, por consiguiente, a abaratar la financiación del Tesoro y dotar de mayor profundidad y liquidez a los mercados de deuda pública.

—*¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?*

—La crisis que está afectando a los mercados de deuda en 1994 es una crisis muy compleja, en la que se combinan elementos difíciles de explicar. A la debilidad del dólar, incompatible con la posición de la economía americana en el ciclo y con el cambio de política económica de la Reserva Federal realizada el pasado febrero, habría que añadir la agudización de la pendiente positiva de las curvas de tipos de interés, que se ha trasladado de una manera generalizada a toda Europa y que ha culminado en una elevación sustancial de los tipos de interés reales a largo plazo ante el temor a nuevas presiones inflacionistas desatadas con motivo de la recuperación económica. Sobre estos factores internacionales, habrían operado todos aquellos elementos diferenciales que pesan sobre las economías periféricas, y en especial sobre la economía española. La ampliación de los diferenciales con relación al *Bund* alemán ha sido un reflejo del castigo que los mercados están imponiendo a las economías con peores fundamentos y con menor credibilidad antiinflacionista. De esta crisis, la conclusión que se puede extraer es que los mercados financieros internacionales constituyen, hoy en día, una importante limitación para las políticas económicas, que puede llegar a poner en duda los indicios de reactivación económica.

—*¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—A lo máximo que puede aspirar una economía periférica, como la economía española, es a reducir sus diferenciales con relación a las economías nucleares y, en concreto, con relación a la economía alemana. La manera de reducir estos diferenciales sería la de ofrecer un mejor balance de los fundamentos económicos y una mayor credibilidad antiinflacionista de la política monetaria y fiscal. La inestabilidad actual de la política económica española, junto con el abultado volumen de déficit público y la persistencia de la inflación, están siendo penalizados de manera creciente por los mercados financieros internacionales.

«UNA APUESTA POR EL SECTOR PRIVADO»

Juan José Toribio Dávila

Secretario General Técnico de La Caixa y Presidente de AIAF

Juan José Toribio lanza una apuesta claramente innovadora para el traslado gradual de la titularidad del mercado de deuda pública desde el ámbito del Banco

de España al sector privado, sin perjuicio de que los poderes públicos establezcan las correspondientes regulaciones.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—Tengo una opinión claramente favorable sobre el funcionamiento del mercado de deuda que se estableció tras la creación de la Central de Anotaciones del Banco de España. A este respecto, estimo que el RD 505/87, de 3 de abril, marcó un hito histórico, no sólo en cuanto a los fundamentos técnicos del mercado, sino también en lo que se refiere a la actitud de los inversores finales, españoles y extranjeros, frente a la deuda pública de nuestro país, que, hasta entonces, estaba considerada como un activo marginal en el mercado de capitales, sin atractivo para el gran público. Toda esta reforma ha posibilitado una financiación más ortodoxa del déficit presupuestario y —lo que resulta igualmente importante— una instrumentación más precisa de la política monetaria, al facilitar las operaciones de *open market*.

Este juicio globalmente favorable debe, sin embargo, ser matizado con una reflexión sobre la titularidad del mercado. No es frecuente, en efecto, que un banco emisor se constituya —como lo hace el Banco de España— en entidad rectora del mercado de deuda pública. Quizás ello tuvo sentido en su momento, como fórmula para impulsar la creación del mercado, pero creo que se debería plantear la posibilidad de que la titularidad del mismo



fuese transferida gradualmente al sector privado, sin perjuicio de que los poderes públicos establezcan las correspondientes regulaciones. Tal es el caso de los restantes mercados de capitales (renta variable, AIAF, intermediarios de renta fija, derivados, etc.), y no se entiende bien por qué el de deuda pública debe constituir una excepción.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Sin duda alguna. Si no me equivoco, MEFF renta fija (radicado en Barcelona) es hoy el cuarto mercado europeo en cuanto al volumen de contratación, experimentando en 1993 un crecimiento espectacular, y gozando de un prestigio creciente dentro y fuera de nuestro país. Como es conocido, el pasado año superó con éxito la competencia planteada por el mercado de Londres (Liffe) en cuanto a la contratación de futuros del bono nocial español, reteniendo una cuota de mercado tan elevada que obligó a Liffe a abandonar el proyecto.

Pero, a mi juicio, el mayor éxito de MEFF ha sido el haber difundido entre los inversores españoles de renta fija (especialmente los institucionales) la comprensión de la verdadera naturaleza de los derivados financieros, tanto futuros como opciones, disipando el tópico de «mercado especulativo», como erróneamente se le calificó en su aparición, y subrayando el carácter de «seguro» o «cobertura»

que tienen la mayoría de las operaciones que en MEFF se realizan. De esta forma, se han enriquecido extraordinariamente las posibilidades de actuación en el mercado de la deuda pública española.

—*¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de los fondos?*

—Sin duda alguna. Pero la competencia no procede del hecho de que el mercado de deuda pública y el de sus derivados hayan sido estructurados en la forma en que hoy lo están. Cualquiera que hubiera sido su instrumentación, los mercados de deuda pública constituirían (como hoy) una manifestación del «efecto-expulsión» que el gasto público inevitablemente genera sobre la actividad privada. Es evidente que mientras el déficit del sector público español no se reduzca a cero (y no parece probable que alcancemos tal grado de sensatez en lo que queda de siglo) su financiación continuará gravitando sobre el ahorro interno o exterior, en desigual competencia con el sector privado, cuyas fuentes de financiación resultan, así, relativamente encarecidas. Las viejas pretensiones de soslayar ese inconveniente mediante la financiación del déficit por el banco emisor, lejos de solucionar el problema, lo agravaban aún más, por lo que debe ser bienvenida la nueva Ley de Autonomía del Banco de España que establece la prohibición de tal sistema. Sería, en todo caso, deseable que ese sentido de la ortodoxia fuera también aplicado a la reducción del déficit público, no solamente a su financiación.

«Es evidente que mientras el déficit del sector público español no se reduzca a cero, su financiación continuará gravitando sobre el ahorro interno o exterior, en desigual competencia con el sector privado»

—*¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?*

—Puedo entender el propósito que anima al actual privilegio fiscal otorgado a los inversores no residentes, para los cuales, los intereses e incrementos de patrimonio derivados de operaciones con deuda pública no se considerarán obtenidos o producidos en España (por tanto, no sujetos a gravamen) siempre que no operen a través de establecimientos permanentes en nuestro país. Obviamente, se persigue el objetivo de estimular la entrada de capitales extranjeros. Temo, sin embargo, que, como en tantas otras distorsiones legales, la intención del legislador sea mejor que los resultados prácticos obtenidos.

Esa discriminación fiscal a favor de los no resi-

dentes, unida al régimen de libertad de movimientos de capital, hoy afortunadamente en vigor, puede hacer (si no está ocurriendo ya) que una parte importante del ahorro español salga al exterior para volver a incorporarse a nuestros propios mercados como fondos de no residentes. Creo que resultaría más equitativo y menos distorsionador otorgar a los residentes españoles las mismas ventajas fiscales de las que gozan entre nosotros los extranjeros, pero eso, obviamente, forma parte de un problema más general, como es el del rediseño global de nuestro sistema tributario. Tarde o temprano tendremos que acometerlo.

—*¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?*

—No, de ninguna manera. Ojalá hubiera más inversores extranjeros en deuda española, porque eso significaría que el ahorro exterior se sentía más atraído por nuestro mercado y que tanto el déficit público como el exterior encontrarían una cobertura más fácil. El endeudamiento total de las administraciones públicas españolas asciende a más de treinta billones de pesetas, y la deuda pública en poder de extranjeros no supera —según datos recientes— los cuatro billones y medio.

Pero, en mi opinión, no se trata sólo de un tema de cifras o porcentajes, sino de comprensión de conceptos. En efecto, tras el temor a la «excesiva» participación de los inversores extranjeros en el mercado financiero español (que algunos expresan) subyace un indebido apego mental a las antiguas estructuras financieras y una falta de comprensión hacia el funcionamiento de los mercados modernos. Hoy, en efecto, no existe ninguna diferencia, legal ni *de facto*, entre lo que españoles y extranjeros pueden hacer con su dinero, de forma que los residentes en nuestro país están capacitados para invertir libremente en el exterior, como los que legalmente residen fuera pueden hacerlo en España. Españoles y extranjeros mueven su dinero con plena libertad, y no creo que sus respectivas actitudes frente a la deuda española, en relación con la de otros países, sean muy distintas, ni que la pretendida «dependencia» de nuestro mercado respecto a unos u otros tengan grandes efectos prácticos. En particular, no me parece que la inversión de los no residentes en deuda española sea necesariamente más inestable que la procedente del ahorro interno. Debemos, por tanto, dejar de prestar tanta atención al origen de los fondos y preocuparnos, en cambio, del alto nivel alcanzado por el endeudamiento público español, próximo a superar la barrera del 60 por 100 del PIB establecida en el tratado de la Unión Monetaria Europea.

—*¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?*

—Que, al generalizarse la expansión económica, se está librando una batalla a nivel mundial por la atracción de capitales procedentes de un ahorro relativamente escaso. En tales circunstancias, se hace imperativo reducir el déficit del sector público y, con él, su apelación al mercado de capitales. De lo contrario, los tipos de interés reales pueden elevarse hasta niveles capaces de yugular la incipiente recuperación que vivimos en España.

—*¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—Quizá podría haberse suavizado agilizando la reforma de la Circular 13/1994 del Banco de España en lo relativo a contabilización de las carteras de renta fija de las entidades de crédito, puesto que la necesidad, allí establecida, de valorar dichas carteras a precio de mercado venía introduciendo un sesgo vendedor en los mercados de deuda. Afortunadamente, tal reforma se plasmó, a finales de septiembre, en una nueva circular del Banco Emisor que ha generado más serenidad en los mercados. Más vale tarde que nunca.

