

**PAGARES DEL TESORO, FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO Y OPACIDAD FISCAL**

---

Analistas Financieros Internacionales, S.A.  
(Grupo Ahorro Corporación)  
Noviembre de 1990

**1.- El papel de los pagarés del Tesoro y otros activos en la ocultación fiscal.**

La publicación de la ley 14/1985, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, supuso la concesión de privilegios fiscales a los pagarés del Tesoro, que se definieron por la exención de retención fiscal y por la ausencia de obligación a informar sobre los términos de las transacciones ejecutadas por los mediadores del mercado a las autoridades fiscales. Desde aquel momento, los saldos de pagarés del Tesoro fueron arrebatando a los pagarés bancarios el primer lugar entre los activos financieros que podían facilitar la ocultación fiscal. Dicho puesto fue definitivamente consolidado un año después de la promulgación de la ley 14/1985, y tras el fin del período transitorio, cuando tan sólo los tenedores de pagarés del Tesoro y de pagarés activos financieros con retención en el origen -afros-, pudieron sustraerse al control fiscal.

En este estudio se pretende ofrecer una aproximación a las cifras disponibles de las colocaciones en ciertos instrumentos financieros que han favorecido la ocultación fiscal, y no una visión exhaustiva del complejo problema del fraude y de la persecución del *dinero negro*. El análisis comienza con la discusión de las implicaciones de la ley 14/1985 sobre la evolución del mercado de pagarés del Tesoro, una vez que éstos se habían constituido como el medio básico para la financiación del déficit presupuestario, que disfrutó de amplia aceptación en el mercado, y que sirvió de instrumento de drenaje para la liquidez excedente por el Banco de España. A continuación se intenta aportar una visión resumida de la evolución de los saldos de activos, respaldados o no por los pagarés del Tesoro, creados a su imagen y semejanza, o simplemente producto de modernas técnicas de la ingeniería financiero-fiscal, que han cumplido con éxito, la mayor parte de las veces sólo en el pasado, la misión de ocultar caudales a la administración fiscal. Por último, analizamos el problema de la desaparición del pagaré del Tesoro, desde la óptica de la financiación del déficit público y de la política de emisión de deuda.

**1.1.- La consagración legal de la opacidad fiscal.**

En la ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, se estableció que los rendimientos de todo activo que generase únicamente rendimientos implícitos quedaba sujeto a retención de forma similar a los cupones explícitos, con excepciones muy precisas: los rendimientos de los títulos, emitidos por el Tesoro o el Banco de España, que se definieran como instrumentos de regulación de la liquidez, y además los pagarés del Tesoro. Asimismo, se instituyó la opacidad fiscal de los pagarés del Tesoro y de los llamados afros. Los pagarés afros -activos financieros con retención en el origen- pudieron emitirse por entidades financieras y por empresas

cuyos recursos superaran 700 millones. Se entiende por opacidad fiscal la ausencia de obligación de información a las autoridades tributarias sobre los tenedores en las sucesivas transacciones de estos títulos ejecutadas por los agentes y otros mediadores. No significa, bien entendido, la exención de la tributación en los impuestos correspondientes. La propia ley estableció una moratoria para la adaptación a los nuevos requerimientos de los rendimientos implícitos de los activos emitidos antes del 7 de julio de 1984, o emitidos en fecha posterior si su plazo de vencimiento fuera inferior a un año.

La promulgación de esta ley generó un brusco cambio en la evolución de los saldos de pagarés del Tesoro y de otros activos. El establecimiento de un diferente tratamiento fiscal a favor de los pagarés del Tesoro respecto a otros instrumentos de renta fija a corto plazo introdujo una *prima fiscal* para el pagaré. El coeficiente obligatorio de pagarés no había penalizado, hasta entonces, la rentabilidad de éstos. Sus rentabilidades pudieron caer en términos relativos frente a las ofrecidas por otros activos no opacos fiscalmente. Así, los tipos se redujeron desde el 11.77% (para los pagarés a un año) en abril de 1985 hasta el 8.86% de enero de 1986. Los saldos del público a vencimiento entre julio y diciembre crecieron más de 300 m.m., y los saldos *repo* casi 1250 m.m., fenómeno que debemos relacionar con la migración de saldos en pagarés bancarios tras el fin del período transitorio marcado por la ley 14/1985, como veremos más adelante. No obstante, y a pesar de la muy fuerte demanda de la que fueron objeto los pagarés del Tesoro por el público, en la segunda mitad del año, la absorción de títulos por las instituciones financieras por la caída de la rentabilidad y por el renacer de la demanda de crédito (en los últimos meses del año), se redujo considerablemente. Esto condujo a un mayor recurso a la apelación directa del Tesoro al Banco de España, y éste, mientras tanto, mantuvo en términos netos el saldo de pagarés a pesar de las fluctuaciones de las que fue objeto en el año.

