

LA DEUDA DEL ESTADO, LOS NO RESIDENTES Y LA GESTION DEL PROCESO DE CAIDA DE LOS TIPOS DE INTERES

Analistas Financieros Internacionales, S.A.
(Grupo Ahorro Corporación)
Febrero 1991

La importancia que, tras el descenso llevado a cabo por el Banco de España en el tipo marginal de la subasta de compras "repo" de CBE el día 13 de febrero, adquiere la celebración próxima de cuatro subastas del Tesoro que se resolverán simultáneamente el jueves 28 de febrero -las peticiones son mañana- requiere algunas reflexiones. El muy fuerte descenso de tipos de interés que ha tenido lugar en los mercados de letras del Tesoro, la caída de las rentabilidades internas del mercado de bonos, el fuerte ascenso de la negociación en todos los segmentos del mercado de deuda, el aumento de las posiciones abiertas en los mercados de futuros, a plazo y de opciones sobre deuda y la expansión de los saldos en terceros residentes y no residentes son elementos que responden a un mismo proceso: la apertura en el mercado de una expectativa claramente descendente en los tipos de interés en un momento caracterizado por un bajo nivel en las carteras de las entidades.

En esta nota no trataremos de reflexionar sobre la formación de estas expectativas. Partiremos del hecho de que la coyuntura económica -la aproximación del crecimiento de la demanda interna agregada al del PIB que resulta del "ajuste" de nuestra economía- hace previsible, por primera vez en más de dos años, descensos significativos en los tipos de interés, para detenernos en el papel que la deuda del Estado, y en concreto, los mercados primarios, pueden jugar en la administración del proceso de descenso de tipos de interés. Defenderemos la opinión de que el Tesoro debería tomar sus decisiones en el mercado primario sobre la base de tres premisas básicas: (1) ofrecer un volumen de papel más que suficiente para abastecer toda la demanda de terceros (residentes o no) y una parte razonable de la demanda especulativa (que permita una acumulación de carteras que aún no ha podido tener lugar); (2) no considerar los niveles de precios del mercado secundario como indicadores insesgados de las expectativas, sino como el resultado final de un proceso en el que la "escasez de papel" en las carteras de las entidades titulares de cuenta ha podido tener una relevancia tan significativa o más que las expectativas de tipos de interés; (3) ofrecer una respuesta al hecho de que la fiscalidad de una parte de la demanda -los no residentes- es ahora completamente diferente a la de otra -los residentes-, tras la exención de la deuda pública en vigor desde el comienzo del año. Pensamos que sólo con la contemplación de estas consideraciones podría quedar garantizada la no repetición este año de los procesos indeseables de "espirales de tipos a la baja", que caracterizaron los

descensos de tipos de los años 1986 y 1988.

Las espirales a la baja en tipos resultan especialmente peligrosas en nuestro país ya que el diseño de las subastas de deuda pública (la subasta competitiva mixta) "recompensa" a la demanda más bajista con el precio medio. En nuestra opinión, la pérdida de credibilidad que puede ocasionar a las autoridades un descenso de tipos oficiales "excesivo", no acompasado con la coyuntura, hace recomendable una actitud cautelosa por parte de éstas. Aunque el B.E. siempre puede intervenir de forma compensatoria -encareciendo eventualmente el tipo a un día del interbancario, manteniendo, como hace ahora, un alto nivel para el tipo de las ventas a 3 meses de letras de su cartera o incluso vendiendo bonos en mercado abierto (en lo transcurrido del año el B.E. ha vendido 60 m.m. de esta forma)- lo más razonable es esperar que el descenso de tipos sea administrado por el Tesoro desde el mercado primario, con emisiones suficientemente amplias de deuda del Estado y bajo una actitud no beligerante en precio por su parte.