«LA FUERTE PRESENCIA EXTRANJERA AUMENTA LA VOLATILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA»

Juan Antonio Ketterer

Subdirector General de MEFF Renta Fija

La importante posición en la deuda pública española de los inversores extranjeros provoca que factores sin relación directa con nuestra economía puedan inducir una corriente vendedora,

normalmente colectiva, por parte de los no residentes, lo que produce una volatilidad adicional de los precios de los bonos y, en consecuencia, de los tipos de interés relevantes, opina Ketterer.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—El mercado de deuda pública español goza de un alto nivel de eficiencia, especialmente en lo que se refiere a la deuda a medio y largo plazo.

En primer lugar, el Banco de España asegura el buen funcionamiento del mercado por medio de una impecable gestión de la Central de Anotaciones de Deuda. La existencia de esta infraestructura sobrmanera la negociación.

Paralelamente, es necesario dar el crédito pertinente a los *creadores de mercado* y al conjunto de intermediarios que fundamentan las bases de funcionamiento del mercado. En torno a ellos se articula la liquidez y la formación eficiente de los precios.

Finalmente, la Dirección General del Tesoro, con una política de emisión de títulos consistente, ha contribuido a consolidar el mercado en el segmento de diez años. Esto posibilita que el mercado español de deuda esté «homologado» con los mercados de los principales países de la Comunidad.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—En mi opinión, los mercados de futuros y op-



ciones han tenido un impacto incuestionablemente positivo en el desarrollo del mercado de deuda. En este sentido, están cumpliendo adecuadamente con su función principal.

Los futuros y las opciones se presentan como instrumentos de cobertura contra el riesgo de cambios inesperados de los tipos de interés. Este tipo de instrumentos financieros permite a los inversores la toma de posición en deuda pública sin que tengan que asumir todo el riesgo derivado de la volatilidad de los tipos de interés. De esta manera, facilitan una mayor participación en el mercado de deuda, en cuanto los inversores lo perciben con un menor nivel de riesgo.

Además de la dimensión de gestión del riesgo de tipos de interés, los futuros y las opciones permiten eliminar casi por completo el riesgo de liquidez del mercado de deuda subyacente. La posibilidad de comprar o vender deuda de manera sintética a través de futuros y opciones dota a estos instrumentos de un atractivo adicional.

Prueba de la aceptación y del valor añadido de los futuros y opciones la constituye el espectacular desarrollo experimentado por estos mercados. Las estadísticas así lo demuestran, ya que se ha pasado de una negociación de veinte billones de pesetas en 1992 a un volumen de sesenta billones de pesetas sólo en el primer trimestre de 1994.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Dado que en un momento del tiempo existe una cantidad finita de ahorro, el sector público y el sector privado deben forzosamente competir para captarlo. Esta competencia tiene lugar en el terreno de los tipos de interés, es decir, a nivel de la remuneración que cada uno de los sectores es capaz de ofrecer al inversor prospectivo. Típicamente, en un período de altos tipos de interés y con tasas impositivas marginales altas (como en el caso de nuestro país), el ahorro privado se deriva mayoritariamente hacia la deuda pública en detrimento de la inversión privada.

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—Las asimetrías fiscales que en estos momentos sufren los mercados de deuda están produciendo algunas distorsiones que en nada contribuyen a la eficiencia asignativa de los recursos de inversión. La exención de la retención únicamente para los no residentes da lugar a operaciones artificiales, como por ejemplo el lavado de cupón. Este tipo de consecuencias son, en cualquier caso, esperables y de carácter menor.

La distorsión más importante de la asimetría fiscal entre residentes y no residentes consiste en la clara preferencia del capital no residente por la deuda pública, en detrimento de la inversión privada.

«La Dirección General del Tesoro, con una política de emisión de títulos consistente, ha contribuido a consolidar el mercado en el segmento de diez años, lo que posibilita que el mercado español de deuda esté “homologado” con los mercados de los principales países»

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—El porcentaje de deuda pública en manos de no residentes es, ciertamente, alto. Independientemente de lo que esto nos dice sobre el endeudamiento del Estado y la capacidad de generación de ahorro doméstico, también tiene una implicación importante para el funcionamiento del mercado.

En las condiciones actuales, el mercado de deuda pública española ya no obedece únicamente, ni tan siquiera principalmente, a los fundamentos de la economía española. Las compras y las ventas de

deuda por parte de inversores no residentes pueden obedecer a una multiplicidad de razones más o menos relacionadas con la evolución de la economía doméstica. Factores sin relación directa con nuestra economía pueden inducir a una corriente vendedora, normalmente colectiva, por parte de los no residentes. Este fenómeno induce una volatilidad adicional de los precios de los bonos y, en consecuencia, de los tipos de interés relevantes. El consiguiente impacto sobre la predicción y capacidad de control de las variables macroeconómicas domésticas es, probablemente, negativo.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—El último episodio de la crisis del mercado de deuda ha sido el resultado del recrudecimiento de tensiones estructurales subyacentes, exacerbadas por factores de carácter coyuntural.

El endeudamiento endémico de los estados europeos representa una hipoteca sobre el proyecto de Unión Monetaria. Este es precisamente el componente que los mercados castigan incrementando los rendimientos de las deudas a largo plazo. Los recientes episodios de Suecia e Italia ejemplifican vívidamente la dinámica implacable de los mercados.

Un simple ejercicio de análisis de oferta y demanda revela que si el activo objeto de intercambio se deteriora y/o su oferta aumenta, el precio, necesariamente, debe disminuir. En el caso de la deuda, la disminución del precio resulta en un aumento de la rentabilidad.

El aumento de la oferta de deuda está garantizado por la declarada voluntad de los gobiernos de incrementar el déficit público. No se trata de que el mercado esté adivinando, sino de que los gobiernos han expresado programáticamente su voluntad de incurrir en déficit en el año 1995.

El deterioro de la calidad del activo es un proceso endógeno generado por la misma volatilidad de los tipos de interés, así como por la alta sustituibilidad de los diferentes papeles derivada de la componente internacional de la demanda final de las deudas.

En nuestro país, el impacto de los factores señalados se ve agravado por los avatares políticos de todos conocidos. Prueba de que las idiosincrasias nacionales son especialmente castigadas por el mercado lo es la considerable ampliación del diferencial *bono-bund*, el cual ha pasado de 200 a 400 puntos básicos.

—¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?

—Probablemente, a la vista de las repetidas instancias de crisis en los mercados de deuda, sólo queda reconocer una solución. Los mercados deben adquirir la plena confianza de que la fase ascen-

dente del ciclo que, según todo parece indicar, se aproxima, será aprovechada por los gobiernos para aliviar sus endeudamientos. Entendiendo que esto se llevará a cabo recortando drásticamente el gasto público. De otra manera, las tensiones inflacionarias, agravadas por el sector estatal, irán minando el camino de una estabilización de los tipos de interés a niveles «razonables».

Todas las soluciones a corto plazo no hacen sino alimentar una dinámica explosiva que erupciona, cada vez con mayor frecuencia, dando lugar a las llamadas «crisis». Unas veces son de tipos de interés, otras de tipos de cambio. Pero no son más que las dos caras de una misma moneda: el endeudamiento contra recursos futuros, cuya materialización es cada vez más discutible.

«LAS DIFERENCIAS ENTRE LA FINANCIACION DEL SECTOR PÚBLICO Y EL SECTOR PRIVADO»

Emilio Ontiveros Baeza

Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales

La competencia por la captación de financiación entre el sector público y el sector privado, aun siendo evidente, hay que considerarla en términos relativos, señala Ontiveros, teniendo en cuenta

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—El mercado de deuda pública español ha experimentado en los últimos años un gran dinamismo. En el desarrollo del mismo ha jugado un papel fundamental la Central de Anotaciones en Cuenta gestionada por el Banco de España, que, desde su entrada en funcionamiento en abril de 1987, ha dotado de una estructura y un soporte básicos a dicho mercado, haciendo perfectamente equiparable el funcionamiento del mercado de deuda español al de los principales mercados de deuda internacionales. Los elevados volúmenes de negociación, que se han ido incrementado de forma notable en estos años, y la creciente presencia de los inversores extranjeros avalan el éxito del mercado de deuda pública español. Estos factores han contribuido también al desarrollo de otros mercados estrechamente relacionados con el de deuda pública, como los de futuros y opciones. Incluso el primero, el de futuros, está rebasando en dinamismo —en los últimos meses, de una forma espectacular— al propio mercado secundario de deuda pública.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

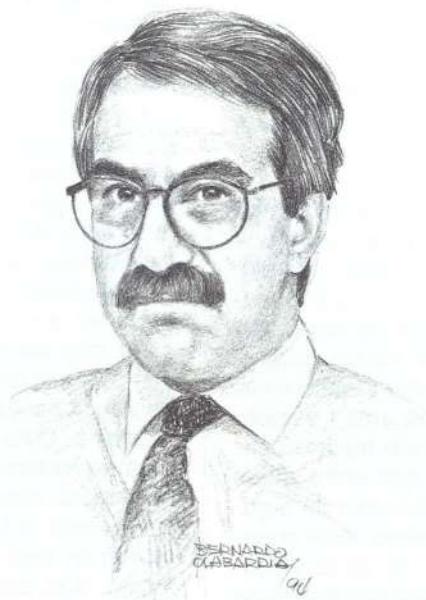
que el saldo vivo de emisiones de empresas no financieras apenas supone el 10 por 100 del correspondiente al conjunto de las administraciones públicas.