La expansión de las tenencias de pagarés del público fue reflejo de la búsqueda por éste de un refugio fiscalmente opaco aun soportando el coste de oportunidad de una rentabilidad inferior a la de otros activos sin privilegios fiscales. Los pagarés del Tesoro desplazaron desde mayo de 1985 a otros activos requeridos por el público por razones estrictamente fiscales, produciéndose un importante efecto de transferencia de fondos.

A partir de la configuración de las diferencias tan acusadas en el tratamiento fiscal de los pagarés del Tesoro, que en los meses sucesivos escudaron una significativa bajada de los tipos de rentabilidad, el pagaré empezó a perder una buena parte de su atractivo en carteras *fiscalmente transparentes*. Se configuraron dos segmentos claros para la demanda de pagarés: por una parte la demanda de títulos fiscalmente opacos por el público, por otra, la demanda para la cobertura del coeficiente de las entidades de crédito. Estas circunstancias, marcaron el inicio de la pérdida de empuje de los pagarés como instrumento básico para la financiación del déficit, en un contexto de difícil emisión de títulos a largo plazo, de inexistencia de instrumentos alternativos de emisión a corto, y de pérdida de liquidez y profundidad de los mercados de los activos a través de los que se operaban las intervenciones del Banco de España (en esquemas de reducción más que de aumento de los coeficientes de pagarés). El pagaré ha quedado progresivamente relegado de las colocaciones de las tesorerías de las entidades, como se demuestra en la evolución de la proporción de los activos de libre negociación (por contraposición a los mantenidos para la cobertura del coeficiente) sobre el total de los saldos de pagarés. En mayo de 1985, los pagarés (excluyendo la cartera del Banco de España) fuera de coeficiente ascendían a 1244 m.m., un 28.5% del total; en diciembre, la proporción disminuyó hasta el 15.4%, y un año después hasta el 1.8% (que representaba un nominal de 100 m.m.).

Desde junio de 1986, momento en el que se produjo la asimilación a los saldos de pagarés del Tesoro de una proporción importante de los pagarés bancarios, el saldo en poder del público se ha

reducido, con la excepción del paréntesis del primer semestre de 1987, a causa de las nuevas disposiciones acerca de las primas únicas, como veremos en un apartado específico. El saldo máximo del primer semestre de 1986, 4055 m.m., ha caído algo más de dos billones hasta junio del presente año.

TABLA 1.- SALDOS VIVOS DE ALGUNOS ACTIVOS FINANCIEROS  
Datos en m.m. de pesetas

	Pagarés del Tesoro del público	Cesiones de activos privados	Transferencias de activos	Participaciones de activos	Pagarés bancarios	Operaciones de seguros en ALP	Cuentas innominadas	Pagarés forales	TOTAL
1984 Junio	708.9	56.0			2 809.9	158.5			3733.3
Diciembre	808.7	59.1			3 360.2	171.8			4399.8
1985 Junio	1 287.9	42.3			4 056.1	243.8			5630.1
Diciembre	2 227.9	49.0			2 838.1	219.5			5334.5
1986 Junio	4 055.5	55.7			544.0	477.0			5132.2
Diciembre	3 440.8	142.1	86.9		601.8	667.9			4939.5
1987 Junio	3 628.1	298.6	227.2	39.6	783.1	912.2			5888.8
Diciembre	3 178.2	219.4	274.4	41.2	925.6	1 139.8			5778.6
1988 Junio	2 685.0	124.4	404.1	66.9	652.5	1 350.0			5282.9
Diciembre	2 598.0	85.5	661.5	213.0	525.5	1 394.8			5478.3
1989 Junio	2 492.6	74.4	797.1	353.7	801.7	1 323.2		1000	6842.7
Diciembre	2 236.3	36.2	182.5	75.4	969.6	1 014.3		1000	5514.3
1990 Junio	2 047.7	16.5	121.3	10.2	741.7	651.5	200.0	900	4688.9

Nota: Para la mayor parte de las columnas, elaboración propia a partir de datos del boletín estadístico del Banco de España. Los datos sobre pagarés forales proceden de estimaciones propias de Analistas Financieros Internacionales, S.A., y los relativos a cuentas innominadas de las cifras vertidas a la prensa por el Banco de España.