La oferta de un volumen "suficiente" de deuda es condición necesaria para que las rentabilidades del mercado reflejen los fundamentos y no aspectos específicos del momento, como la "escasez de papel". A pesar de las fuertes emisiones de febrero el mercado no ha dejado de mostrar un generalizado desabastecimiento de letras y bonos. En lo transcurrido de febrero los saldos de letras en poder de clientes han aumentado en 380 m.m., cifra sin duda espectacular que ha impedido a las entidades titulares una recomposición de su cartera de letras, que sigue en aproximadamente unos 140 m.m. y es causa de unos diferenciales "depo-repo" a un día siempre por encima de 0,5 puntos porcentuales. La deuda a medio y largo plazo ("repo" y a vencimiento) en poder de clientes ha ascendido, por su parte, en más de 570 m.m. en lo transcurrido del mes. Esta impresionante cifra tampoco ha permitido unas recomposiciones de las carteras de las entidades titulares, que ascienden globalmente a unos 470 m.m. cifra sólo ligeramente superior a la final del mes de enero. Si consideramos que las carteras de los titulares de cuenta son el mejor indicador del grado de abastecimiento de papel existente en el mercado, parece claro que la situación actual debe calificarse como de escasez, dadas las expectativas de tipos de interés.

Esta escasez es, en nuestra opinión, una de las razones que explican, con las expectativas, una parte de la caída de las rentabilidades negociadas. El que la letra a un año se sitúe en el 14% a un año en el secundario, el que el 13,45 de abril del 96 pueda adquirirse al contado al 13,60% de rentabilidad interna anual o al 13,62% "para cuando se emita" (15 de marzo) o el que es 13,65 de marzo del 94 se negocie cerca del 13,90% al contado y del 13,82% a plazo en junio, cuando los últimos primarios situaban sus precios marginales en rentabilidades del 14,3%, 14,329% y 14,551%, respectivamente, no son sino indicativos de

que el mercado cotiza ya más la escasez que las expectativas. El problema es que la estructura de las peticiones así como su volumen podrían reflejar e incluso amplificar esta situación del secundario. Los elevados saldos de las posiciones abiertas a plazo (véase tabla 1) que se han acumulado en los bonos a cinco años (89,4 m.m. de pesetas el 25 de febrero de 1991) y en los bonos a tres años (170,4 m.m.) obligarán a que una parte importante de las peticiones trate de "asegurar" la adjudicación con precios lo suficientemente altos para garantizar la "entrada" en la emisión. Con todo, el elevado diferencial existente entre los precios del secundario y los precios de la adjudicación de los bonos en febrero determinará, probablemente, en general, un excepcionalmente amplio espectro de precios en las peticiones competitivas.

Un elemento clave, sin embargo, hace complejo el análisis de estas emisiones de letras, bonos y obligaciones. Se trata del papel de la demanda no residente. La exención fiscal de las rentas percibidas por no residentes de deuda pública española y la expectativa de una pronta agilización total de las actuales dificultades administrativas que se derivan del proceso de devolución de las retenciones a cuenta sobre los cupones, han contribuido a una espectacular expansión de los saldos en no residentes de bonos y obligaciones y, en menor medida, de letras del Tesoro. Los primeros han ascendido, en la primera mitad de febrero, en más de 200 m.m., para situarse en 800 m.m. de pesetas, un 16% del saldo vivo total anotado, y los segundos lo han hecho en unos 22 m.m. para alcanzar los 120 m.m., si bien puede que la demanda de letras de no residentes haya podido acelerarse en la segunda mitad del mes, como consecuencia de la caída de los tipos de la europeseta (peseta convertible), en un cierto proceso de sustitución entre instrumentos a corto plazo.