—Aunque el alcance de la utilidad de los futuros y opciones en los mercados financieros es difícil de delimitar, es innegable que su espectacular desarrollo durante los últimos años ha permitido a *hedgers*, arbitrajistas y especuladores, contar con instrumentos de inmensa flexibilidad y creciente liquidez en la consecución de sus objetivos. No cabe duda de que el mercado de futuros ha provisto a gestores y tesoreros de una herramienta de cobertura de especial utilidad, sobre todo, en contextos, como el actual, de convulsión en los mercados financieros. Este escenario no ha sido desaprovechado por agentes especuladores

que, con su creciente presencia, han llevado a autoridades monetarias de diversos países a plantear la necesidad de un mayor control sobre este tipo de instrumentos. Con todo, el papel del mercado de futuros y opciones en la cobertura de las carteras de deuda pública está teniendo una importancia creciente, si bien en algunos casos dichas coberturas derivan de, o tienen como trasfondo, operaciones puramente especulativas.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Dicha competencia, aun siendo evidente, hay que considerarla en términos relativos, ya que es



muy diferente la presencia en el mercado de las administraciones públicas de la que tiene el sector privado. Así, el saldo vivo de deuda del conjunto de las administraciones públicas superaba los 27 billones de pesetas al cierre de 1993, mientras que el correspondiente a las obligaciones emitidas por empresas no financieras apenas alcanzaba un 10 por 100 de ese volumen. Lógicamente, es el Estado el que mayores necesidades de financiación tiene y, por tanto, al que le corresponde casi la totalidad de la deuda pública viva (cerca de un 97 por 100). Es necesario destacar, no obstante, el aumento progresivo de la presencia de las comunidades autónomas en los mercados financieros: si bien el saldo vivo de deuda de las comunidades alcanzaba algo más de 700.000 millones de pesetas a finales de 1993, tan sólo dos años antes era apenas la mitad de este volumen.

«Es necesario destacar el aumento progresivo de la presencia de las comunidades autónomas en los mercados financieros»

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—La exención de tributación de los rendimientos obtenidos por los no residentes —exceptuando los residentes en paraísos fiscales— en sus inversiones en deuda pública española, si bien ha supuesto un fuerte incentivo para la entrada de los inversores extranjeros en el mercado de deuda pública española desde 1991, supone una clara discriminación respecto a la tributación a la que están sometidos los inversores residentes por este mismo concepto. Bien es cierto, no obstante, que entre estos últimos los fondos de inversiones disfrutan de algunas ventajas fiscales. En cualquier caso, esta cuestión se debería inscribir en el contexto de la discusión sobre el tratamiento fiscal de los rendimientos del capital mobiliario, polémica presente en el seno de la Unión Europea, más concretamente en las negociaciones sobre coordinación de las políticas fiscales entre los países miembros.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—El volumen de deuda pública española del que disponen en este momento el conjunto de inversores no residentes supone en torno a un 16 por 100 del saldo vivo de deuda negociable, porcentaje similar al que mantienen los inversores extranjeros en los principales países de nuestro entorno. Sin embargo, esta cifra encubre el hecho de que los no residentes se encuentran posicionados

mayoritariamente en el mercado de deuda del Estado a medio y largo plazo, de cuyo saldo vivo disponen en estos momentos de cerca de un 50 por 100. Este porcentaje da una idea clara de la hegemonía de los inversores extranjeros en el mercado de deuda español y, también, de la internacionalización de este mercado. Ello supone una mayor dependencia de lo que ocurre en los principales mercados de deuda de nuestro entorno. No hay que dejar de reconocer, sin embargo, que las elevadas inversiones de los no residentes en el mercado de deuda español han puesto de manifiesto las grandes posibilidades de canalizar una gran parte del ahorro a largo plazo a través de los fondos de inversión y los de pensiones, que en los últimos años han registrado un desarrollo muy importante.

—¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?

—La crisis por la que todavía atraviesa el mercado de deuda tiene un carácter internacional, pero, al mismo tiempo, presenta algunos elementos diferenciales de carácter doméstico en el caso español. El detonante de esta crisis fue el inicio de la subida de tipos oficiales en Estados Unidos a principios del mes de febrero, que incidió en la tendencia a la baja de los precios de la deuda estadounidense, repercutiendo en el mismo sentido en los mercados de deuda europeos. Uno de los elementos diferenciales del mercado español se centró en la inestabilidad política que tuvo lugar en el contexto de las elecciones europeas celebradas en el pasado mes de junio, lo que provocó una ampliación de diferenciales entre las rentabilidades de la deuda española y las correspondientes a la deuda alemana. Otro hecho fundamental que ha marcado más recientemente la crisis de la deuda fue la subida a mediados de agosto de tipos oficiales en Suecia e Italia, a la cual los mercados de deuda reaccionaron con fuertes caídas de los precios, de forma más destacada en los mercados europeos periféricos, entre ellos el español. Con este nuevo movimiento al alza de los tipos a largo plazo, se pusieron de manifiesto los temores inflacionistas subyacentes en las expectativas del mercado, ligados a la constatación, cada vez más evidente, del término de la recesión de las economías europeas. Por tanto, una de las principales conclusiones que podemos extraer de esta crisis es que, si bien los mercados tienen cierto sesgo a sobrereactivar, las expectativas de los mismos, por lo que suponen de anticipo de lo que puede suceder en el futuro, son un factor a tener en consideración, ya que sus efectos sobre la economía real son cada vez más inmediatos.

—¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?

—Desde el punto de vista interno, ha habido un factor que ha contribuido a la profundización de la crisis de la deuda: el saneamiento trimestral de las carteras de las entidades financieras. Según la normativa contable del Banco de España, hasta ahora vigente, las entidades tienen que dotar trimestralmente provisiones por las minusvalías que tengan en sus carteras de renta fija. Lógicamente, la crisis

del mercado de deuda ha provocado importantes pérdidas en las carteras de las entidades. La modificación de esta normativa contable, que el Banco de España está ultimando en estos momentos, favorecerá una mejora significativa en el mercado de deuda español, aunque todavía se verá influido por la continuidad de la crisis en los mercados europeos en general.

«LA AGILIZACION DEL SISTEMA DE DEVOLUCION DE LAS RETENCIONES FISCALES EN LA DEUDA PUBLICA»

Raimundo Ortega

Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

Raimundo Ortega plantea algunas medidas para agilizar la devolución de las retenciones fiscales de la deuda pública a los inversores institucionales: para los residentes, la introducción de los strips, que permiten negociar por

separado el principal y el cupón del bono o la obligación y, para los no residentes, la identificación con una clave especial en la Central de Anotaciones, de tal forma que la retención no llegara a producirse.

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—En términos generales, el mercado de deuda pública funciona eficientemente, y ello tanto en sus variantes de contado como a plazo. Los volúmenes contratados son muy elevados, el número de agentes que intervienen, más que suficiente, las horquillas de precios, razonablemente estrechas y la liquidez, inmediata. El resultado final, en mi opinión, es que todo ello garantiza una gran transparencia.

Existen, no obstante, dos inconvenientes de peso. En primer lugar, su fuerte dependencia de la actuación y decisiones de los inversores no residentes; de otro lado, la extremada correlación con los mercados exteriores y, en particular, con el del bono alemán. A ello se añaden algunos defectos menores, propios de los mercados de swaps y de opciones.

Los acontecimientos políticos de finales de abril y principios de mayo han sido muestra más que suficiente de la primera afirmación, con ventas que han superado los 800.000 millones de pesetas y fluctuaciones pronunciadas en precios y rentabilidades. Respecto a la segunda cuestión, me gustaría que nuestro mercado fuese menos mimético respecto a lo que sucede allende nuestras fronte-



ras, pues no siempre las decisiones del Bundesbank tienen la importancia que nuestros operadores les atribuyen.

He de añadir que todavía las opciones son caras —a veces hasta dos puntos porcentuales— y poco líquidas, y el mercado de swaps está en manos de unos cuantos agentes, con los consiguientes peligros que ello comporta.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Periódicamente se pone de moda reflexionar sobre los peligros inherentes a los mercados de productos derivados; esas preocupaciones se acrecientan, habitualmente, en situaciones de incertidumbre como las vividas en el inicio de esta primavera, precisamente cuando se ha revelado con más fuerza la utilidad de los mercados de derivados.

Pues bien, yo creo que los mercados de futuros y de opciones están cumpliendo adecuadamente sus funciones, lo cual no es óbice para que las cumplan mejor. La teoría nos propone como modelo los mercados perfectos, mercados que son un paradigma al cual los existentes sólo pueden aproximarse. Pero en la medida en la cual los productos derivados ayudan a mejorar nuestra información —que es la base en que se asienta un mercado

perfecto—, están cooperando con los mercados de activos subyacentes —en este caso, los de deuda pública— a comportarse como mercados perfectos. Esa, creo, es la clave de su éxito. Y éxito es lo que han tenido. Repárese en que durante el primer trimestre de 1994 se han negociado 4.614.291 contratos de futuros y opciones sobre deuda a 10 años, y que la liquidez de dicho contrato en ese mercado fue tal que, por ejemplo, en el mes de marzo último su volumen en pesetas superó en más de dos veces y media la negociación en el mercado de contado de esa misma deuda.

«Existen dos inconvenientes de peso en el mercado de deuda pública: su fuerte dependencia de la actuación y decisiones de los no residentes y la extremada correlación con los mercados exteriores, en particular con el bono alemán»

Resulta, pues, evidente, que los mercados de derivados funcionan y ofrecen una cobertura o posibilidades de gestión del riesgo de interés muy apreciadas, fundamentalmente, por los inversores institucionales, al tiempo que en momentos de gran volatilidad suministran a los arbitrajistas un instrumento eficaz, habida cuenta de su elevada liquidez.