## 1.2.- Los afros

Los activos financieros con retención única en el origen fueron los que compartieron con los pagarés del Tesoro, tras la ley 14/1985 el carácter de opacidad fiscal. Sin embargo, han estado sometidos a gravamen, en tanto en cuanto se practica una fuerte retención sobre los rendimientos efectivos esperados, en el momento de la primera colocación. En mayo de 1985, el tipo de la retención se situó en el 45% al tiempo que se exigió un tipo de rendimiento mínimo del 10%, factores que dejaron a los afros en seria desventaja respecto a los pagarés del Tesoro, que mantenían una rentabilidad primaria situada algo por debajo del 9% (emisiones a un año) sin retención de ningún tipo. En marzo de 1986 se retocó a la baja el tipo de rendimiento mínimo al 8.5%, lo que propició masivas emisiones de este instrumento cuando se produjo, en los primeros meses de 1987, una escalada de los tipos del depósito interbancario, mientras que el tipo a 18 meses para el pagaré del Tesoro se estabilizó en el 8%. En julio de 1987 el tipo mínimo quedó fijado en el 15%. Por último, la ley de Presupuestos de 1988 corrigió la escala de gravamen, lo que implicó la elevación del tipo de retención al 55%, encareciéndose más la emisión de afros en relación al mercado monetario.

No obstante, en los primeros meses de 1990 se ha acudido en ocasiones a la emisión de afros. Con tipos del depósito interbancario manifiestamente tensos en los plazos largos, ha resultado posible, soportar los 8.25 puntos de retención y ofrecer una rentabilidad similar a la de los pagarés del Tesoro, sobre todo en instantes de significativa elevación del coste medio del pasivo. Con el establecimiento del coeficiente de caja en el 5%, especialmente para las entidades financieras de Navarra, dadas las particularidades fiscales que establecen un tipo de retención del 45% y un tipo mínimo de rentabilidad del 10%, pudo, en algún momento, ser plausible la emisión de afros.

### **1.3.- Los pagarés bancarios.**

En marzo de 1983, el Banco de España aclaró que los recursos captados a través de la emisión de pagarés bancarios eran asimilables a depósitos a plazo, y por lo tanto, computables en el cálculo de los coeficientes, y sujetos a las limitaciones existentes entonces sobre los tipos de interés. Hasta marzo de 1987 estuvieron limitados los tipos de los depósitos a plazo inferior a seis meses en el 6.5%, y en el 7.5% los depósitos entre seis y doce meses inferiores a un millón de pesetas. Las rentabilidades que podrían ofrecerse bajo dichas circunstancias no pudieron competir con las de otros activos, especialmente con los nacientes pagarés del Tesoro. Los intentos de fomentar la negociación en un mercado bursátil fracasaron completamente, y estos activos quedaron circunscritos a la clientela bancaria.

La ley 14/1985 provocó definitivamente la deserción del panorama de los mercados financieros españoles de esta figura, que, hasta el establecimiento de la obligatoriedad de la retención sobre los rendimientos, compitió con los depósitos bancarios tradicionales, y además sustrajo del control del fisco saldos muy significativos. En 1985 se alcanzó el saldo máximo de los pagarés bancarios vivos con 4056.1 m.m.. Pudo observarse, meses después, en concreto durante el primer trimestre de 1986, cuando finalizaba la moratoria prevista para ciertos activos en la ley 14/1985, entre los que figuraban los pagarés bancarios, una cierta correspondencia entre vencimientos de éstos y las variaciones de los saldos de pagarés del Tesoro en poder del público. Así, las últimas representaron en los cuatro primeros meses de 1986, el 74% de la caída del saldo de los pagarés bancarios. La tendencia de los saldos de pagarés bancarios a decrecer se ha interrumpido visiblemente en momentos de fuerte tensionamiento de los tipos del depósito interbancario, que propiciaron la emisión de pagarés afros, sobre todo por entidades bancarias. En 1987, el importe neto emitido pudo superar los 300 m.m., y en 1989 los 400 m.m..