La apertura de una "brecha fiscal" entre residentes y no residentes hace que éstos consideren atractivas rentabilidades (los "matadores" a cinco años se han situado recientemente cerca del 13,7% de rentabilidad) que para aquéllos pueden no serlo, y ello independientemente de las expectativas cambiarias. Se trata pues éste de un problema de difícil tratamiento técnico: la posible segmentación del mercado con terceros no residentes frente al mercado residente. Aunque la atención de la demanda derivada de los no residentes puede tener consecuencias claras sobre el tipo de cambio de la peseta, obligando incluso a la adquisición de reservas por parte del B.E., parece, en nuestra opinión, necesaria por dos razones: en primer lugar, porque se trata ésta de una demanda genuina que no conviene "castigar", al menos inicialmente, con caídas bruscas e intensas en las rentabilidades; en segundo lugar, porque la sensibilidad de esta inversión a los movimientos de la peseta le hacen particularmente frágil. Para que la demanda extranjera de deuda contribuya a la estabilidad del endeudamiento del Tesoro a medio y largo plazo, parece preciso un diferencial amplio entre las rentabilidades de cesión y las rentabilidades primarias que recompense la labor de

GRAFICO 1



TABLA 1
POSICIONES ABIERTAS EN EL MERCADO A PLAZO AL 25 DE FEBRERO DE 1991
(m.m. de pesetas)

	Bonos 13,45%	Bonos 13,65%	Total deuda	Pro-memoria: entregable 13,65%		
				Futuros	Put	Call
15 Marzo 91	43,0	10,0	70,3	-	-	-
20 Marzo 91 (*)	27,4	44,7	242,3	-	-	-
19 Junio 91 (*)	-	76,5	122,7	44,9	30,6	55,8
Otras fechas	19,0	39,2	391,0	-	-	-
TOTAL	89,4	170,4	826,3	44,9	30,6	55,8

(*) Fechas estandarizadas en el mercado a plazo y en el Futuros de MEFFSA
FUENTE: Central de Anotaciones y MEFFSA

comercialización que llevan a cabo las entidades gestoras españolas. En tanto el "ahorro popular" a cinco años que la reforma del IRPF en discusión parlamentaria exime de impuesto y de retención en la fuente no se generalice, parece pues "un mal menor" esta "segmentación".

La "brecha fiscal" entre residentes y no residentes

El Proyecto de Reforma del IRPF enviado por el Gobierno al Congreso de Diputados el día 4 de agosto incluyó un importante cambio de la fiscalidad de las rentas de capital obtenidas por residentes de otros países de la CEE en nuestro país. Las líneas básicas de esta reforma han sido anticipadas, ante el retraso que probablemente tendrá la aprobación de la Reforma del IRPF, no obstante, por el Real Decreto Ley 5/1990, de 20 de diciembre, de Medidas Fiscales Urgentes, y extendidas a las Sociedades por la Ley de Presupuestos 1991. Esta reforma, supone un cambio radical para el tratamiento fiscal de la deuda pública -y de las rentas de capital, en general- en poder de residentes en otros estados de la CEE.

Con la reforma, los intereses e incrementos de patrimonio derivados de bienes muebles no se considerarán obtenidos en España cuando correspondan a personas físicas o sociedades no sujetas por obligación personal de contribuir [la de los residentes] que tengan su residencia habitual en otros estados miembros de la Comunidad Económica Europea y no operen a través de establecimiento permanente en España. Se trata de una exención fiscal que tendrá una especial repercusión sobre los activos de riesgo más homogeneizable, como es el caso de la deuda del Estado. En este apartado nos ocuparemos de las repercusiones de esta exención de tributación sobre el mercado de deuda pública anotada.

La exención fiscal contrasta vivamente con el sistema que hasta ahora gravaba las rentas obtenidas por los no residentes comunitarios en deuda pública española. Se aplicaba con carácter general un tipo de gravamen del 25%. En el caso de que el no residente tuviera establecimiento permanente en España o en el de los incrementos patrimoniales este tipo se eleva al 35%. Sin embargo, España tiene firmados con varios países convenios de doble imposición que limitan a un tope máximo la imposición sobre intereses, con tipos de gravamen muy inferiores, como el 10% con Alemania o el 12% con Italia o Reino Unido (véase tabla 2), y no gravan en el país de la inversión los incrementos patrimoniales.