—¿Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?

—Yo creo que la naturaleza de esa competencia ha cambiado un tanto. No se trata de negar que el sector público —y no se olvide que, además del Tesoro, las comunidades autónomas están recurriendo cada vez más a los mercados de fondos prestables— sigue acaparando una proporción muy elevada del mercado de fondos prestables; a lo que me refiero es a que la evolución a la baja de los tipos de interés ha dado lugar a un fenómeno interesante que, en cierto modo, palía esa «competencia» a la cual se hace referencia. Me explico.

Hoy en día los bancos y cajas están dispuestos a prestar a las potenciales empresas demandantes de créditos a MIBOR + 0,20/0,40. Esto hace poco atractivo para las empresas emitir deuda, al menos por el momento. Y es que, sin tener en cuenta los costes de cualquier emisión, difícilmente van a poder encontrar fondos en los mercados de capitales a MIBOR + 0,30. Se podrá argumentar, y con razón, que se trata de una financiación a corto frente a recursos captados a medio y largo plazo, pero de momento la percepción entre las empresas se resume en la esperanza de continuidad en los tipos de interés, al menos a corto.

—¿Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?

—Diría, para comenzar, que el tratamiento fiscal viene forzado por la existencia de un déficit público tan elevado que impide imaginar, me temo que por mucho tiempo, la posibilidad de eliminar la retención del 25 por 100. Dicho esto, debemos analizar los problemas prácticos derivados de la devolución de las retenciones.

Como es sabido, el problema se plantea con especial agudeza en el caso de los inversores institucionales, que, al soportar un impuesto reducido del 1 por 100, tienen derecho a la devolución de impuestos, y Hacienda, según las informaciones que me llegan, puede tardar hasta dos años y medio en devolver esos impuestos, obteniendo así una financiación muy barata. Por otro lado, está el problema del llamado «lavado de cupón», que equivale a compartir el lucro cesante, a costa de Hacienda, con el comprador. El resultado final de estas comedias es un volumen de negocio ficticio y el hecho de que parte significativa de los cupones pagados sean recibidos por no residentes, a los cuales Hacienda sí devuelve en plazo breve.

Es evidente que no debe prolongarse más una situación tan absurda, y para ello conviene agilizar el sistema con dos medidas relativamente sencillas:

a) Para residentes. Introducir los denominados *strips*, que permiten vender separadamente nuda propiedad y usufructo, de tal forma que los fondos de inversión puedan comprar la deuda pública con un esquema similar al «cupón cero», mientras que los rentistas compran los cupones.

b) Para no residentes. Se identificarían con una clave especial en la Central de Anotaciones, de tal forma que la retención ni siquiera llegara a producirse, evitándose, por lo tanto, el coste y engorro del actual procedimiento administrativo de retención y devolución.

—¿Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?

—Creo que a esta pregunta he respondido al comentar la primera de las cuestiones planteadas, y mi respuesta es sí.

Comprendo las ventajas que supone la diversificación de las tenencias de deuda, y en tal sentido lo conseguido puede calificarse como un éxito. Ahora bien, tener aproximadamente el 17 por 100 de la deuda viva del Estado en manos de inversores no residentes trae consigo peligros de los que todos, empezando por el propio Tesoro, debemos ser conscientes. Existe, por tanto, aquí un problema para la política de manejo de la deuda.

—*¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?*

—Los mercados no dejan de responder, con mayor o menor fortuna y rapidez, a la evolución básica de la economía en que se sitúan y la de los países de su entorno.

Durante la última parte del verano, los mercados de renta fija, y el de deuda de forma muy especial, han vivido los temores de una elevación de los tipos de interés americanos, que, sin embargo, fuese insuficiente para detener la depreciación del dólar. Por otro lado, se han ido complicando las posibilidades de un descenso de los tipos en Europa —véanse los casos de Italia y Reino Unido—, y hoy es el día en que todavía no está claro si el Bundesbank tiene algún margen para decidir un nuevo recorte de sus tipos.

Por otro lado, en la escena nacional, el panorama no es muy brillante, a pesar de las esperanzadoras noticias sobre la recuperación económica y del empleo. Para empezar, la inflación no cede, el

rigor de los Presupuestos del Estado para 1995 se debilita cada semana que transcurre y el clima político sigue sin recomponerse y sin que el gobierno se decida a adoptar las iniciativas que el mercado considera signos necesarios para confiar en el futuro. El mejor resumen es la evolución del diferencial entre la rentabilidad exigida a un título de deuda alemán a largo plazo y el demandado para nuestra deuda: no cesa de ampliarse. La triste conclusión que el mercado ha sacado es que estamos en la tercera división europea, con Italia y Suecia como ilustres compañeros.

—*¿Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—Creo que la respuesta a esta pregunta se encuentra en la dada a la anterior cuestión, y es sí: con la adecuada política económica, ya que, desgraciadamente, para convencer a los mercados, a diferencia de a los electores, hace falta algo más que anunciar el cambio del cambio.

«CIERTO GRADO DE MODERNIDAD»

Javier Zoido

Director General de Ahorro Corporación

Javier Zoido, Director General de Ahorro Corporación, se muestra satisfecho del funcionamiento del mercado de deuda pública y de derivados, del alto grado de liberalidad y de la modernidad que le confiere su estructura. El único inconveniente expresado es la necesidad

—¿Cuál es su opinión respecto al actual funcionamiento de los mercados de deuda pública?

—Considero que, en los momentos actuales, el mercado de deuda pública ha alcanzado un grado de liquidez y profundidad que permite catalogarlo como de muy eficiente.

Los factores que han posibilitado esta situación se corresponden tanto con aspectos de organización e instrumentación de las operaciones, como con los de estructura institucional del propio mercado. Entre los primeros, conviene destacar el elevado porcentaje de deuda, casi el 100 por 100, representada en anotaciones en cuenta y el buen funcionamiento de las fases de liquidación y compensación, en las que, con una organización eficaz, el Banco de España ha favorecido la confianza y la seguridad en nuestro mercado que, en términos de niveles de relaciones comparativas, se ha situado en los primeros puestos de los europeos en los últimos años. En su configuración estructural, de otra parte, el sistema en el que se asienta nuestro mercado de deuda, está caracterizado por un alto grado de liberalidad, que permite la asunción de la confianza en el mismo por parte de los inversores residentes y no residentes, y posibilita la coexisten-

de aumentar la liquidez de algunos contratos de opciones y futuros, en especial los contratos de divisas, muy necesarios para los fondos de inversión. Destaca Zoido que la asimetría entre el tratamiento fiscal a residentes y no residentes hace que no se consiga el objetivo inicial de la recaudación.



cia de intermediarios financieros, brokers, brokers-dealers y otras figuras que, en cierto modo, le asignan un cierto grado de modernidad y, lo que es más positivo, permiten el fomento de la liquidez y la profundidad en la negociación de los activos.

—¿Considera que los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente sus funciones?

—Los mercados de opciones y futuros están cumpliendo adecuadamente su función, ya que son especialmente líquidos y económicos, con comisiones bajas y diferenciales entre oferta y demanda bastante cerrados. El mercado de tardes, en el que se cruzan aplicaciones fuera de hora para entrarlas en el sistema al día siguiente, es un excelente complemento al mercado electrónico, cubriendo unas horas relevantes que, aparte de llenar más el día, coinciden con los momentos más activos del mercado americano, que puede influir bastante sobre los europeos.

Como mejoras deseables, se podría mencionar la liquidez de varios contratos, muy necesarios en el mercado, pero poco operativos. En primer lugar, los contratos de divisa, que se dieron de baja por

su poco volumen, son muy necesarios para los fondos de inversión, siendo ésta una carencia grave de nuestro sistema que, en parte, ha estado provocada por una instrumentación del contrato que no permite su integrabilidad; y, en segundo lugar, las opciones, que cotizan con diferenciales de precios elevados.

«La dependencia de nuestro mercado respecto a los extranjeros no es excesiva; el problema estriba más bien en la poca participación de las entidades españolas en los otros mercados europeos»

—*Opina que está produciéndose una competencia importante con el sector privado en la consecución de fondos?*

—La competencia del sector público con el sector privado en la consecución de fondos es la lógica y normal, y no ha dado lugar a tensiones en los tipos de interés. Prueba de ello es que los diferenciales entre la deuda pública y la privada son muy estrechos cuando se trata de papel de primera calidad, especialmente si es anotable en cuenta y líquido. Asimismo, desde que el mercado financiero español está abierto a la inversión internacional, el comportamiento de los tipos de interés ha estado poco vinculado a la intensidad de emisiones de deuda pública.

—*Le parece adecuado el actual tratamiento fiscal de la deuda pública, tanto en lo que se refiere a residentes como a no residentes?*

—El tratamiento fiscal de la deuda pública es inadecuado por lo asimétrico, puesto que al no haber retención para los no residentes, la mayoría de los cupones son «lavados», generándose así ciertas ineficiencias de mercado —necesidad de operaciones con objetivo meramente fiscal, rentas para no residentes, etc.— sin que se consiga el objetivo inicial de la retención.

—*Considera excesiva la dependencia de nuestro mercado de deuda de los inversores extranjeros?*

—La dependencia de nuestro mercado respecto de los extranjeros no es excesiva. Si aceptamos

que España es una parte de Europa, es lógico que los no residentes tengan en su mercado una participación muy elevada. El problema estriba más bien en la poca participación de las entidades españolas en los otros mercados europeos, ya que el argumento anterior abogaría por una visión más abierta de nuestras tesorerías y fondos de inversión, que incluyesen todo tipo de bonos europeos en su espectro de inversiones.

