

LAS LETRAS DEL TESORO

Ignacio GARRIDO

LAS LETRAS DEL TESORO

1. La financiación del déficit público, la política monetaria y las funciones de las letras del Tesoro.

La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 11 de junio del año en curso creó y reguló los aspectos básicos de una nueva modalidad de Deuda Pública del Estado, las Letras del Estado, que ha venido a llenar un vacío sustancial en la gama de instrumentos de que dispone el Estado para la financiación de sus necesidades y en el sistema de tipos de referencia sobre los que se articulan los mercados de capitales.

Desde su creación en 1981, los Pagarés del Tesoro se revelaron como un pilar básico de la financiación del Estado y, merced a las posibilidades operativas otorgadas a los mismos por su forma de representación, la ausencia de intervención de fedatario público, su emisión al descuento y su negociación en múltiples mercados, se convirtieron en el instrumento con mercado más desarrollado y activo de cuantos se negociaban en los mercados de capitales españoles.

Esta situación posibilitó su uso como instrumento de política monetaria a través de operaciones de mercado abierto y convirtió el tipo de interés de los Pagarés en un tipo de referencia fundamental.

El hecho de que su colocación estuviera parcialmente asegurada por la existencia de un coeficiente obligatorio no resta validez a lo expuesto, si bien constituye un pie forzado que garantizando una demanda elevada interfiere en el pro-

ceso de fijación de precios y en la distribución entre agentes de la Deuda en circulación. La diferencia capital, no obstante, de los Pagarés respecto a otros activos a corto plazo, como los Bonos del Tesoro o los Certificados de Regulación Monetaria estriba en la posibilidad de su adquisición por cualquier inversor, lo que determina una aproximación de sus tipos no a los de los activos sino a los de los pasivos bancarios.

Financiación de la Necesidad de Endeudamiento neto del Estado

	Necesidad de endeudamiento neto (m.m.)	Porcentajes			
		Deuda Tesoro	Otra Deuda	Banco España	Resto
1981	513.2	5.3	26.1	93.3	-25.0
1982	1.063.1	6.9	31.2	81.5	-19.6
1983	1.158.7	89.2	25.0	11.7	-25.9
1984	1.368.8	149.0	51.8	-48.1	-52.7
1985	1.636.0	69.4	23.8	27.0	-20.2
1986	1.493.7	62.0	122.6	-40.6	-44.0
1987 En. Ag.	738.2	127.5	75.9	-54.7	-48.7

Fuente: Banco de España. Boletín Estadístico mensual.

La situación quedó gravemente trastocada como consecuencia de las disposiciones contenidas en la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros. Como se sabe, esta Ley al tiempo que sometía a retención a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto de Sociedades los rendimientos obtenidos de activos de rendimiento implícito estableció unos mecanismos de información destinados al reforzamiento del control fiscal sobre los rendimientos de capital. Los rendimientos de los Pagarés del Tesoro, si bien están sujetos a los citados impuestos, quedaron exentos de retención a cuenta y de las obligaciones de información impuestas a los intermediarios financieros y fedatarios mercantiles.

Como consecuencia de lo dispuesto en la Ley se produjeron grandes desplazamientos de fondos hacia los Pagarés del Tesoro que, de esa forma, alcanzaron su máxima difusión entre el público. Ahora bien, esa expansión dió lugar a una reducción sostenida y sustancial del tipo de interés de los Pagarés del Tesoro que se ha alejado de los tipos de mercado para activos de plazo similar mucho más de lo que justificaría la naturaleza del emisor y las facilidades operativas. Como consecuencia, los Pagarés han perdido en la práctica su característica de activo para todos los inversores y se ha producido un confinamiento del instrumento en los segmentos afectados por el coeficiente o motivados fiscalmente.

La nueva situación ha tenido su expresión más clara y sus consecuencias más perturbadoras durante el primer semestre de 1987, cuando la elevación de los tipos de interés a corto plazo, permaneciendo el de los Pagarés del Tesoro a su nivel anterior, inutilizó en la práctica a éstos para las labores de intervención monetaria y se asistió a un proceso de desinversión creciente por parte del público en general e incluso del público motivado fiscalmente.