### **1.4.- Las primas únicas.**

Los seguros de prima única vieron mermadas parte de sus posibilidades de ocultación fiscal desde la obligatoriedad, a partir de diciembre de 1986, de la presentación a la administración tributaria de las operaciones con terceros, incluyendo estos seguros, originadas por profesionales y empresarios. Esta medida pudo ralentizar el crecimiento de los saldos de primas únicas, pero en ningún caso el sentido de su evolución, expansiva hasta los primeros meses de 1989. Los conflictos judiciales por conocer la identidad de los suscriptores, entre las entidades aseguradoras o emisoras, y la Hacienda Pública fueron, aunque con lentitud, resolviéndose a favor de la Administración.

La *confianza* del público en este instrumento, que nunca pudo catalogarse fiscalmente opaco de forma estricta, parece haberse socavado al no resultar ya útil para actividades de ocultación de ciertos capitales. Los pagarés del Tesoro se convirtieron en la escapatoria inmediata financiera más fácil para esos caudales. En el real decreto-ley 5/1989, de 7 de julio, sobre medidas financieras y fiscales urgentes, se especificó la prohibición para las entidades exclusivamente aseguradoras, la ejecución de las operaciones que hemos tratado en este apartado, y que indudablemente ha incidido negativamente en su difusión. Las cifras que se recogen en la tabala 1, únicamente reflejan los seguros de prima única incluidos en ALP, es decir, aquéllos que están emitidos por cajas de ahorro autorizadas. La rápida progresión de las primas únicas en 1986 se frenó en 1987. Después de diciembre de 1988 (con casi 1.4 billones), el saldo en circulación ha decrecido de manera cada vez más acelerada, y supone en la actualidad menos de 600 m.m..

### 1.5.- Los pagarés forales.

A partir de julio de 1986 se inició la emisión en el territorio de la Comunidad Autónoma Vasca de títulos conocidos por el nombre de pagarés forales. Estos activos plantearon durante tres años, y especialmente durante 1989, una seria competencia a las emisiones de pagarés del Tesoro, con un tipo en torno al 7% para inversiones con un año hasta vencimiento. Al margen de la cuestión de la competencia suscitada por el ofrecimiento de tipos de interés superiores a los del Tesoro, el conflicto entre las administraciones Central y Forales se centró en que se captaban fondos que no tenían por objeto la financiación directa de ningún déficit. Se ofrecían medios, fiscalmente opacos, para facilitar la ocultación de capitales sin que vallera el pretexto de financiar un desequilibrio explicado por inversiones presupuestarias. Por otro lado, las entidades financieras colaboradoras de las diputaciones forales, ofrecían los pagarés a cambio de una comisión abonada a las últimas en la fecha de vencimiento, que *encarecía* las emisiones hasta el 12.25%, tipo en cualquier caso muy inferior a los del depósito interbancario a un año o de la letra del Tesoro, en aquel momento.

El saldo de pagarés forales en el último trimestre de 1989 y en los primeros meses de 1990 se situó cercano al billón de pesetas. Las controversias públicas y políticas entre las administraciones, y la rebaja del tipo de emisión al 5.5% a partir de abril perjudicaron el atractivo de estos instrumentos, cuyo saldo se encuentra en franca reducción, todavía próximo a los 700 m.m., y con perspectivas de limitarse en el futuro.

### 1.6.- Las cesiones de activos diversos.

En la circular 13/1989, de 7 de julio, se introdujeron normas mucho más precisas que las existentes hasta entonces, para la consideración de transferencias de activos y de participaciones en activos. El fin de la regulación apuntaba a encuadrar con exactitud aquéllas operaciones que a juicio del Banco de España debían incluirse en la rúbrica *transferencias de activos*, y por lo tanto, excluirse de la base del cómputo del coeficiente de caja. En el momento de la promulgación de las nuevas normas se desarrolló la *reclasificación* de muchas de las operaciones que anteriormente se consideraron transferencias, dentro de las participaciones. El saldo de transferencias pudo reducirse de manera muy drástica, desde los casi 800 m.m. en julio de 1989, hasta los poco menos de 100 m.m. al final de 1990. El transvase a participaciones fue muy fugaz, en el sentido que rápidamente esas partidas migraron a otras rúbricas dentro y fuera de ALP (Activos Líquidos en poder del Público). En la