—*¿Qué conclusión ha sacado de la nueva crisis que ha sufrido el mercado de deuda?*

—No es correcto decir que el mercado de deuda pública haya sufrido una crisis. En primer lugar, todos los mercados del mundo han sufrido importantes bajas debido a la subida generalizada de tipos de interés, por lo que se trata de un problema mundial, y no localizado en España. En segundo lugar, la caída de precios ha sido relativamente ordenada y con liquidez, sin haber *shocks* bruscos, como fue el *crack* de Bolsa de 1987; por ello, más que de crisis deberíamos hablar de una tendencia bajista. Las conclusiones que se pueden haber sacado de esta situación de mercado no hacen referencia a la estructura del mismo, sino que plantean simplemente que en enero de 1994 los tipos habían bajado en exceso y que dicha situación se ha tenido que corregir.

Otras connotaciones del proceso vivido, en cierto modo asimilables a una situación de crisis, se derivarían de la dicotomía entre la realidad de los mercados y su evolución y las previsiones que, de un modo «general», se hacían por parte de los analistas económicos y financieros, y que ha determinado la generación de un *gap* entre previsión y realidad de una dimensión, cuantitativa y cualitativa, excesivamente elevada, y cuyo cierre exigirá revisiones profundas de la metodología aplicable.

—*Podría haberse evitado o suavizado de alguna manera?*

—Esta tendencia no podía haberse evitado, puesto que obedecía a factores económicos y no institucionales. Sí que podía haberse suavizado un poco con una serie de medidas incentivadoras de posiciones compradoras por parte de las entidades residentes, como por ejemplo, el tratamiento contable de las minusvalías, para el cual se ha aportado una solución parcial y tardía. Sin embargo, creemos que el grueso de la tendencia bajista era inevitable.

COLABORADORES

CONTHE GUTIERREZ, Manuel. Nació en Madrid en 1954. Licenciado en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, ingresó por oposición, en 1978, en el Cuerpo de Técnicos Comerciales del Estado. Desde febrero de 1979 a junio de 1981 ocupó diversos destinos en el Ministerio de Comercio. Fue representante de España en el Banco Interamericano de Desarrollo, en Washington, desde julio de 1981 a julio de 1984, año en que es nombrado Jefe del Servicio de Instituciones Multilaterales de Desarrollo del Ministerio de Economía y Hacienda. En diciembre de 1984 es nombrado Subdirector de Financiación Exterior del Tesoro hasta diciembre de 1986, fecha en la que fue nombrado Director General de Transacciones Exteriores. Desde octubre de 1988 es Director General del Tesoro y Política Financiera y, en calidad de tal, Consejero del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como miembro del Comité Monetario de la CE.

EZQUIAGA DOMINGUEZ, Ignacio. Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid (UAM). Miembro del Instituto Español de Analistas de Inversiones. Fue, hasta junio de 1989, Director del Servicio de Estudios de Gesmosa. Actualmente desempeña la función de Subdirector General de Analistas Financieros Internacionales, S. A., empresa de consultoría de la que es socio. Colabora regularmente con ICADE, CEU, IADE de la UAM, Escuela de Economía, Escuela Superior de Cajas de Ahorros de CECA y otros centros de formación, impartiendo y dirigiendo cursos especializados en el área de finanzas. Es autor de varios libros y artículos sobre los mercados financieros.

FLOR REVUELTA, Elena. Nacida en Pamplona (Navarra) en 1962. Licenciada en Ciencias de la Información por la Universidad Complutense de Madrid y MBA por el Instituto de Empresa de Madrid. Se incorporó al equipo del diario *Expansión* en 1986, y es jefe de la sección Finanzas y Mercados desde 1992.

GISBERT GARCIA, Juan Antonio. Nacido en 1952 en Alicante, es Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Valencia, con Premio Extraordinario de Licenciatura, y diplomado en Investigación de Marketing por la ESCA. Ha sido profesor de Teoría Económica en la Universidad de Alicante y es Director General de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) desde 1992.

GOMEZ FERNANDEZ, Inmaculada. Nació en Córdoba en 1968. Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Córdoba. Beca del Banco de España en el Programa de Postgrado del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y en la actualidad desempeña su trabajo de economista en Analistas Financieros Internacionales.

HUCHA CELADOR, Fernando de la. Nacido el 2 de septiembre de 1959. Ha sido profesor titular de Derecho Financiero y Tributario en la Universidad Complutense y en la Universidad Autónoma de Madrid; actualmente es Catedrático de Derecho Financiero y Tributario en la Universidad Pública de Navarra. Es miembro del Consejo de Redacción de la *Revista Española de Derecho Financiero* y de la *Revista Jurídica de Navarra* y autor de numerosos trabajos relacionados con la ordenación constitucional de la deuda pública, especialmente a partir de su tesis doctoral (1985).

IBÁÑEZ CALLE, Guillermo. Bilbaíno, de 46 años, es Licenciado en Ciencias Económicas y Derecho por la Universidad Comercial de Deusto. Inició su trayectoria profesional en 1969 como controller en Fabrelec, con una estancia de un año en la factoría que Westinghouse tiene en Mansfield, Ohio. Ocupó la

misma función de controller en la filial española de Nabisco, pasando posteriormente a desempeñar el cargo de interventor general en el Banco de Vizcaya y en el BBV, resultante de la fusión con el Banco de Bilbao. En 1991 se incorporó al equipo directivo de la BBK, Bilbao Bizkaia Kutxa, como interventor general.

KETTERER JUANICO, Juan Antonio. Licenciado en Economía por la Universidad Autónoma de Barcelona y Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota. Ha sido profesor de Finanzas en The Bussiness School of Northwestern University y en la Carnegie Mellon University. Ha sido consultor del Banco Mundial en diversos trabajos y actualmente es Subdirector General de Meff Renta Fija.

MARTIN BARRAGAN, Enrique. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Becario en la University of Sussex (Reino Unido). Inicia su carrera profesional como consultor externo de entidades financieras. En 1992 se integra en el equipo de Analistas Financieros Internacionales, realizando su actividad en el área de análisis bancario. En la actualidad es responsable del Servicio de Asesoramiento sobre el Sistema Bancario Español, desarrollando su labor profesional en temas de consultoría bancaria. Ha colaborado como ponente en diversos cursos y conferencias, así como en seminarios internos organizados por diversas entidades de crédito. Ha publicado artículos sobre aspectos relacionados con el sistema bancario en diversos libros y revistas especializadas, realizando también colaboraciones en prensa económica.

ONTIVEROS BAEZA, Emilio. Nacido en 1948 en Ciudad Real. Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid y, desde 1985, Catedrático numerario de Economía de la Empresa de esta Universidad, en la que fue Vicerrector entre 1982 y 1984. Fundador y Director General de Analistas Financieros Internacionales, actualmente es Consejero Delegado de esta empresa, de Gesinca Gestión de Carteras y de Gesinca Pensiones.

ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo. Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar Estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como economista titulado del Servicio de Estudios, en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a octubre de 1985 desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. Desde julio de 1989 es Presidente del BBV-Interactivos, la sociedad de Valores y Bolsa del grupo Bilbao Vizcaya. Desde 1993, es Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

RAYMOND BARA, José Luis. Nació en Barcelona en el año 1947. Es Catedrático de Econometría y Métodos Estadísticos de la Universidad Autónoma de Barcelona y Director del Departamento de Estudios Cuantitativos de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) de la CECA.

TORIBIO DAVILA, Juan José. Nacido en Valladolid en 1940, es Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, ITP en Bussiness Administration por la Harvard University y doctor en Economía por The University of Chicago. En 1969 ingresó en el Banco de España, del que es economista en excedencia. Fue Director General de Política Financiera del Ministerio de Economía entre 1977 y 1979, y Director del Servicio de Estudios del Banco Urquijo de 1979 a 1984. Entre 1982 y 1988 fue presidente del Instituto Español de Analistas de Inversiones, y asesor económico del Banco Hispano Americano de 1984 a 1986. Actualmente es Consejero de Nestlé AEPA, Presi-

dente de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros, Vicepresidente del Mercado de Futuros Financieros y del Mercado de Opciones, profesor extraordinario del IESE, Secretario General Técnico de La Caixa, Presidente de Caixa Bank Mónaco y Presidente de Inverbán.

VALERO LOPEZ, Francisco José. Nació en Madrid en 1953. Doctor (1978) y Licenciado (1975) en Ciencias Económicas y Empresariales, en ambos casos con la calificación de premio extraordinario. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid desde 1983, habiendo sido profesor de la misma desde 1975, a excepción de algunos meses de 1982, en los que fue profesor agregado numerario de Economía de la Empresa (Financiación e Inversiones) en la Universidad de La Laguna. Ha sido jefe de proyecto en el Departamento de Investigación Operativa de la Compañía Española de Petróleos (CEPSA) entre 1975 y 1985. Direc-

tor de Estudios de Analistas Financieros Internacionales, S. A., desde 1988, donde coordina una amplia actividad investigadora y asesora sobre diversos temas, entre los que destacan la innovación financiera, los sistemas financieros internacionales, y las estrategias de las entidades financieras. Es autor de numerosas publicaciones sobre administración de empresas y finanzas.