Esta evolución tuvo una incidencia importante dada la falta de capacidad del Estado para financiarse en el mercado con los instrumentos restantes y agudizó los problemas de control monetario, poniendo de manifiesto la necesidad de disponer de un instrumento que restaurara el acceso del Estado a los mercados a corto plazo y que permitiera sumar una política de mercado abierto a los restantes instrumentos de control monetario.

Las Letras del Tesoro son el instrumento creado para cumplir esas finalidades.

2. Características y funciones de las Letras del Tesoro

La experiencia de los Pagarés del Tesoro mostraba a las claras qué condiciones debía reunir y cuáles debía evitar un instrumento que hubiese de alcanzar unos mercados tan profundos y activos como para soportar una parte importante de la financiación del Estado, para servir de enlace y referencia para el conjunto de mercados financieros y para servir de cauce a operaciones de mercado abierto,.

En primer lugar, son un instrumento a corto plazo que, en la actualidad se emite a 12 meses, aunque, por la vía de las cesiones temporales del Banco de España también le llega al mercado a tres meses, sin perjuicio de que a través de las operaciones con pacto de recompra la oferta para los inversores cubra todos los plazos hasta 12 meses.

En segundo lugar, se emiten al descuento facilitándose de esta manera las operaciones sobre letras que, por otra parte, no se ven sujetas a las trabas propias de los activos de rendimiento implícito merced a la calificación de las mis-

mas como instrumento regulador de la intervención en los mercados monetarios y a la previsión contenida para tales instrumentos en el artículo octavo, uno, de la mencionada Ley 14/1985.

En tercer lugar, el régimen de representación y de tenencia y transmisión ha de ser de bajo costo y de rápida liquidación. Las Letras del Tesoro, están representadas exclusivamente en anotaciones en cuenta y como tales no es precisa la intervención de fedatario público en su suscripción, compra o transmisión. En cuanto a las posibilidades operativas, disfrutan de las contempladas en el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, para la Deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta.

En cuarto lugar, pueden ser adquiridas por cualquier tipo de inversor; estando, pues, disponibles para ser negociadas en cualquier tipo de mercados y garantizando así un nexo de unión entre todos ellos.

En quinto lugar, completando lo anterior, debían verse y las Letras se ven, de hecho, libres de trabas, como la de ser computable para el cumplimiento del coeficiente de Deuda dentro del coeficiente de inversión.

En sexto lugar, el marco de características se cierra con un tratamiento fiscal de las Letras que las diferencia radicalmente de los pagarés del Tesoro y las sitúa tan próximas al régimen general como exigen las necesarias facilidades operativas que requiere su función de instrumento de intervención en los mercados monetarios. Así, pues, los rendimien-

EMISIONES DE LETRAS DEL TESORO
(miles de millones de pesetas)

Subastas	Emisiones		Deuda en circulación	
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
Junio 26	99,4	86,1		
	400,0*	345,8*	499,4	431,9
Julio 10	62,0	53,7	561,4	485,6
	17 200,0*	173,5*	761,4	659,2
	24 60,6	52,5	822,0	711,6
Agosto 5	100,0*	86,9*	922,0	798,6
	7 135,9	117,9	1.057,9	916,5
	-11 300,0*	260,5*	1.357,9	1.176,9
	21 102,8	89,2	1.460,6	1.266,2
Setbre. 4	161,7	140,5	1.622,4	1.406,7
	18 54,0	46,9	1.676,4	1.453,5
Octbre. 2	56,8	49,3	1.733,1	1.502,9
	16 86,5	75,3	1.819,6	1.578,2

* Cesión al Banco de España.

tos de las Letras están exentos de retención a cuenta de los Impuestos sobre la Renta de las Personas Físicas y de Sociedades pero están plenamente sujetos a los mismos, estando los intermediarios financieros obligados a los mismos deberes de información a la administración tributaria establecidos con carácter general.

En séptimo lugar, en el plano operativo, las Letras se emiten con regularidad y por el procedimiento de subasta, lo que permite que el mercado exprese sus condiciones con total claridad. Lo dicho es aplicable tanto a las subastas de Letras a vencimiento de 12 meses que realiza el Tesoro Público los jueves alternos, como a las que realiza el Banco de España, tres veces por decena, de cesiones temporales por tres meses.