Con la reforma del IRPF aprobada, las rentas de capital obtenidas en España por personas físicas residentes en otros países de la CEE no estarán sujetas a tributación en nuestro país, procedan de rendimientos explícitos o de incrementos patrimoniales. De ello se deduce que tras la aprobación y

TABLA 2
CONVENIOS DE DOBLE IMPOSICION CON LOS PAISES DE LA CEE Y TIPOS DE GRAVAMEN DOMESTICOS POR PAISES.

	Tipos máximos del convenio de doble imposición en España		Tipos de gravamen domésticos	
	Sobre intereses	Sobre variaciones patrimoniales	Sobre residentes	Sobre no residentes
Alemania	10	0	0	0
Dinamarca	10	0	0	0
Francia	10	0	(c)	0
Luxemburgo	10	0	0	0
Holanda	10	0	0 (b)	0
Italia	12 (a)	0	12,5 (d)	12,5 (d)
Reino Unido	12	0	25 (d)	25 (d)
Bélgica	15	0	25 (f)	0
Portugal	15 (b)	0	20/25 (d)	20/25 (d)
Grecia	-	-	(e)	0
Irlanda	-	-	35 (g)	35 (g)

- (a) La deuda pública (incluyendo administraciones locales) exenta de tipo de gravamen.
- (b) Las rentas obtenidas en España gravadas con este 15% no pueden ser gravadas a su vez en Portugal en el caso de ser deuda pública.
- (c) Puede elegirse entre una escala de tipos impositivos, según los títulos, y el tipo impositivo marginal del contribuyente.
- (d) Sujeto a excepciones.
- (e) Los bancos aplican directamente un tipo de gravamen individualizado sobre la fuente.
- (f) Reducido al 10% para las nuevas emisiones a partir de marzo de 1990.
- (g) Los cupones están libres de gravamen fiscal.

publicación de la ley en el BOE, los intereses de la deuda pública tendrán para los residentes comunitarios el mismo tratamiento fiscal de que ahora gozan sólo algunos instrumentos en pesetas: las cuentas en pesetas convertibles, los repos sobre bonos u obligaciones del Estado en el caso de países sujetos a convenios de doble imposición y las emisiones de títulos internacionales (los "matadores").

Sólo algunos países comunitarios (véase tabla 2) mantienen un régimen fiscal con los terceros no residentes de este tipo. Francia, Alemania, Bélgica, Holanda, Dinamarca, Grecia y Luxemburgo aplican a los no residentes gravámenes nulos sobre las rentas de sus deudas domésticas. La sensibilidad que muestran los flujos de capital a los gravámenes internos es tan intensa -recuérdese el intento alemán de aplicar un "withholding tax" sobre sus bonos en abril de 1989 y su supresión en julio de ese año, ante las salidas de capitales que provocó- que los países que todavía mantienen estos gravámenes, como Italia, Reino Unido, Portugal y nuestro propio país, aplican importantes excepciones que aminoran sus efectos. EEUU, donde la inversión extranjera en bonos es tan crucial para la financiación de su amplio déficit corriente, mantiene también gravámenes nulos sobre los no residentes.

La apertura del mercado de deuda pública al exterior, sin las trabas fiscales que hasta ahora la distorsionaban y dificultaban, habrá de tener evidentes efectos positivos sobre la racionalidad del endeudamiento público que superan las puras exigencias armonizadoras que dicta el proceso de unión monetaria en Europa. El acceso de los no residentes al mercado español de deuda pública, más allá de los efectos cambiarios iniciales -en un contexto de balanza básica todavía positiva en nuestro país-, supondrá una garantía de estabilidad para la deuda: por una parte, porque estos inversores extranjeros mantienen una vocación por el medio y largo plazo en sus carteras que facilitará sin duda, lo que debe ser un objetivo prioritario de nuestras autoridades financieras cara a la unión monetaria, el alargamiento del plazo de la deuda; por otra, porque abrirá una vía de especulación y arbitraje fuera del ámbito de los mercados a corto plazo, propiciando un evolución más coherente de las rentabilidades a largo plazo con las expectativas cambiarias y también con los propios tipos de interés a corto; finalmente, como consecuencia de lo anterior, porque reforzará la línea de estabilidad en los tipos a largo seguida por el Tesoro recientemente.