ZOIDO MARTINEZ, Javier. Nacido en Zafra (Badajoz) en 1945. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid. Ha sido Director del Departamento de Estudios de Inversiones y Estudios Financieros entre 1970 y 1973. De 1983 a 1989 fue Director General de Gestión, Estudios e Inversiones de las Cajas de Ahorros, S. A. (GESINCA). Ha sido miembro de la Junta Directiva del Instituto Español de Analistas de Inversiones y actualmente es Director General de Ahorro Corporación.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRANEO. Alicante.
CAJA DE AHORROS DE AVILA. Avila.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz.
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA. Barcelona.
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA. Barcelona.
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CIRCULO CATOLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres.
CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia).
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE CORDOBA. Córdoba.
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña.
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca.
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE GIRONA. Girona.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada.
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAEN. Jaén.
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES. CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León.
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA, CADIZ, ALMERIA, MALAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga.
CAJA DE AHORROS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MANRESA. Manresa (Barcelona).
CAJA DE AHORROS LAYETANA. Mataró (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia).
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE ORENSE. Orense.
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS. Oviedo.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES. Palma de Mallorca.
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL DE PAMPLONA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE POLLensa. Pollensa (Baleares).
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA. Pontevedra.
CAJA DE AHORROS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona).
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SALAMANCA Y SORIA. Salamanca.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZKOA Y SAN SEBASTIAN. San Sebastián.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife.
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla.
CAJA SAN FERNANDO DE SEVILLA Y JEREZ. Sevilla.
CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE TARRAGONA. Tarragona.
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA. Terrassa (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE (BANCAJA). Valencia.
CAIXA VIGO. Vigo (Pontevedra).
CAJA DE AHORROS DEL PENEDES. Vilafranca del Penedés (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ALAVA (CAJAVITAL). Vitoria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza.
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGON. Zaragoza.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

Ultimos números publicados:

- N.º 54. Sistema Financiero 1993.
- N.º 55. Comunidades Autónomas. Situación económica actual.
- N.º 56. La competitividad de la industria española.
- N.º 57. Tribuna joven: los nuevos economistas ante el reto europeo.
- N.º 58. Entidades financieras y competitividad.
- N.º 59. Economía y Hacienda de las Comunidades Autónomas.
- N.º 60/61 Sector agrario. Bajo el signo de la incertidumbre.

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Ultimos números publicados:

- N.º 41. Planificación fiscal internacional.
- N.º 42. Instituciones y mercados financieros. Modelos de gestión.
- N.º 43. El riesgo en las entidades de crédito.
- N.º 44. Titulización de activos financieros.
- N.º 45. Las entidades de crédito ante la unión europea.
- N.º 46. Deuda pública. Una revisión actual.

ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

Ultimos números publicados:

- N.º 10. Aragón.
- N.º 11. Arco Mediterráneo.
- N.º 12. La Rioja.
- N.º 13. Cantabria.

ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada).
- N.º 6. Las áreas deprimidas de España.

GUIAS PARA EL LECTOR

Este número de *PERSPECTIVAS* incorpora, como novedad, las que hemos denominado «Guías para el lector». Conscientes de que quienes vienen honrandonos con su atención son personas extraordinariamente ocupadas, cuyo tiempo se encuentra tasado, nos ha parecido oportuno ofrecer un breve resumen del contenido esencial de los trabajos que se insertan en cada número de la Revista para permitirles tener una información de urgencia sobre el tema de que se ocupan y, así, llamar su atención sobre aquellos artículos en que puedan encontrarse especialmente interesados.

EL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN PERSPECTIVA HISTORICA

Manuel Conthe Gutiérrez

Hace diez años era difícil vaticinar el auge y trascendencia que ha alcanzado hoy en España el mercado de deuda pública. Desde entonces, sin embargo, múltiples transformaciones en su organización, gama de valores disponibles y canales de distribución de los títulos entre el público, lo han dotado de modernidad y han mejorado su funcionalidad para el cumplimiento de los objetivos de financiación del Tesoro.

Desde el punto de vista organizativo e institucional, 1987 constituye una referencia clave para el mercado de deuda pública, por ser el año de creación de la Central de Anotaciones del Banco de España, que instauraba ya desde entonces el especial protagonismo que el instituto emisor iba a adquirir en su organización y funcionamiento. Esta innovación se vería seguida por otras de carácter institucional (entidades gestoras, creadoras de mercado, brokers del mercado monetario) y de operatoria de los mercados (productos derivados de la deuda del Estado y emisiones por la vía de subastas, mejoradas en su regularidad de convocatoria y plazo de resolución).

Los activos financieros emitidos por el Tesoro, por su parte, han ofrecido una verdadera eclosión, en número, cuantías y diversidad, que ha ido pareja con una paulatina adaptación de sus funciones a las nuevas características del entorno financiero. De 1987 datan también la representación de los títulos mediante anotaciones en cuenta y la primera emisión de las letras del Tesoro. Mediante otros activos, como los bonos y obligaciones del Estado, se sentaban a su vez las bases para el cumplimiento del objetivo fundamental del Tesoro de alargar progresivamente los plazos de las nuevas emisiones.

El mercado español de deuda pública también se ha internacionalizado durante los últimos años, aunque ello incorpore la contrapartida de su mayor dependencia de la coyuntura financiera exterior y de las convulsiones del SME. Al tiempo que la mejora de sus canales de distribución ha permitido ampliar la base de sus adquirentes; con innovaciones tales como las cuentas directas en el Banco de España, los Fondtesoro o el mercado electrónico bursátil.

En suma, una evolución histórica que ha conducido al mercado de deuda pública al mejor cumplimiento de los objetivos de financiación del Tesoro. Ya sea en la mejora de la estructura de vencimientos de la deuda, en la mayor flexibilidad de sus plazos de emisión o en la reducción del nivel de los tipos de interés a largo plazo.

LA POLITICA DE DEUDA EN 1994

Ignacio Ezquiaga
Inmaculada Gómez

Los datos que condicionan la política de deuda desarrollada por el Tesoro en 1994 son los que se refieren a la inestabilidad

que ha dominado a los mercados internacionales de deuda durante los últimos meses, y los relativos al nuevo entorno que regula la apelación al Banco de España, y que excluye que pueda conseguirse ningún pasivo adicional al montante del crédito singular consolidado al final de 1993, en ningún momento del ejercicio.

Consciente de las dificultades que habría para introducir en la política de deuda la pérdida de «holgura de financiación monetaria» por el Banco de España, el Tesoro adoptó en 1993 una política de emisión que le permitiera afrontar el presente ejercicio con un margen positivo razonable en el Banco de España. En ese orden de actuaciones se inscribieron unas emisiones netas superiores a las necesidades de endeudamiento de entonces, el crédito singular consolidado a final de año y la articulación en el verano de una línea de financiación en ecus.

Pese a todas las cautelas, el balance de los meses transcurridos de 1994, en lo relativo a emisión neta de deuda en pesetas, está siendo claramente negativo. De tal forma que las vías posibles para que el Tesoro pueda cubrir su necesidad de endeudamiento, dada la atonía actual de los mercados, están siendo las emisiones de deuda en divisas y las emisiones de letras a seis meses; postergadas éstas durante los últimos años en pro del alargamiento de la vida media de la deuda.

Esta diversificación en la estrategia de financiación del Tesoro está resultando, por otra parte, oportuna, al contratar líneas de papel comercial a diez y cinco años, y novedosa, al reinstaurar la figura crediticia en el endeudamiento público mediante una subasta de préstamo a tres años entre cajas, bancos y compañías de seguros.

Cabe citar, por último, que en septiembre (circular 6/1994, del día 26) se han puesto las bases para evitar los desajustes que había supuesto la legislación contable precedente en la articulación de estrategias por las entidades financieras para amortiguar los efectos de la crisis sobre sus carteras de deuda. Desajustes que provenían de penalizar la dotación de las minusvalías latentes en instrumentos de vida residual corta o media, lo que evitaba que las entidades financieras pudieran jugar un papel amortiguador del apuntamiento de la pendiente positiva de la curva de rendimientos por plazos.

La nueva normativa afecta prioritariamente a la cartera de inversión, e introduce: 1) el concepto de la cartera de inversión a término, referida a los activos cuya gestión se vincule con la estructura financiera de las entidades; 2) la posible compensación de minusvalías con plusvalías en la cartera de inversión ordinaria, y 3) la eliminación de los porcentajes de provisionamiento de la cartera de deuda que seguían un criterio decreciente con el plazo residual del activo. Sus efectos serán, así, positivos para el mercado en su conjunto, al eliminar la prima de riesgo que afectaba hasta ahora a la deuda española por razones estrictamente contables.

LA DEUDA PUBLICA EN ESPAÑA: NOVEDADES Y PERSPECTIVAS

Ignacio Ezquiaga
Inmaculada Gómez

Desde 1990, numerosos aspectos de índole institucional y estructural han modificado el panorama de la deuda pública en España. Adicionalmente, el crecimiento del déficit de las administraciones públicas ha conducido su saldo vivo hasta una cifra cercana al 60 por 100 del PIB en 1993. Frente a todo ello, emergen tres clases de problemas que deben ser objeto de atención preferente por las autoridades públicas: 1) evitar la alimentación de un proceso de crecimiento explosivo de la deuda sobre el PIB, reduciendo el déficit primario (sin intereses) por la vía del recorte del déficit estructural; 2) atender el proceso de refinanciación de la deuda viva y de captación de nuevos recursos en el cómputo de cada ejercicio, y 3) equilibrar los componentes internos y externos en la financiación de la deuda, sin menoscabo

bar las ventajas introducidas por los no residentes, sobre todo en el alargamiento del plazo medio de la deuda.

En el primer ámbito de problemas, el saldo vivo de la deuda pública sobre el PIB ha crecido hasta el nivel que la Comisión Europea califica de «insostenible», debido principalmente al empeoramiento del saldo primario (déficit de caja sin intereses). De ahí la importancia de proponer una metodología que permita estimar tanto la evolución del déficit estructural como la incidencia de actuaciones discrecionales de la política fiscal, los llamados impulsos fiscales.