Finalmente, en octavo lugar y sin salirse del plano operativo, cabe destacar la posibilidad de realizar cesiones temporales de Letras adquiridas en cesión temporal, posibilidad que, a diferencia de lo que sucede en Pagarés del Tesoro, no es aplicable de momento a la Deuda a medio y largo plazo dentro del sistema de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.

Con las características expuestas, seleccionadas entre otras de menor importancia, queda suficientemente delimitado el marco de las Letras del Tesoro, y puede apreciarse que coincide básicamente con el de los Pagarés del Tesoro, eliminando aquellas características de éste que representan cierta limitación a su plena integración en los mercados de capitales de carácter general, como son sus peculiaridades fiscales y su computabilidad exclusiva en el coeficiente de Deuda a corto y medio plazo dentro del de inversión.

3. El mercado de Letras del Tesoro.

La evolución registrada en las emisiones de Letras desde su creación en el pasado mes de junio han respondido con creces a lo esperado, si bien los tipos de interés implícitos en los precios de adquisición aceptados han resultado más altos de lo inicialmente previsto.

El importe efectivo de Letras del Tesoro en circulación alcanzó tras la subasta del día 16 de octubre 1578.2 m.m. de pesetas correspondiendo a un nominal de 1819.6 m.m. De este total 1000.0 m.m. de pesetas nominales fueron entregados directamente al Banco de España, a medida que las ha ido necesitando para su colocación a través de subastas de cesiones temporales a tres meses. De tal manera ha evolucionado la demanda que a mediados de octubre la cartera de Letras en poder del Banco de España se había reducido a 150 m.m. de pesetas nominales.

Importancia sobresaliente tiene el que la penetración entre el público haya sido también vertiginosa, y tanto más apreciable cuando que tratándose de anotaciones en cuenta era preciso contar con un número suficientemente elevado de Entidades Gestoras que pudieran adquirir, mantener y transmitir Letras del Tesoro para sus clientes.

La celeridad con que se ha producido el proceso de adaptación a la nueva situación por parte de las entidades que podían acceder a la condición de gestoras ha sido muy rápido como lo prueba el que su número se haya elevado ya a 66, y la difusión del activo entre el público queda reflejada tanto por el porcentaje que las anotaciones por cuenta de terceros representan sobre el total de Letras del Tesoro en circulación como por la evolución de las peticiones no competitivas

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

Cuadro 3

TIPOS DE INTERES DEL MERCADO MONETARIO Y DE LAS LETRAS DEL TESORO

Meses	Subasta préstamos (B.E.) marg.	Interbancario						Subastas	
		Depósitos			Letras			3 meses marg.	12 meses marg.
		1 día	1 mes	3 meses	1 día	1 mes	3 meses		
<u>JUNIO</u>	<u>19'125</u>	<u>18'12</u>	<u>18'52</u>	<u>18'29</u>	-	-	-	<u>17'750</u>	<u>15'501</u>
1ª Decena	19'125	18'53	19'24	18'81	-	-	-	-	-
2ª Decena	-	17'75	18'19	18'23	-	-	-	-	-
3ª Decena	-	17'79	17'97	17'75	-	-	-	17'750	15'501
<u>JULIO</u>	<u>18'125</u>	<u>18'09</u>	<u>18'07</u>	<u>17'56</u>	<u>17'89</u>	<u>17'16</u>	<u>17'24</u>	<u>17'458</u>	<u>15'369</u>
1ª Decena	18'500	18'46	18'02	17'60	18'30	-	17'38	17'500	15'369
2ª Decena	-	17'90	18'14	17'63	17'77	17'25	17'35	17'500	-
3ª Decena	17'750	17'96	18'05	17'47	17'62	17'10	17'22	17'312	15'369
<u>AGOSTO</u>	<u>17'500</u>	<u>17'68</u>	<u>17'51</u>	<u>16'83</u>	<u>17'53</u>	<u>16'99</u>	<u>16'44</u>	<u>16'729</u>	<u>15'040</u>
1ª Decena	17'625	17'71	17'49	16'88	17'50	16'68	16'40	16'875	15'171
2ª Decena	17'500	17'74	17'55	16'87	17'61	16'89	16'53	16'687	15'040
3ª Decena	17'375	17'60	17'48	16'75	17'47	16'93	16'43	16'625	-
<u>SEPTIEMBRE</u>	<u>17'375</u>	<u>17'45</u>	<u>17'41</u>	<u>16'86</u>	<u>17'22</u>	<u>16'81</u>	<u>16'34</u>	<u>16'500</u>	<u>15'000</u>
1ª Decena	17'375	17'43	17'43	16'79	17'24	16'89	16'33	16'500	15'040
2ª Decena	17'375	17'51	17'42	16'93	17'23	16'84	16'36	16'500	15'040
3ª Decena	17'375	17'44	17'36	16'88	17'18	16'70	16'33	16'500	14'909
<u>OCTUBRE</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
1ª Decena	17'375	17'46	17'34	16'93	16'79	16'08	16'15	16'375	-