Con estas expectativas fiscales -adicionales quizá a las que despierta la propia desaceleración de la demanda interna en España- interesa discutir los efectos que cabe esperar sobre la demanda de deuda de los no residentes. Para ello, discutiremos primero la evolución de esta demanda desde 1989, año en que comenzó a ser significativa.

Evolución reciente de la demanda no residente

La demanda de deuda pública por parte de no residentes es ya una parte importante de la demanda de deuda total. Los bonos y obligaciones del Estado en poder de no residentes representan en la actualidad un 16% de los saldos vivos. Sin embargo, las letras del Tesoro en carteras extranjeras suponen hoy sólo un 2% de los respectivos saldos totales. En conjunto la deuda del Estado en poder de no residentes representa un 8,7% de la deuda anotada total. Como no existe información pública sobre los países de origen de estos no residentes, ni sobre qué parte de los saldos corresponden a personas físicas y qué parte a sociedades, sólo nos ocuparemos de las posibles consecuencias del cambio fiscal sobre los saldos globales,

Observando la evolución de la distribución por instrumentos de la inversión extranjera en deuda pública, puede llegarse a la siguiente conclusión: la inversión a corto plazo (letras del Tesoro) parece desempeñar un carácter marginal, relacionado sólo con procesos de sustitución en la especulación en favor de la peseta (con pesetas convertibles y swaps) o de arbitraje (europesetas como pasivo y letras como activo), mientras la inversión a medio o largo plazo (bonos y obligaciones) ha seguido una pauta menos marcada por las oportunidades de la coyuntura y más orientada por una estrategia estable de diversificación de las grandes carteras internacionales. No obstante, la proliferación de repos y simultáneas con no residentes, no siempre correctamente reflejada por las estadísticas oficiales cuando se realizan sobre bonos y obligaciones, obliga a interpretar con cautela las cifras.

En todo caso, la regulación fiscal ha marcado profundamente también la evolución de los saldos de los no residentes. En el gráfico 1 puede observarse que no fue hasta marzo de 1989 cuando comenzó a aumentar fuertemente la demanda de no residentes de deuda, de la mano de las letras del Tesoro. La fortaleza de la peseta, como se recordará, había provocado, en un contexto de estrictos controles de cambios -básicamente, las trabas a la remuneración de las cuentas en pesetas convertibles y las restricciones a la posición de contado de las entidades delegadas-, un descenso de los tipos de la europeseta frente a los tipos del mercado interbancario. Ello favoreció la demanda de letras del Tesoro que entonces estaba restringida, para los no residentes, a compras a vencimiento. La caída del tipo de la letra en el primario (un punto y medio, nada menos, entre junio y septiembre) y las presiones contra la peseta, favorecidas por la posición beligerante del Bundesbank en favor de un realineamiento de paridades, hicieron, tras el verano, que la demanda de letras se redujera drásticamente. Por ello, sus saldos cayeron bruscamente, para recuperarse sólo en octubre de 1990. Mientras tanto, las carteras de deuda a medio y largo plazo de los no residentes siguieron aumentando moderada pero constantemente,

GRAFICO 2



TABLA 3
COMPOSICION ACTUAL DE LAS CARTERAS DE DEUDA PUBLICA
(datos a 22 de febrero de 1991)

	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones
Terceros residentes	6.618,6	3.571,2
Terceros no residentes	170,6	895,6
Entidades titulares (sin BE)	137,2	477,8
Banco de España y bloqueos	201,0	222,7
Saldo anotado	7.127,4	5.167,3

Fuente: AFI

ajenas a los vaivenes de la especulación y el arbitraje vía letras del Tesoro.