De la aplicación de esa metodología, que evalúa en términos diferenciados respecto del ciclo económico el carácter expansivo o contractivo de la política fiscal, se deduce la orientación procíclica que ha tenido la política fiscal expansiva en España durante los años 1988-90, de crecimiento económico. Política que cambió de signo en 1991, cuando empezó a desacelerarse el ritmo de crecimiento económico. La conclusión relevante es que la política fiscal ha impedido una estabilización del saldo vivo de nuestra deuda en la etapa de crecimiento económico; lo que ha supuesto, además, perder oportunidades, en los momentos posteriores de recesión económica, de jugar su papel de estabilizador automático para propiciar el crecimiento. En el momento presente, y pese al tono contractivo de la política fiscal, el efecto negativo del ciclo hace improbable una reducción ostensible del déficit público.

El segundo tipo de problemas que deben solventarse en relación con la deuda pública es el referido a los cambios estructurales e institucionales; y puede concretarse en tres aspectos: a) los avances en el proceso de emisión; b) los cambios producidos en el mercado secundario y en su funcionamiento, y c) las alteraciones habidas en el proceso de comercialización de la deuda que, a su vez, incide en problemas de otra índole, como los de la internacionalización.

La política de deuda pública ha avanzado en el cumplimiento de su objetivo fundamental de cobertura de las necesidades de financiación del déficit de las administraciones públicas, tanto en la recuperación de la ortodoxia en el endeudamiento (límites a la posición deudora del Tesoro frente al Banco de España y alargamiento del plazo medio de la deuda) como en el desarrollo del mercado secundario, mediante la implantación del sistema de subastas.

En cuanto a ese mercado secundario, que constituye por tamaño el mercado financiero más importante de España, las modificaciones producidas durante los últimos años ofrecen un panorama de instituciones, modalidades de negociación y tipos de operaciones que lo equiparan a los más desarrollados.

El último «cambio estructural» del mercado de deuda pública español se origina en su proceso de internacionalización, ya irreversible desde 1992. La comercialización entre no residentes ha introducido, en efecto, unas peculiaridades diferenciales que han supuesto: transformar su proceso de formación de precios; impulsar el segmento a largo plazo del mercado, y ampliar el tamaño del mercado secundario de operaciones al contado a vencimiento.

Un aspecto final de los problemas actuales de la deuda pública en España es el de la participación de las comunidades autónomas, cada vez más importante, en el saldo vivo actual. Esta deuda autonómica está aún materializada mayoritariamente en créditos bancarios en pesetas (que no precisan autorización del gobierno central), y sólo en su 16 por 100 (en 1992) se instrumentaliza en deuda negociable. Sus problemas provienen de la falta de coordinación y armonización entre las políticas fiscales de las diferentes comunidades autónomas y las de la Administración central, que han supuesto un evidente alejamiento entre los objetivos del déficit del Estado y las realidades de los déficit autonómicos; debido, como es obvio, a que la proximidad de las administraciones territoriales a los ciudadanos genera una presión social en favor del gasto más vinculante que en la Administración central, que ha de recaudar el grueso de los ingresos.

LA CRISIS DE LA DEUDA Y LA CONTABILIDAD DE LAS CARTERAS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

Ignacio Ezquiaga

Enrique Martín

La crisis de alcance internacional que viene afectando al mercado español de deuda desde comienzos de 1994 ha puesto reiteradamente en cuestión algunos de los principios contables que regulaban (hasta la aparición de la CBE 6/1994, de 26 de septiembre) la dotación trimestral de provisiones para la cobertura de minusvalías latentes de las carteras de deuda en posesión de las entidades de crédito. Ello ha supuesto una gestión de carteras oportunista por parte de estas entidades, que copan una parte sustancial del mercado, que ha contribuido a distorsionar la posición relativa de los precios de la deuda española y a alterar la estructura por plazos de las rentabilidades de sus diferentes instrumentos.

A este respecto, debe citarse en primer lugar la magnitud de la crisis que ha afectado durante los últimos meses a los mercados internacionales de bonos. Crisis que ha originado subidas generalizadas en las rentabilidades de los bonos a diez años en Estados Unidos y Alemania, y que se ha visto acompañada de una caída intensa del dólar en los mercados de cambios y de un alza casi generalizada en los índices de materias primas y una paulatina recuperación de los mercados inmobiliarios en todos los países industrializados.

La elevación de los tipos a largo plazo en los Estados Unidos se ha trasladado rápidamente a los mercados europeos, haciendo progresivamente más pronunciada la pendiente positiva de la curva por plazos de rentabilidades de los instrumentos de deuda y aumentando los diferenciales de rentabilidad de los mercados periféricos, como el italiano o el español, frente al alemán. La crisis internacional ha afectado de forma especialmente intensa al mercado nacional español de deuda, debido tanto a los peores fundamentos de su economía, y a la mayor incertidumbre sobre su eventual incorporación a la UEM, como a la práctica inexistencia en el mercado interior de una demanda de inversión a largo plazo que compense la reacción de las carteras de los no residentes ante la crisis internacional.

Pero, al lado de esos factores, la virulencia de la crisis en el mercado español de deuda se explica también por el papel determinante que tienen las entidades financieras como tenedores últimos de los títulos en sus carteras. La gestión de estas carteras, ante el temor a las minusvalías latentes que deben provisionarse y frente a una escasa tradición en la valoración de riesgos, se hace relativamente insensible a la mayor pendiente positiva que se detecta en la curva de rentabilidades, e incluso, por la específica regulación contable de las provisiones a dotar, distorsiona la formación de los precios, al penalizar más a los valores a medio que a los de largo plazo. De ahí que pueda pensarse que una quinta parte del diferencial de las rentabilidades a 10 años frente a Alemania pueda responder a factores puramente contables de las carteras de deuda en poder de las entidades financieras españolas.

Esas carteras no pueden desligarse del entorno que caracterizó los mercados financieros en España durante 1993, que hizo orientar la actividad de las entidades hacia los mercados de deuda como posicionamiento defensivo frente a la baja previsible de los tipos de interés a corto; del mismo modo que tampoco puede desligarse de la recesión económica y los siguientes mayores niveles de morosidad, que hicieron crecer el saldo nominal de las carteras de deuda, en detrimento de la inversión crediticia. En términos agregados, las entidades de crédito españolas se han encontrado así con que la crisis internacional de los mercados de duda ha incidido sobre unas carteras especialmente elevadas, deterioradas en su valor de mercado durante el primer semestre de 1994 en unos 400.000 millones de pesetas, debido al ascenso de los tipos de interés a medio y largo plazo.

Frente a este panorama, la regulación contable de las carteras de deuda de las entidades de crédito, basada en las circulares del Banco de España 4/1991 y 18/1992, introduce elemen-

tos de distorsión del mercado a causa del tratamiento de las carteras de negociación y de inversión. En primer lugar, porque el tratamiento de la cartera de inversión es asimétrico: las minusvalías latentes de unos valores han de provisionarse, pero no se permite la afloración de posibles plusvalías en otros valores de la cartera y de igual naturaleza. En segundo lugar, porque la CBE 18/1992 exige un tratamiento que desnaturaliza la percepción de riesgos por parte de las entidades, al penalizar las exigencias de dotación en los valores de vida residual corta o media. En tercer y último lugar, porque la norma contable, exceptuadas las cesiones temporales, es diferente en sus exigencias de dotación a la posición global de riesgo de los activos y pasivos de las entidades, lo que excluye las posibles «macrocoverturas» por éstas.

Se hace necesaria, en suma, una reflexión por parte de las autoridades supervisoras para evitar las distorsiones introducidas por el marco contable en la formación de precios en el mercado español de deuda, así como paliar la elevada volatilidad que pueden introducir las correspondientes dotaciones trimestrales en las cuentas de resultados de las entidades financieras; sin que ello suponga eximir a éstas de una actitud más estricta en el control y gestión de los riesgos de mercado: delimitando *ex-ante* los riesgos máximos a asumir en sus carteras de renta fija y gestionando de forma más activa sus posiciones.

LA NUEVA ERA DE LA DEUDA PÚBLICA EN ESPAÑA: ASPECTOS JURÍDICOS

Fernando de la Hucha Celador

La deuda pública, como concepto jurídico, ha sido objeto de una atención muy inferior a la que merecen sus transformaciones y desarrollo desde el inicio de los años ochenta. Dicha atención, además, se ha puesto más en la discusión de su naturaleza contractual que en la relevancia jurídica de sus efectos.

Se impone, por tanto, la necesidad de reflexionar sobre los perfiles jurídicos de la deuda pública, que están sometidos a la premura de regular una realidad en continuo cambio, inducida por la evolución reciente de los mercados financieros internacionales; pero también supeditados al respecto del legislador por el funcionamiento de las leyes del mercado; en un intento de explicar las pautas mínimas de actuación que deben inspirar a los entes públicos, cuando buscan en la deuda pública la vía para conseguir los recursos financieros con los que cubrir el gasto público.

La deuda pública son los capitales tomados a préstamo y, por tanto, sujetos a devolución en un momento posterior, por el Estado o sus organismos autónomos. Está constituida, así, por las operaciones de préstamo concertadas por un ente público, en mercados organizados o no, que se materialicen en anotaciones en cuenta, títulos-valores, o cualquier otro documento que le otorgue reconocimiento formal.