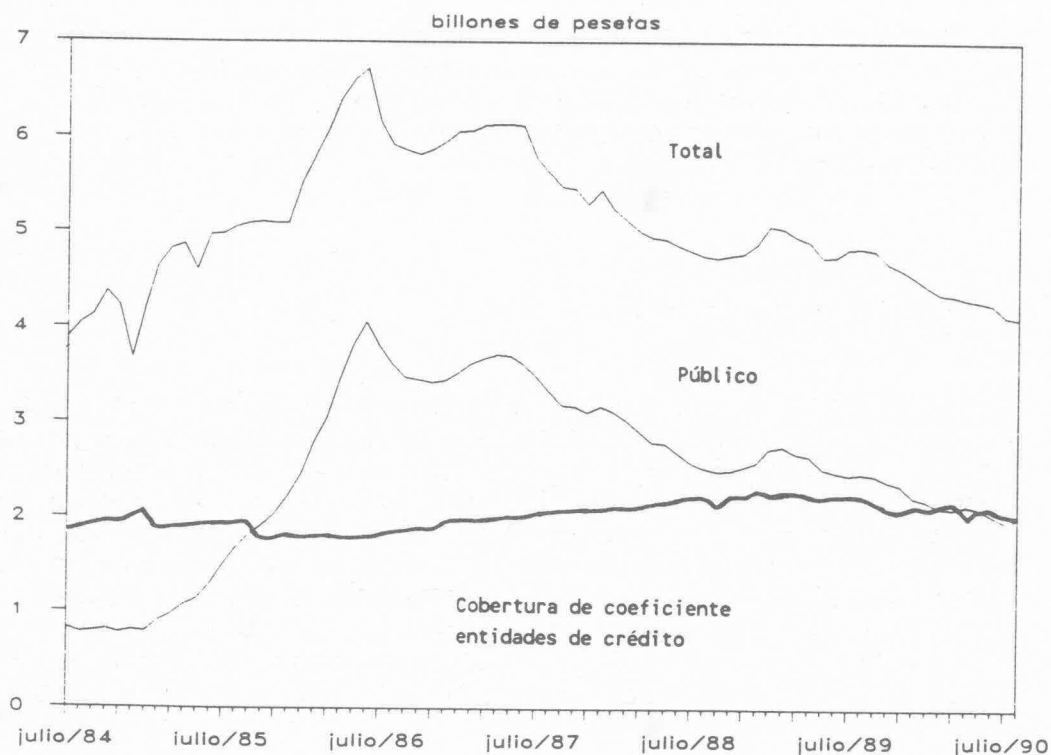
actualidad menos de 20 m.m. permanecen en participaciones de activos. Se observó, en su día, un interesante movimiento en los saldos de pagarés de empresa, en las entidades financieras primero y en el público después, que permitió relacionar al *efecto reclasificación* con el prólogo, en la segunda mitad de 1989, de las bases para la reactivación del mercado de pagarés de empresa.

El proceso de desintermediación financiera ha podido, en nuestra opinión, basarse en buena medida a lo largo de los meses pasados, en la frecuente instrumentación del crédito bancario sobre pagarés de empresa. En determinadas circunstancias, éstos han podido cederse directamente a la clientela bancaria, lo que explicaría la continua expansión de los saldos del público que contrasta con la atonía de los *mercados abiertos* de dichos títulos. Se trata, en suma, de saldos sobre los que cabe ofrecer rentabilidades elevadas y cuya oferta puede graduarse con una amplia flexibilidad.

### 1.7.- Las cuentas innominadas.

En meses muy recientes, se ha conocido la, al parecer, creciente utilización de un medio alternativo de ocultación fiscal a través de la suscripción de talones de puño. La Autoridad Monetaria estima en unos 200 m.m. el caudal mimetizado en el epígrafe *otras cuentas*. La sumersión de los saldos se realizaría a través de la aportación en efectivo, sin que quepa registro fehaciente de la identidad del impositor, a la que la entidad responde con la entrega de un cheque por un montante que incluye los intereses. Estos pueden venir respaldados por un instrumento fiscalmente opaco, en particular pagarés del Tesoro adquiridos *repo* o a vencimiento, en cuyo caso su rentabilidad, en plazos entre un mes y un año, tendría su techo en el 4% - 4.5% sin contar con las comisiones.