La evolución de las letras de los no residentes en 1989 puso de manifiesto la primacía, en el corto plazo, de las cuestiones cambiarias y de las derivadas de la regulación de cambios, sobre las fiscales. En dicho año el tratamiento fiscal de estas inversiones extranjeras no hizo sino endurecerse. El Real Decreto 1/1989, de 22 de marzo, fijó en las entidades delegadas la obligación de retención a los no residentes sobre las rentas de la deuda pública, tanto en el caso de la retención general sobre los cupones de bonos u obligaciones (con la devolución posterior de la diferencia entre ésta y los convenios de doble imposición) como en el de aplicación del tipo de gravamen general o el del convenio de doble imposición correspondiente, cuando se trata de letras del Tesoro. El rigor fiscal llegó a su culminación, en 1989, cuando en julio se elevó la retención y el tipo de gravamen sobre no residentes del 20% al 25%.

Al inicio de 1990, la menor fortaleza de la peseta, condujo a un reequilibrio de los diferenciales entre tipos de interés en pesetas y tipos en europesetas. Después, en mayo, con la liberalización de la remuneración de las pesetas convertibles, este equilibrio pudo ser perpetuado. Cuando el tipo de la letra volvió a ascender entre enero y abril en el mercado primario, este equilibrio ya se había alcanzado, por lo que la demanda de letras de los no residentes no volvió a revitalizarse hasta que en octubre el extratipo pagado por el Banco de España en las ventas a vencimiento que ofreció transitoriamente al mercado no superó al tipo de la europeseta.

La Orden Ministerial del 12 de mayo de 1990, que liberalizó la remuneración del pasivo bancario en pesetas convertibles, introdujo un factor de flexibilidad fiscal, de forma indirecta, al liberalizar también los repos sobre deuda pública para no residentes. El régimen fiscal aplicable a estos repos es el de plusvalías cuando se realizan sobre títulos con cupón, como es el caso de los bonos y las obligaciones del Estado, por lo que sus rendimientos no están gravados en España (tampoco tienen retención alguna) cuando el no residente procede de un país que tiene suscrito convenios de doble imposición con nuestro país. Esta cuestión puramente fiscal provocó una sustitución, dentro de la inversión a corto plazo, entre letras y repos sobre bonos, ya que éstos ofrecían tipos de interés relativos superiores a aquéllas. Este proceso se desarrolló entre los meses de mayo y junio, y supuso un fuerte ascenso de la deuda a medio y largo plazo, a costa de la caída de los saldos de letras, que alcanzaron niveles mínimos. La oferta de extratipos crecientes por parte del Banco de España en su ventanilla a vencimiento desde el final de junio, hizo que en el pasado mes de octubre, cuando el tipo equivalente ofrecido alcanzaba sus máximos, las letras volvieron a vehicularizar la especulación en favor de la peseta e incluso a propiciar un arbitraje con la europeseta.

El establecimiento de un régimen fiscal que no grave en España la inversión en deuda pública de los no residentes hará de la deuda pública un claro competidor de los instrumentos en pesetas hasta ahora privilegiados fiscalmente: en el corto plazo, las cuentas bancarias de pesetas convertibles, y en el largo, las emisiones internacionales de bonos (matadores). El saldo vivo de las primeras alcanza los 1.190 m.m., según nuestras estimaciones, mientras el de los bonos matadores se sitúa en unos 500 m.m. Estos volúmenes son suficientes para, en el nuevo contexto fiscal, garantizar la aproximación entre los tipos a corto plazo y a largo plazo de la deuda pública y los instrumentos en europesetas. No es extraño pues que conforme se afiance la posibilidad real del cambio fiscal recogido por el Proyecto de ley del IRPF tenga lugar una tendencia -todo lo demás constante- a la baja en las rentabilidades de los bonos del Estado y al alza en las de los bonos matador. En el corto plazo, la peseta convertible y los repos sobre bonos, garantizan ya una evolución coherente de tipos, que habrá de extenderse también a las letras del Tesoro, conforme se afiance la demanda no residente.