Su marco jurídico, constitucional y ordinario, puede plantearse ya desde la deuda del Estado, ya desde la de las comunidades autónomas o ya desde la deuda pública de las corporaciones locales (subordinada ésta a la voluntad del Estado). En los tres casos, el reto proviene de armonizar las exigencias del ordenamiento jurídico con los requisitos cambiantes que dictan los mercados financieros, bajo la forma expresa de volúmenes, vencimientos y costes de las emisiones a colocar en ellos en cada momento. En estos términos, la deseable intervención mínima del legislador será la que fije el montante máximo del endeudamiento autorizado y supedite el resto de características de las emisiones a reglas flexibles que permitan aprovechar, caso por caso, las condiciones marcadas por los mercados.

Los procedimientos de emisión de la deuda pública se pueden dividir entre aquellos que tienen el carácter de crédito singular, concertados entre un prestatario público y un acreedor privado (generalmente una entidad financiera o un *pool* de estas entidades), o los que pueden denominarse créditos generales, o

deuda pública propiamente dicha, mediante los cuales la emisión de los títulos se coloca en el mercado de capitales a través de formas de colocación directas (suscripción pública o colocación a través de la Bolsa u otro mercado organizado) o indirectas (compra en firme por una entidad financiera y recolocación posterior de los títulos entre el público por aquélla).

Son de destacar las cautelas con las que deben observarse determinadas operaciones de crédito singular que se puedan instrumentar con entidades financieras como las cajas de ahorros, especialmente vinculadas a un ámbito territorial restringido de actuación, por lo que pueden suponer de circuitos privilegiados de financiación que, eludiendo las condiciones del mercado, pueden distorsionar el coste de la financiación del déficit público de las haciendas locales o autonómicas.

Finalmente, otros aspectos de relevancia jurídica de la deuda pública son los relativos a la fijación específica de las condiciones del empréstito, la representación de los títulos de préstamo, la modificación de las condiciones iniciales de la emisión o la incidencia de la fiscalidad. Sobre esos extremos, algunas consideraciones de interés son las que exigen tomar en cuenta todas las condiciones financiero-fiscales de las emisiones para determinar sus rentabilidades efectivas para los suscriptores; la predilección manifiesta del legislador por la materialización de los títulos mediante el sistema de anotaciones en cuenta gestionado por el Banco de España por cuenta del Tesoro público, y el peligro de distorsionar la neutralidad del sistema tributario, en cuanto a las decisiones de los particulares suscriptores de deuda pública, cuando se conservan beneficios fiscales que discriminan, especialmente, a favor de los sujetos pasivos no residentes en territorio español.

LOS STRIPS DE DEUDA PÚBLICA

Francisco José Valero

Los *strips* son los títulos que se producen a través de una operación de *stripping*, que consiste en escindir los pagos por intereses y el pago del principal de un instrumento de deuda. De esta forma, los nuevos activos, o *strips*, se pueden vender y negociar, en general, independientemente de los activos originales.

El objetivo que se persigue con la operación de *stripping* es el de aportar un valor añadido a los instrumentos financieros originales, que sea, además, percibido por el mercado. Sus propiedades son, en general, diferentes de los instrumentos originales, y suelen ofrecer una mayor sensibilidad que éstos a los tipos de interés, así como un mayor grado de riesgo crediticio; de ahí que su utilización sea adecuada en estrategias de cobertura de carteras de renta fija, y se restrinja, usualmente, a bonos o títulos de deuda pública.

Un *strip* es, sustancialmente, un bono de cupón cero; esto es, emitido al descuento y sin ningún cupón explícito. Su rendimiento para el suscriptor se deriva de la diferencia que existe entre sus precios de adquisición y de venta o amortización. Debido a esta característica, requieren un rendimiento algo menor que los bonos con cupón explícito de duración equivalente, cuentan con una liquidez sensiblemente menor de éstos y resultan especialmente recomendables ante expectativas bajistas de los tipos de interés, al tener una tasa efectiva de rendimiento al vencimiento que está prefijada de antemano.

La generación de *strips* a partir de los instrumentos originarios puede lograrse por tres diferentes vías: a) mediante el concurso de una institución financiera, que recibe como activos los bonos subyacentes y emite, con cargo a ellos, los *strips* correspondientes a cada uno de sus cupones; b) a través de un canje contable en una central de anotaciones, a la que se ceden los bonos originales y de la que se reciben los correspondientes *strips*, y c) por el procedimiento de asignar notaciones técnicas diferentes a los cupones y al principal de un determinado bono, lo que permite la negociación separada de cada uno de ellos.

La aparición de *strips* de deuda pública se produjo en 1982 en Estados Unidos, debido a la iniciativa de firmas de inversión privadas. Más tarde, en 1985, el Tesoro norteamericano puso en marcha su propia central de anotaciones, desplazando con sus *strips* los emitidos previamente por las entidades privadas. En el caso europeo, es Francia el primer país que, en 1991, puso en circulación *strips* sobre su principal instrumento de Deuda Pública.

En el caso español, la conveniencia de la puesta en marcha de los *strips* de deuda se deriva de la situación actual de los tipos de interés y de las expectativas de su evolución futura, así como de las posibilidades que ofrecen estos activos de cara al alargamiento del vencimiento medio de nuestra deuda pública. El marco legislativo actual posibilita su introducción efectiva, aunque no sin solventar previamente cuestiones tales como la indivisibilidad actual de la deuda anotada, pero ello chocaría con dificultades determinantes de índole fiscal, que provienen tanto de la complejidad de la normativa que les sería de aplicación como de la doble imposición a la que se verían sujetos: por los cupones de los títulos originarios y por los *strips* de rendimiento implícito.

EL PROBLEMA DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA

José Luis Raymond

La evolución del déficit público en España durante los últimos años ha generado una expansión del saldo vivo de la deuda que puede ocasionar, en un futuro próximo, una situación de crecimiento explosivo e ingobernable de la misma. Esta situación se produce ante la actual imposibilidad de apelar a la financiación del Banco de España para cubrir dicho déficit, y ante la compensación recíproca que se produce entre las diferentes operaciones financieras, por lo que el déficit público coincide exactamente con las necesidades de financiación. En estos términos, el problema radica en que siempre que el sector público incurra en un déficit primario, si el tipo real de interés excede al crecimiento del PIB, la relación deuda pública-PIB se convierte en explosiva.

Remontándonos hacia los orígenes del problema, conviene recordar que en 1978 la proporción de deuda pública con respecto al PIB permanecía estable, y se movía en el entorno del 14 por 100. Su crecimiento posterior elevó dicha *ratio* hasta el 44,4 por 100 en 1991, a causa del comportamiento del déficit, que alcanzaba el 6,9 por 100 del PIB en 1989, y pese a darse factores compensadores como tipos reales de interés muy bajos o reducidos y una elevada tasa de expansión del PIB.

Desde 1991, la *ratio* deuda pública-PIB crece de forma rápida, hasta alcanzar en 1993 la cifra del 54,4 por 100, al solaparse, en estos años, tres factores negativos: un crecimiento real de la economía muy bajo, una elevación en los tipos reales de interés, y un aumento del déficit primario (déficit público excluyendo las cargas por intereses). Todo lo cual nos conduce a una situación, en 1993, en la que el déficit total de las administraciones públicas se sitúa ya en el 7,25 por 100 del PIB, y en cuyo déficit la carga por intereses se eleva hasta los 4,75 puntos porcentuales del mismo.

Teniendo en cuenta diferentes «escenarios» de comportamiento de las principales variables que condicionan la igualdad entre déficit público y necesidades de financiación (tipos nominales de interés, tasa de inflación y tasa de expansión del PIB), se pueden simular diferentes evoluciones de la *ratio* deuda pública-PIB hasta el año 2000 de la economía española. Al hacerlo, se comprueba que tan sólo podrían asegurarse las condiciones de convergencia del Tratado de Maastricht en este apartado (un 58 por 100, en concreto, en la *ratio* deuda pública-PIB) si se verificasen hasta ese horizonte temporal: un superávit primario del 1 por 100, un tipo nominal de interés del 4,8 por 100, una tasa de inflación del 3 por 100, y una tasa de expansión del PIB real del 2 por 100, todos ellos en cómputo anual.

En esos términos, se comprende fácilmente la dificultad de controlar el crecimiento explosivo de la deuda pública y asegurar su sostenibilidad. Y de ahí la necesidad de continuar actuaciones que mejoren la evolución de las variables relevantes; en concreto, por la vía de la mayor reducción de los tipos reales de interés y por la del control del déficit presupuestario, que, en otro caso, tenderá a autoalimentarse indefinidamente.

PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

Núm. 54: Sistema financiero 1993

Núm. 55: Comunidades autónomas.
Situación económica actual

Núm. 56: La competitividad de la industria española

Núm. 57: Tribuna joven: los nuevos economistas
ante el reto europeo

Núm. 58: Entidades financieras
y competitividad

Núm. 59: Economía y Hacienda
de las Comunidades Autónomas

Núm. 60-61: Sector agrario. Bajo
el signo de la incertidumbre

AÑO 1994

<input type="checkbox"/> Papelería de Economía Española (suscripción)	7.000 Ptas.
<input type="checkbox"/> Números sueltos	2.200 Ptas.
<input type="checkbox"/> Perspectivas del Sistema Financiero (suscripción)	6.900 Ptas.
<input type="checkbox"/> Cuadernos de Información Económica, un año	12.000 Ptas.
<input type="checkbox"/> Números sueltos	1.600 Ptas.
<input type="checkbox"/> Documentos de Trabajo (números sueltos)	1.000 Ptas.
<input type="checkbox"/> Microfichas (número suelto)	1.200 Ptas.

El pago lo efectuaré:

- Contra reembolso del primer envío Giro postal núm.
 Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)
Nombre o razón social
Actividad o Departamento
Domicilio
Ciudad
C. P. Provincia o país
Fecha

Firma o sello,

ISSN 8411329564



9 778411 329560