Gráfico 1  
PAGARES DEL TESORO. SALDOS VIVOS.



## 2.- El futuro de los pagarés del Tesoro.

La función desempeñada por los pagarés del Tesoro ha marcado, al inicio de la década de los ochenta, uno de los orígenes de la modernización de los mercados financieros españoles. Su presencia en el mercado se sostuvo por las necesidades financieras del Estado, que abordaron su cobertura principalmente a través de la apelación al mercado a tipos de rentabilidad atractivos. El proceso del abandono de la monetización directa y sistemática del déficit del Estado ha tenido altibajos en la historia reciente de nuestro país, pero la disponibilidad de esta vía de emisión flexible de deuda a corto plazo ha propiciado la ortodoxia en la financiación. El éxito de la implantación del pagaré se amparó en la consolidación de un mercado líquido, al tiempo que plantó su germen, a partir del cual se generaron rentabilidades de referencia a corto plazo, y que facilitó la integración de los demás mercados financieros. La consideración de los pagarés dentro del coeficiente de fondos públicos fue en su primer momento una medida favorable para las entidades financieras, ya que permitió rentabilizar en mayor grado los saldos de fondos públicos para la cobertura del coeficiente correspondiente con un activo negociado además en un mercado altamente líquido. Fue, asimismo una medida irrelevante mientras que los saldos de pagarés superaron significativamente la cifra del coeficiente. Se preparó así el ascenso del pagaré como instrumento de drenaje de la liquidez excedente, al centro de la instrumentación de la política monetaria, y plantearse nitidamente el nexo entre esta última y la política presupuestaria.

La promulgación de la ley 14/1985 significó para el pagaré emprender un recorrido progresivamente divergente con la evolución del mercado monetario por la consagración de su opacidad fiscal. Los privilegios fiscales que le fueron otorgados a los pagarés del Tesoro eximiendo a sus intereses de retención (así como a los instrumentos de regulación monetaria y otros), y sobre todo, el anonimato fiscal de los tenedores, obligó al Tesoro al descenso de sus rentabilidades, con el consiguiente abaratamiento de las emisiones. La ocultación fiscal se constituyó en el motivo del público para mantener saldos de pagarés. El mercado se resintió profundamente, incluso antes de la aparición de la letra del Tesoro y de las operaciones *repo* de deuda anotada, aunque se han venido produciendo recuperaciones momentáneas de la demanda a medida que han desertado saldos ocultos en otros activos, de los que sería muy difícil una enumeración completa. Por otro lado, los pagarés han sido sustituidos en las operaciones de drenaje de liquidez, quedando saldos en los activos bancarios para la cobertura del coeficiente. Este inició su progresiva reducción en marzo de 1989, que culminará en diciembre de 1992 con su completa desaparición (ver tabla 2).

Los más de 1.8 billones invertidos en cuentas de terceros de pagarés del Tesoro, no son los únicos fondos ocultos fiscalmente en el sistema financiero español. Unos argumentos esgrimidos con frecuencia indica la paradoja que el propio Estado haya facilitado *un lugar bajo la sombra* para estos capitales cuando, en principio, se encuentra empeñado en una lucha contra el fraude fiscal, y la *filosofía fiscal aparente* de los pagarés puede, quizás, servir de *mal precedente* para la política de deuda de otras administraciones públicas. Asimismo, según se dice, resulta inevitable que los pagarés puedan emplearse para el soporte anónimo de otras operaciones de ocultación. Estos argumentos, expresados sin matizaciones, revelan un juicio, insuficientemente justificado. Las discusiones acerca de la financiación del déficit exigen mucho más pragmatismo que declaraciones semejantes. Dada la fertilidad de la imaginación de los defraudadores, la supresión inmediata de los pagarés no facilitaría en modo alguno la aforación y mucho menos el control de los saldos ocultos. Pagar la prima de ocultación, sin incurrir en otras actividades de mayor riesgo financiero o penal, implica recibir tan sólo una rentabilidad del 5.5%, y a cambio el Tesoro obtiene fondos para cubrir inversiones presupuestarias. La extirpación del fraude fiscal depende, en nuestra opinión, de la adopción de un buen número de medidas legales y presupuestarias. La súbita desaparición de los pagarés del Tesoro