en la subasta, aunque este último porcentaje es menos significativo y depende del grado de intermediación y de la política de tarifas de comisiones que adopten las Entidades Gestoras.

Cabe pensar que las razones meramente materiales o circunstanciales, como disponibilidad de la infraestructura informática y organizativa, ha influido inicialmente en que el porcentaje de Letras por cuenta de terceros fuese más bajo y, de hecho, nulo al término del mes de junio; pero esa circunstancia ha desaparecido con el paso del tiempo y, sin embargo, el porcentaje mencionado no ha cesado de crecer a pesar de que el volumen total de Letras en circulación lo ha hecho también de forma muy importante. El repetido porcentaje de Letras por cuenta de terceros sobre total de Letras en circulación ha sido el siguiente:

	Sobre total en circulación	Sobre total deducida Cartera Banco de España
Junio	-	-
Julio	46.8	64.5
Agosto	58.0	70.2
Septiembre	75.3	81.6
Octubre (16)	80.1	87.5

En cuanto a la política de tarifas de Comisiones practicadas por las Entidades Gestoras cabe señalar que se está produciendo una homogeneización creciente en la que la estructura más frecuente es la siguiente:

Altas de anotaciones	3,5 por mil mínimo	250-350 ptas.
Bajas		
Por amortización	3 por mil mínimo	150-350 ptas.
Por otros concep <u>t</u> os	0-3,5 por mil mínimo	0 - 350 ptas.
Custodia	2,5 por mil mínimo	100 ptas.
Gestión cobro intereses	2 por mil mínimo	15 ptas

Huelga señalar que tales comisiones son las aplicables al sistema de anotaciones en general ya que las Letras no dan lugar a gestión de cobro de intereses. Asimismo conviene aclarar que mientras en las bajas y en el cobro de intereses la tarifa se aplica sobre el valor efectivo de la Deuda o de los intereses en el resto de los conceptos se aplica sobre el valor nominal. Es decir en las Letras, el total de comisiones en un caso normal, alcanzaría entre 6.500 y 10.000 pesetas, según no cobren o cobren custodia. No obstante, algunas entidades tienen tarifas especiales para las Letras del Tesoro que no se aproximan al extremo superior de los citados.

En cuanto a la evolución de los tipos de interés de las Letras del Tesoro ha sido paralela a la del resto de los activos que se negocian en su mismo mercado, aunque cabe señalar que puede apreciarse una apertura creciente del diferencial de intereses en el mercado interbancario, reduciéndose relativamente más rápidamente los de las Letras. Es esta una evolución ya registrada en su momento en los Pagarés del Tesoro y que viene a reflejar la creciente difusión del instrumento entre el público en general y quizás también la propia difusión del activo y la normalización de su negociación al incorporarse al sistema de anotaciones como titulares de cuentas la mayoría de los operantes en el mercado interbancario.

Finalmente, cabe señalar que conforme se preveía, o incluso por encima de las expectativas, las Letras del Tesoro están cumpliendo las funciones previstas para las mismas y al tiempo y por lo mismo que aportan una parte sustancial de la financiación del Estado en 1987, representan un mecanismo de instrumentación decisivo de la política monetaria, y la posición dominante que están adquiriendo en los mercados financieros permite augurar que el sistema financiero español dispone de un activo de referencia sólido, superior a los Pagars del Tesoro y más ventajoso que cualquiera de los existentes con anterioridad.