TABLA 2. CALENDARIO DE REDUCCION DEL COEFICIENTE DE INVERSION OBLIGATORIA Y DE SU TRAMO EN PAGARES DEL TESORO

Dia reduccion coeficiente	Decenas	Coeficiente medio ponderado		
		Total	Pagares	
31-Mar-89	V	3aMAR.	10.875	9.854
		1aABR.	10.625	9.562
30-Jun-89	V	3aJUN.	10.577	9.520
		1aJUL.	10.250	9.225
30-Sep-89	S	3aSEP.	10.136	9.123
		1aOCT	9.875	8.887
31-Dic-89	D	3aDIC.	9.772	8.795
		1aENE	9.500	8.550
31-Mar-90	S	3aMAR.	9.328	8.396
		1aABR.	8.875	7.987
30-Jun-90	S	3aJUN.	8.686	7.818
		1aJUL	8.250	7.425
30-Sep-90	D	3aSEP.	8.078	7.271
		1aOCT.	7.625	6.862
31-Dic-90	L	3aDIC.	7.467	6.721
		1aENE	7.000	6.300
31-Mar-91	D	3aMAR.	6.781	6.103
		1aABR.	6.200	5.580
30-Jun-91	D	3aJUN.	5.981	5.383
		1aJUL	5.400	4.860
30-Sep-91	L	3aSEP.	5.200	4.680
		1aOCT.	4.600	4.140
31-Dic-91	M	3aDIC.	3.750	3.375
		1aENE	3.750	3.375
31-Mar-92	M	3aMAR.	3.560	3.204
		1aABR.	2.800	2.520
30-Jun-92	M	3aJUN.	2.570	2.319
		1aJUL	1.850	1.665
30-Sep-92	X	3aSEPT.	1.564	1.408
		1aOCT.	0.900	0.810
31-Dic-92	J	3aDIC.	0.000	0.000

Fuente:Elaboración propia sobre datos del Boletín Estadístico de Banco de España.



plantearía, por otra parte, el problema de absorber un volumen de casi 3.8 billones a través de la emisión de otros instrumentos de deuda.

El año 1993 se iniciará, previsiblemente, con la ausencia del coeficiente de pagarés en las entidades financieras. Ello implica la migración gradual de las colocaciones actuales de pagarés hacia otros títulos de deuda del Estado y hacia otros activos. Por otro lado, el propio comportamiento del público reduce mes a mes sus saldos en pagarés del Tesoro, en este momento ya por debajo de las cesiones de deuda del Estado. En el futuro próximo, la menor presión de las necesidades financieras del Estado sobre los mercados a corto plazo, y la menor tensión, en el horizonte del medio plazo, de la política monetaria, conjugadas con una mayor presencia de los inversores no residentes en deuda a medio y largo plazo (por la supresión de la tributación a los inversores de la CEE) permitirá, en nuestra opinión, reorientar fácilmente las colocaciones actuales en pagarés.

Cabe pensar, pues, que los pagarés *son enfermos que gozan de muy buena salud*. Uno de los segmentos más relevantes del mercado de pagarés, los pagarés para la cobertura de coeficiente, desaparecerá en fecha fija conocida, y el otro segmento, pierde peso progresivamente. Se plantean, por lo tanto, dos cuestiones de interés. La primera se referiría a la conveniencia de precipitar la caída de los pagarés; la segunda, que obviamente debería responderse tras la anterior, plantearía la permanencia en el mercado de los pagarés como activo fiscalmente privilegiado, o la asimilación de los saldos a los de otros activos, parcialmente a través de la afloración, parcialmente, con esto hay que contar, hacia la huida a otras tinieblas.

En nuestra opinión, la respuesta a la primera de cuestiones parece más fácil. En principio, la desaparición brusca de los pagarés con sus privilegios fiscales, resulta una opción siempre posible, pero sólo desde el punto de vista legal. Entendemos que se trataría de la desaparición completa, auspiciada por la no renovación de los vencimientos y la supresión anticipada del coeficiente. Sin embargo, los trastornos que podrían acarrear en los mercados financieros y en la instrumentación de la política de endeudamiento del Tesoro, nos inclinan a pensar que esta opción, tan sólo puede abordarse a modo de ejercicio intelectual.

Por el contrario, no se presenta voluntarista la enumeración de consideraciones sobre el futuro de los instrumentos de financiación fiscalmente opacos para financiar el déficit público. Hacia 1993 podría subsistir un nominal situado entre un billón y 1.3 billones de pagarés en el público (que se corresponden con unas caídas del saldo del orden del 15% al 25% anuales). Estas serían cifras bastante más manejables para su absorción por otros instrumentos de endeudamiento en un plazo *medio*, quizás entre dos y tres años. No obstante, la eliminación de la panoplia de activos ofrecidos al público por el Tesoro, de los opacos fiscalmente, debería emparejarse con un mayor éxito de la lucha contra el fraude fiscal. En caso contrario, todos pagaríamos cuatro graves consecuencias. En primer lugar, se perdería la posibilidad de financiar parte del déficit del Estado a costes por debajo de la referencia del mercado. Esta afirmación se ilustra con el gráfico 2 en donde se representa la prima fiscal del pagaré del Tesoro. En la situación actual de tipos de las letras del Tesoro, la aplicación del tipo marginal máximo sobre los rendimientos efectivos de éstas no favorece, en términos de rentabilidad, la inversión en pagarés ya que la prima fiscal es negativa en casi 1.5 puntos. La rentabilidad del pagaré sólo se vio fiscalmente favorecida entre noviembre de 1987 y diciembre de 1988, pudiendo incluso superar los dos puntos las primas fiscales en abril de 1988. En segundo lugar y muy relacionado con lo anterior, los saldos opacos dejarían de contribuir, si acaso anónimamente, a la financiación de inversiones presupuestarias. En tercer término, esa fracción de caudales *ahora ocultos* pasarían a ser *invisibles*. Y por último, se dejaría de marcar una referencia, quizás baja pero nunca

irrelevante, para la retribución de los saldos opacos, no decididamente empeñados en inversiones de mayor riesgo, como antes comentamos, financiero o penal.

A pesar de que los planteamientos de las autoridades fiscales, dados a conocer en diversas ocasiones, son de rechazo absoluto a una amnistía fiscal, tampoco hay por qué renunciar a incentivar la afloración progresiva de los saldos invertidos en pagarés. La absorción del volumen todavía en circulación de pagarés del Tesoro en 1993, podría realizarse en un período transitorio entre dos y tres años, facilitada por las labores de la inspección de tributos y de la judicatura, por una parte, y de la emisión de algún nuevo instrumento por otra. Podemos, para finalizar, proponer la puesta en circulación, a medida que se produzcan los vencimientos, de un instrumento de deuda del Estado a plazo entre uno y dos años, de cupón cero y con características similares a los afros. Estos tratarían de aprovechar el contenido de incentivo en la declaración anual de la renta de la retención en el origen. Podrían consistir en pagarés con una rentabilidad bruta similar a la del mercado. Supongamos un título con un tipo de rentabilidad del 12%, con una retención en el origen del 55% (que también podría modificarse al efecto), pero reintegrable en la declaración del IRPF o del IS. A semejanza de los afros, estos pagarés serían fiscalmente opacos, y a diferencia de los mismos, sus rendimientos se declararían de forma similar a los actuales pagarés de empresa en el IRPF. Si el ciudadano decidiera declarar, la rentabilidad podría aproximarse a la del mercado para la deuda pública del Estado a corto plazo. Si decidiera no aflorar sus caudales, su rentabilidad, el 5.4%, se aproximaría a la de los actuales pagarés del Tesoro, sin perder, claro está, la referencia marcada por el tipo de la letra del Tesoro para no ofrecer primas fiscales positivas. Teniendo en cuenta que en el momento del lanzamiento de estos títulos también se daría a conocer la fecha de la última emisión, se presentaría muy nítidamente al inversor la magnitud del coste de oportunidad de no aflorar sus fondos. Este sistema u otro en la misma línea no garantiza ningún éxito, pero la acogida aunque parcial, justifica el intento, dada la magnitud de las cifras del endeudamiento del Estado y de su repercusión sobre los mercados.

Gráfico 2

ESTIMACION DE LA PRIMA FISCAL DEL PAGARE DEL TESORO

